



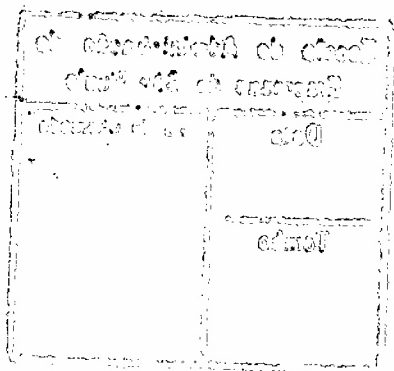
9

O PLANO REAL E O CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Banca Examinadora

Prof. Orientador: Leonardo F. C. Basso
Prof. Haroldo Giacometti
Prof. José Márcio Rego

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

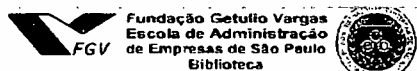


**O PLANO REAL E O CRESCIMENTO
DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**

Fábio Pereira dos Santos

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-
Graduação da FGV/EAESP
Área de concentração: Planejamento e Finanças
Públicas, como requisito para obtenção de título
de Mestre em Administração Pública e Governo.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo F. C. Basso



433/2000



1200000433

SÃO PAULO

2000

Escola de Administração de S. Empresas de São Paulo	
Data 04.04	N.º de Chamada 336.3(81) 52378
Tomba 433/2000	Dvs. 2.2

Sumário

Introdução.....	1
1. O contexto político e econômico de formulação do Real	4
1.1 - <i>O novo paradigma.....</i>	7
1.2 - <i>Neoliberalismo tardio.....</i>	8
1.3 - <i>As principais características do Plano Real</i>	12
1.3.1 - <i>A âncora cambial.....</i>	13
1.3.2 - <i>A desindexação.....</i>	16
1.3.3 - <i>O ajuste fiscal.....</i>	17
1.3.4 - <i>A política monetária</i>	18
2. Alguns problemas do déficit e da dívida pública	20
2.1 - <i>A carga da dívida pública entre as gerações.....</i>	20
2.2 - <i>O déficit, a inflação e o Plano Real.....</i>	30
2.3 - <i>Plano Real e dívida pública.....</i>	36
2.4 - <i>Medidas e conceitos do déficit</i>	40
2.5 - <i>As medidas da dívida pública.....</i>	42
3. O Plano Real e a evolução da dívida pública	46
3.1 - <i>O déficit primário do setor público</i>	49
3.1.1 - <i>As despesas com pessoal e previdência social.....</i>	54
3.2 - <i>Os gastos com juros reais.....</i>	56
3.2.1 - <i>Uma aproximação do custo de acumulação de reservas internacionais no período 1994/1998.....</i>	73
3.3 - <i>Os custos fiscais do Proer.....</i>	82
3.4 - <i>As privatizações.....</i>	87
Conclusões.....	94
Bibliografia	98

Índice de Tabelas

Tabela 1.1 - Indicadores selecionados do setor externo (1990-1993).....	11
Tabela 2.1 - Participação do setor público no endividamento externo (1993-1998)	45
Tabela 3.1 - Dívida Líquida do Setor Público - %PIB.....	48
Tabela 3.2 - Déficit primário do setor público (% do PIB).....	51
Tabela 3.3 - Resultados do Tesouro Nacional - 1994	52
Tabela 3.4 - Indicadores selecionados das finanças públicas federais.....	55
Tabela 3.5 - Títulos públicos federais em poder do público - percentual por indexador e prazo médio (1993-1998).....	57
Tabela 3.6 - Gastos com juros reais - %PIB (1994 - 1998)	60
Tabela 3.7 - Reservas internacionais, transações correntes e importações (1994-1998)	77
Tabela 3.8 - Custo aproximado de manutenção das reservas internacionais.....	80
Tabela 3.9 - Custo de manutenção das reservas (2).....	81
Tabela 3.10 - Valores liberados e recuperados pelo Proer	85
Tabela 3.11 - Diferencial de juros das operações do Proer	86
Tabela 3.12 - Resultado das privatizações federais e estaduais (1994-1998)	90

Índice de Gráficos

Gráfico 1.1 - Índices de preços (taxas mensais)	13
Gráfico 3.1 - Dívida líquida do governo central, estados e municípios e empresas estatais - % PIB (1993 -1998)	47
Gráfico 3.2 - Dívida líquida interna e externa - % PIB (1993-1998).....	47
Gráfico 3.3 - Taxa de juros real, dívida mobiliária federal, dívida líquida do setor público e variação do PIB.....	58
Gráfico 3.4 - Reservas internacionais e taxa de juros (1995-1998)	64

Resumo

Esta dissertação trata do crescimento da dívida do setor público no Brasil no contexto da implementação do Plano Real. Discute-se quais foram os fatores determinantes da evolução da razão dívida líquida do setor público/PIB durante o período 1994-1998.

Inicialmente discute-se a conjuntura em que se deu a formulação do plano de estabilização monetária, argumentando-se que a política econômica adotada correspondia a um novo momento político do país e ao mesmo tempo baseava-se em outras experiências latino-americanas de planos de estabilização. Apresenta-se uma breve resenha tratando da incidência intergerações da dívida pública e do debate sobre as relações entre déficit público e inflação.

Em seguida discute-se como quatro fatores contribuíram para o crescimento do endividamento público. O déficit primário do setor público, os gastos com juros reais, os custos fiscais do Proer e as privatizações são analisados enquanto determinantes da evolução do endividamento. Argumenta-se que o resultado primário das contas públicas não foi deficitário nesse período e verifica-se que o fator determinante para o crescimento da dívida entre 1994 e 1998 foi o gasto com juros reais. Conclui-se que o volume desses gastos foi determinado em grande medida pela necessidade de atrair capitais externos de curto prazo para financiar o déficit em conta corrente e pelo custo de manutenção de um alto nível de reservas internacionais. Constata-se também que o custo fiscal do Proer é significativo e que as privatizações, embora tenham gerado receitas muito expressivas, não foram capazes de impedir o crescimento da dívida provocado por outros fatores.

Introdução

Este trabalho está sendo concluído um ano após o Brasil entrar em uma fase aguda de crise que levou a uma mudança fundamental da política econômica. Quatro anos e meio depois da reforma monetária que colocou em circulação uma nova moeda e interrompeu um longo período de altas taxas de inflação, a crise financeira, acompanhada por uma forte perda de reservas internacionais no final de 1998 e início de 1999, forçou o abandono da política cambial que acompanhou os sucessos e fracassos do Plano Real.

Entre os sucessos o mais destacado (e o único incontestável) foi a diminuição da inflação a níveis historicamente reduzidos. Entre os fracassos, o crescimento do desemprego, o aumento da vulnerabilidade da economia do país às crises e choques internacionais, a incapacidade de promover crescimento econômico que assegure a elevação dos padrões de vida da maioria da população e, por último mas não menos importante, a deterioração sem precedentes, por sua magnitude em tão curto prazo, das finanças públicas do país.

O tema desta dissertação foi definido durante o segundo semestre de 1996. Originalmente pretendia-se estudar a evolução da dívida pública no Brasil entre 1993 e 1996. Entretanto, passado algum tempo, torna-se não apenas possível mas sobretudo necessário ampliar o período estudado. O quadro apresentado à época fez apenas se agravar e, no final de 1998 e início de 1999, o *default* da dívida pública brasileira voltou a aparecer como uma possibilidade presente nas análises acadêmicas e no comportamento do mercado, passando a alimentar temores de confisco de ativos financeiros, alongamento compulsório dos prazos da dívida ou variadas formas de moratória.¹

Estes temores se baseavam não somente no estoque da dívida, percebido algumas

¹ Para uma descrição oficial da situação à época do auge da crise, ver entrevista do Ministro da Fazenda, Pedro Malan, à *Conjuntura Econômica* (Fevereiro 2000, p. 20).

vezes como um problema secundário,² mas também levando-se em conta sua composição, preponderantemente de títulos pós-fixados da Dívida Mobiliária Federal, sua trajetória, marcada pelo acelerado crescimento e pelos prazos extremamente curtos e concentrados de seu vencimento e seu custo, com elevados juros reais incidentes sobre ela. Mesmo as perspectivas oficiais, em geral otimistas até por dever de ofício, projetam uma continuidade do crescimento da dívida como proporção do PIB pelo menos durante os próximos três anos.³

O objetivo desta dissertação é analisar os principais fatores que levaram a razão dívida líquida do setor público/PIB a crescer 9,6 pontos durante o período compreendido entre o início de 1994 e o final de 1998.

Para isso, este trabalho procura relacionar o crescimento do endividamento do setor público às medidas de política econômica adotadas como estratégia de estabilização.

Parte-se da hipótese de que, ao adotar a taxa de câmbio como âncora dos preços internos, o Plano Real viabilizou uma rápida queda da inflação. Ao persistir em uma política de câmbio sobrevalorizado ao longo de quatro anos e meio, o Real produziu grandes déficits em conta corrente, que só puderam ser financiados com a manutenção de taxas de juros reais muito elevadas.

A contrapartida dessa combinação de políticas cambial e monetária foi a deterioração da situação das finanças públicas, expressa no crescimento da dívida líquida do setor público, que passou de 33% do PIB em dezembro de 1993 para 42,6% do PIB no final de 1998. No início de 1999, a desvalorização cambial provocou um novo salto do estoque da dívida, que atingiu cerca de 50% do PIB.

A dissertação é composta, além desta breve introdução, por três capítulos e uma

² Ver Singer (1996) e SAYAD, João. *Folha de S. Paulo* (1999, 20 de dezembro, p.3-2).

³ O acordo assinado entre o Brasil e o FMI no final de 1998 e revisto no início de 1999 prevê a estabilização da relação dívida/PIB a partir do final do ano de 2001 (Texto disponível em www.fazenda.gov.br).

também breve conclusão. O primeiro capítulo busca entender o contexto político e econômico onde se deu a formulação do Plano Real e reconstrói criticamente as principais características de implementação da política de estabilização monetária. O capítulo seguinte desenvolve uma rápida análise da questão da incidência da dívida pública, em especial da transferência entre gerações do ônus da dívida. Revisa-se em seguida a discussão do déficit e da dívida públicos e seus impactos macroeconômicos, destacando-se como a relação entre controle do déficit público e combate à inflação era concebida na formulação e implementação inicial da política de estabilização. Ainda no segundo capítulo apresenta-se também brevemente os principais conceitos de déficit e dívida com que trabalharemos no capítulo seguinte. Sem a pretensão de uma revisão abrangente da literatura, limitamo-nos a uma discussão dos argumentos mais polêmicos sobre as questões citadas.

O terceiro capítulo é a razão de ser específica desta dissertação, estudando de que forma os quatro fatores a seguir apresentados contribuíram para o crescimento ou contenção do endividamento público no Brasil no período analisado e como estes fatores se relacionam com a estratégia de estabilização adotada. Este capítulo subdivide-se em quatro subseções, cada uma correspondendo a um dos fatores estudados: 1) o déficit primário do governo federal; 2) os gastos com juros reais, relacionados à combinação de políticas monetária e cambial que sustentaram o real até dezembro de 1998, com especial atenção para o custo da acumulação de altos volumes de reservas internacionais e da atração de capitais para financiar o déficit em transações correntes; 3) o Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro (Proer); e 4) o chamado “ajuste patrimonial”, sobretudo o amplo programa de privatizações desenvolvido entre 1994 e 1998 e o reconhecimento dos chamados “esqueletos”, passivos de exercícios anteriores até então não contabilizados. Finalmente, são resumidas as principais conclusões do trabalho.

1. O contexto político e econômico de formulação do Real

Durante toda a década de 1980 e início dos anos 1990 o Brasil experimentou diversas tentativas fracassadas de combate às elevadas taxas de inflação que caracterizaram aquele período. Passando pelos programas econômicos recessivos, adaptados das prescrições ortodoxas do FMI no início dos anos 80, pelo auge da heterodoxia com o Plano Cruzado, em 1986, e por diferentes combinações entre medidas “ortodoxas” e “heterodoxas” nos planos Bresser e Collor, grande parte da discussão sobre política econômica no Brasil voltou-se para a discussão das causas da inflação e dos meios de combatê-la com mais eficácia e menor custo econômico, social e político.⁴

Do ponto de vista político, este é o período da chamada “transição democrática”, de crise final do regime militar e início dos governos civis, da Assembleia Nacional Constituinte e das primeiras eleições diretas para a Presidência da República depois de quase 30 anos.

A transição é marcada também por um crescimento dos conflitos sociais e por grandes expectativas de melhores condições de vida para uma expressiva parte da população, que tinha sido excluída dos benefícios do “milagre econômico” dos anos 70 e era chamada a arcar com os custos da chamada década perdida. Ao mesmo tempo, existia um virtual consenso quanto ao esgotamento do modelo de desenvolvimento adotado pelos militares, embora não quanto às alternativas que deveriam substituir esse modelo.

É no interior dessa transição política que surge a nova Constituição, em 1988, e que Fernando Collor de Melo ganha as eleições presidenciais de 1989. Se a Constituição revelou-se, segundo algumas análises, o ponto culminante da cultura política do período,⁵

⁴ Para uma análise econômica do período, ver Baer (1993). A coletânea organizada por Sola e Paulani (1995) incorpora, além dos aspectos econômicos, as dimensões político-institucionais e sociais que marcaram a década.

⁵ Para uma posição típica, ver Roberto Campos (*Folha de São Paulo*, 1998, 26 de abril, p.1-4) e Gustavo Franco (1995).

a eleição de 1989 marca o início de uma ruptura, pois Collor surge como *outsider* que consegue derrotar as principais forças políticas que tinham conduzido a transição (a chamada Aliança Democrática, reunindo principalmente o PMDB e o PFL) e também a principal força de contestação daquela transição, o PT, representado pela candidatura de Luiz Inácio Lula da Silva.⁶

A vitória de Collor representou também a possibilidade de um recoesionamento das forças de centro e de direita no espectro político brasileiro. O novo presidente, apesar de ter construído sua candidatura por fora dos partidos políticos hegemônicos naquele momento, procurou apresentar uma agenda política e econômica que fosse ao encontro dos interesses representados por aquelas forças. Assim, Collor colocou no centro do debate nacional a questão da redução do tamanho do Estado, pregando o ajuste fiscal, as privatizações, a desregulamentação econômica em geral, a abertura comercial e financeira em particular.

Apesar do *impeachment* devido às acusações de corrupção, a agenda de Collor foi herdada pelo governo que o sucedeu. Caracterizado inicialmente por iniciativas contraditórias no campo da política econômica, com sucessivas trocas de ministros da fazenda, o governo Itamar manteve em linhas gerais as medidas iniciadas pelo governo Collor. Após a chegada de Fernando Henrique Cardoso ao Ministério da Fazenda, em abril de 1993, a nova coalizão ganhou coerência e capacidade de aglutinar setores cada vez mais amplos das forças políticas tradicionais do país. Essa capacidade era reforçada pela esperança de que um plano econômico de estabilização monetária bem sucedido seria a única alternativa desses setores para impedir que a candidatura de Lula, já então colocada e ocupando o primeiro lugar em todas as sondagens de opinião, fosse vitoriosa nas eleições de 03 de outubro de 1994.

⁶ Para uma discussão do processo de transição, ver Sallum Jr. (1994).

O cenário descrito acima é relevante não apenas para compreender as condicionantes políticas do tipo de plano de estabilização que viria a ser escolhido mas sobretudo para entender o ritmo a que esse plano obedeceu desde que começou a ser colocado em marcha.

Somente a partir dos condicionantes políticos é possível entender algumas opções econômicas fundamentais tomadas pela equipe que implementava o Plano Real. Entre essas opções estão algumas das que obtiveram maior impacto eleitoral, como a valorização nominal do real frente ao dólar, no período que se seguiu à entrada em circulação da nova moeda, em julho de 1994, bem como os prazos em que as autoridades econômicas passaram a adotar medidas de contenção da demanda - após o primeiro turno das eleições, realizadas em 03 de outubro, com a vitória de Fernando Henrique - e a combinação de sobrevalorização cambial com redução drástica e unilateral de barreiras tarifárias e não tarifárias às importações, com forte impacto na queda da inflação.

Esta combinação de medidas econômicas com a evolução da situação política, decisiva para a inversão das perspectivas eleitorais e a vitória da coligação governista ainda no primeiro turno, não tem sido freqüentemente destacada na análise do Plano Real.⁷ E mesmo suas implicações para problemas que viriam a ser enfrentados pela economia brasileira têm sido em geral negligenciados.

Por outro lado, o impacto eleitoral da queda da inflação a partir de julho de 1994 foi também fundamental para reforçar o apoio da candidatura Fernando Henrique entre os setores política e economicamente dominantes. A interação entre os aspectos políticos e econômicos criaram condições para que o plano de estabilização fosse ao mesmo tempo instrumento de vitória política dos setores que o conceberam e implementaram e instrumento de conquista da credibilidade e apoio à política de estabilização.

⁷ Uma exceção é a análise de Paulo Nogueira Batista Jr. (1996a). Franco (1999) reconhece explicitamente este componente político-eleitoral da estratégia de estabilização.

1.1 - O novo paradigma

Os anos 80 ficaram conhecidos como “década perdida” da economia brasileira e de praticamente toda a América Latina. A expressão se prestou principalmente à descrição da combinação de estagnação econômica - crescimento praticamente nulo da renda per capita - com taxas de inflação crescentes, chegando à hiperinflação em alguns países, como Bolívia e Argentina e, em alguns momentos, ameaçando o Brasil. São também frequentes nas análises daquele período as referências à crise do modelo de desenvolvimento que teve seu auge no chamado milagre econômico, patrocinado pela Ditadura Militar e que produziu altas taxas de crescimento durante os anos 70.⁸

Assim, a política econômica da segunda metade dos anos 80 foi marcada pelas tentativas de vencer a crise do endividamento externo e de “estagflação” e de produzir um novo modelo econômico, que permitisse a retomada do crescimento em patamares semelhantes aos experimentados até meados da década de 70.

O ambiente econômico internacional em que se movia a economia brasileira também se alterava rapidamente, marcado por dilemas similares aos enfrentados pelo Brasil e pela América Latina em geral. Do choque inflacionário provocado pelo preço do petróleo e da recessão de meados dos anos 70 surgiram os novos paradigmas da política econômica nos países centrais.

Esses novos paradigmas vão se construir em torno da luta antiinflacionária e da busca de um modelo econômico alternativo ao keynesianismo, hegemônico desde os anos 40. Depois de um breve período de encantamento com o chamado modelo japonês, que emergia como ilha de estabilidade de preços e alto crescimento no final dos anos 70 e início dos 80, os ventos mudam em direção às políticas monetaristas e à alternativa econômica representada pelo *Tatcherismo* na Inglaterra e pela *Reaganomics* nos Estados

⁸ Ver, entre outros, Bresser Pereira (1992) e Mônica Baer (1993).

Unidos (KRUGMAN, 1994).

Este novo paradigma vai ser codificado em políticas econômicas para os países latino-americanos através do chamado “Consenso de Washington”.⁹ A orientação fundamental visa a criar as condições para a retomada do fluxo de capitais em direção à região, interrompido pela crise de liquidez que se instalou a partir do final dos anos 70 e se aprofundou com a crise da dívida externa desencadeada pela moratória mexicana em 1982.

A receita do Consenso de Washington é, assim, a adoção de políticas econômicas que reconquistassem a confiança dos mercados financeiros internacionais, destruída pela crise dos anos 80. Seus ingredientes são as chamadas reformas pró-mercado, as políticas monetárias e fiscais restritivas, a liberalização comercial e financeira, as privatizações em larga escala. Ou seja, um conjunto de medidas que oferecesse aos capitais internacionais as mais amplas possibilidades de investimento, seja propriamente através do mercado financeiro, seja através da ampliação dos mercados de exportações ou ainda da possibilidade de investimentos diretos em setores com alto potencial de retorno e risco reduzido.

1.2 - Neoliberalismo tardio

Esta prescrição de políticas foi largamente aceita na América Latina. O México e o Chile¹⁰ já vinham adotando quase integralmente as recomendações emanadas dos centros irradiadores dessa política. A Argentina seguiria o mesmo caminho um pouco mais tarde.

No Brasil, entretanto, as tentativas de superação da crise e de estabilização

⁹ Uma apresentação quase oficial pode ser encontrada em WILLIAMSON, John. What Washington means by policy reform. In: _____. *Latin American adjustment: how much has happened?* Washington, DC: Institute for International Economics, 1990. Washington, no caso, representa as instituições financeiras multilaterais (FMI, Banco Mundial, BID etc.), as várias agências do governo americano e vários *think tanks*. Para uma visão crítica, consultar Paulo Nogueira Batista (1994).

¹⁰ A adesão ao “Consenso” não significa políticas econômicas idênticas. O Chile manteve razoáveis controles sobre a entrada de capitais de curto prazo e não permitiu a sobrevalorização da moeda. O México foi mais lento com as privatizações, mas liberalizou mais rapidamente a conta de capitais e teve de administrar déficits crescentes em conta corrente. Ver por exemplo Gontijo (1995) e Pires de Souza (1994).

econômica percorreram um caminho um pouco mais longo até chegar às prescrições do Consenso de Washington. O Plano Cruzado, de 1986, foi uma tentativa de estabilização marcada por elementos heterodoxos que tentavam conciliar estabilização monetária com perspectivas de crescimento econômico, políticas de renda e preservação de um modelo relativamente autônomo de desenvolvimento. A crise política que se seguiu a ele e as particularidades e fragilidades do primeiro governo civil brasileiro condicionaram, até o final da década de 80, a possibilidade de novas tentativas de estabilização. Os sucessivos planos desde então limitaram-se a resultados de curto prazo, corroídos pela falta de credibilidade interna e externa experimentada pelo governo Sarney.

Foi somente com as eleições presidenciais de 1989 que voltaram a se colocar condições políticas para que novas tentativas de estabilização pudessem ter sucesso. Este é também o momento em que a agenda econômica já então hegemônica no mundo passa a sê-lo também no Brasil. A eleição de Collor, se marca o auge da crise anterior, com a incapacidade política dos partidos tradicionais de se apresentarem com um projeto capaz de propor soluções para os principais impasses nacionais, marca também a afirmação do chamado neoliberalismo como ideologia e projeto hegemônico entre as classes dominantes brasileiras. Combinando traços de populismo de direita com um discurso liberal, Collor ganha as eleições e afirma uma agenda a ser enfrentada.

A proposta de estabilização do novo governo, o Plano Collor, combina ainda algumas medidas heterodoxas - como o confisco dos ativos financeiros - com a agenda proposta pela ortodoxia. Mas os problemas de credibilidade política pouco a pouco passaram a minar as possibilidades de sucesso do Plano. Ao lado da crescente desconfiança em relação à corrupção, as dificuldades institucionais e a resistência de setores importantes da sociedade ao confisco de ativos financeiros e à recessão brutal que se seguiu colocaram empecilhos que a coalizão em torno de Collor não foi capaz de vencer. É somente a partir

da queda do presidente, com a recomposição no centro do governo dos partidos dominantes no Congresso, em especial o PFL, o PMDB e o PSDB, que as condições políticas para um novo plano de estabilização vão se colocar.

É também importante o fato de as condições econômicas terem evoluído favoravelmente, sobretudo no plano internacional. As outrora altas taxas de juros nos países centrais tinham recuado, criando uma nova onda de disponibilidade de capitais internacionais em busca de mercados nos países da periferia,¹¹ agora apelidados de “emergentes”. Superada a principal restrição da crise dos anos 80, depois de uma década de pagamentos da dívida contraída nos anos 70, abria-se a possibilidade de financiar com certa facilidade os prováveis desequilíbrios externos advindos de um programa de estabilização baseado em âncora cambial, já experimentado com sucesso no México, de forma mais mitigada, e na Argentina, de forma mais radical, com a conversibilidade e o sistema bimonetário adotados pelo chamado Plano Cavallo.¹²

Do ponto de vista da economia brasileira, também as condições mais desfavoráveis haviam cedido terreno a uma relativa calma, embora a inflação permanecesse como principal e crônico problema a ser enfrentado. Alguns dos obstáculos que tinham minado tentativas anteriores de estabilização haviam cedido ou estavam a caminho de ser superados.

Mesmo com os fracassos nas tentativas de estabilizar o nível de preços, conseguira-se uma redução substancial da dívida pública, que passou de 40,2% do PIB no final de 1989 para 33,0% do PIB no final de 1993 (ver tabela 3.1). A nova disponibilidade de capitais tornara possível um acordo de pagamento da dívida externa e viabilizava a acumulação de reservas internacionais (US\$ 32,2 bilhões em dezembro de 1993, US\$ 40,1

¹¹ Para uma breve e interessante discussão sobre os fluxos e refluxos da liquidez internacional na história recente e seu efeito sobre os países emergentes, ver Pettis (1997).

¹² Para uma análise do programa mexicano, ver Summers (1995-96) e Pires de Souza (1995). Para o caso argentino, Batista Jr. (1993) e Machinea (1996).

bilhões em junho de 1994). O superávit comercial atingira mais de US\$ 13 bilhões em 1993, alavancado, entre outras condições, inclusive pela enorme recessão provocada pelo Plano Collor. O Brasil teve um déficit em conta corrente próximo de zero naquele mesmo ano (ver tabela abaixo).

A tabela 1.1 mostra que tanto as condições internacionais quanto a situação da economia brasileira haviam evoluído para condições onde aparecia como caminho de menor resistência, de acordo com as posições dominantes no debate econômico daquele momento, um plano de estabilização com âncora cambial. É verdade que restavam ainda algumas questões fundamentais a serem enfrentadas, e para as quais a âncora no câmbio não era suficiente. Particularmente, no caso brasileiro, o complexo sistema de indexação que se construíra ao longo de quase 20 anos e que se enraizara na cultura de uma ampla parcela dos agentes econômicos.

Tabela 1.1 - Indicadores selecionados do setor externo (1990-1993)

	1990	1991	1992	1993
Saldo comercial	10.753	10.579	15.239	13.307
Saldo em conta corrente	-3.782	-1.407	6.144	-592
Saldo da Conta de capitais	-4.715	-4.148	25.271	9.903
Reservas internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211
Libor ¹	7,87%	5,31%	3,62%	3,43%
Prime rate ¹	10,00%	7,50%	6,00%	6,00%

Obs.: 1 - Taxa de juros do último dia do período. 2 - Valores em US\$ milhões

Fonte: Cepal e Revista *Conjuntura Econômica*.

Assim, as medidas propostas e o ritmo em que elas foram adotadas obedeceram a uma lógica econômica e política que interagiram em um círculo virtuoso que levou o Plano Real à condição de um dos mais bem sucedidos planos de estabilização de sua geração. Do ponto de vista político, a principal característica de sua condução foi a capacidade de transformar uma situação política instável em elemento de reforço de sua estratégia,

apresentando-se aos setores dominantes como alternativa à ameaça de esquerda e, no momento seguinte, usando seus efeitos iniciais como instrumento de conquista de apoio popular para vencer as eleições.

Do ponto de vista econômico, embora “chegando atrasado”, o Plano Real marca a integração do Brasil ao modelo de política econômica hegemônico na América Latina desde o final dos anos 1980. A equipe que formulou e implementou a primeira fase do Real soube utilizar a seu favor um conjunto de trunfos internacionais e nacionais que nenhuma outra tentativa de estabilização desfrutara antes, somando-se a isso uma eficiente estratégia de desindexação através da introdução, antes da mudança do padrão monetário, da URV como elemento de transição entre a nova e a velha moeda.

1.3 - As principais características do Plano Real

Embora possa ser identificado como parte da família de planos de estabilização adotada por um grande número de países latino-americanos a partir do final da década de 80, o Plano Real, como também não deixa de ser verdade para cada um dos outros planos, possui características que o tornam único.

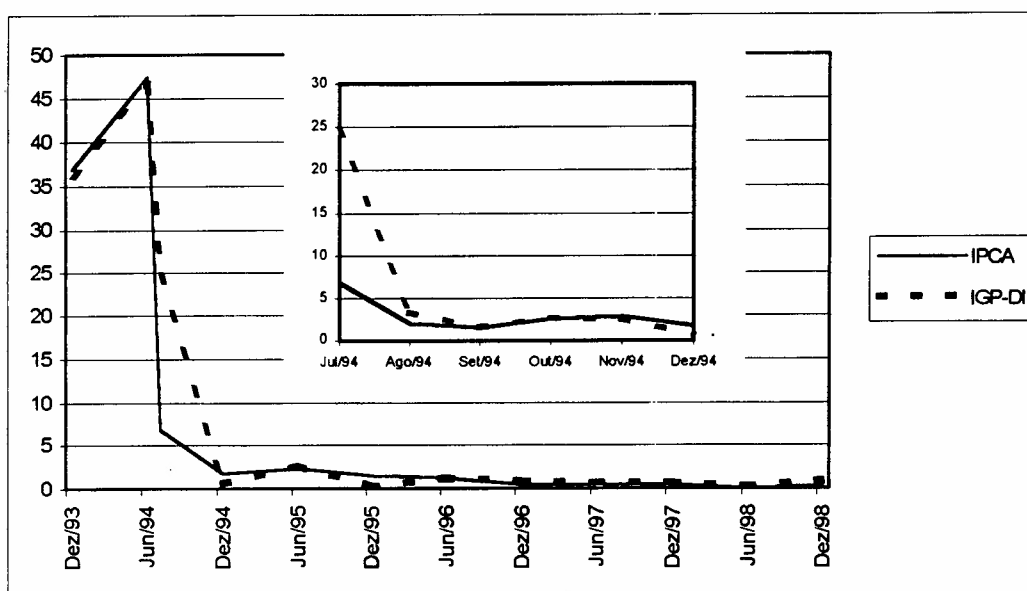
Como um dos últimos países latino-americanos a adotar com sucesso uma estratégia de combate à inflação, o Brasil pôde se beneficiar da análise das experiências de várias outras nações do continente. O Plano Real, como já dissemos, pode ser considerado uma virada na política econômica brasileira em direção a padrões já hegemônicos na América Latina desde meados dos anos 80.¹³ Entre outros elementos, lançou-se mão do uso da taxa de câmbio como âncora dos preços internos, de liberalização comercial e financeira, com redução de tarifas de importação e desregulamentação da conta de capitais, de políticas fiscal e monetária restritivas e de um amplo programa de privatizações, tendo

¹³ Para uma análise comparativa, ver Gontijo (1995). Batista Jr. (1996a) e Sáinz y Calcagno (1999) referem-se ao caso brasileiro como parte da mesma família de planos, embora destaquem as especificidades do Brasil no momento da estabilização.

em vista principalmente a atração de investimentos estrangeiros (BATISTA JR., 1996a; SÁINZ Y CALCAGNO, 1999). Com importância variada mas presentes em praticamente todos os casos estão também as medidas de desindexação da economia.

Esse conjunto de medidas, associados a características específicas de políticas adotadas em cada país, produziram em geral uma queda rápida das taxas de inflação. No caso brasileiro, manteve-se um resíduo inflacionário não desprezível nos primeiros meses após a entrada em circulação do real. O gráfico 1.1 mostra que índices de preços ao consumidor e índices gerais de preços convergiram em prazos relativamente curtos para níveis muito inferiores aos anteriormente registrados.

Gráfico 1.1 - Índices de preços (taxas mensais)



Obs.: IPCA IBGE e IGP-DI FGV

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil e Revista *Conjuntura Econômica*.

1.3.1 - A âncora cambial

A política cambial adotada a partir de julho de 1994 foi formalmente a de livre flutuação da taxa de câmbio ou, mais precisamente, o que um dos principais formuladores

do Real chamou de “banda assimétrica”¹⁴ (BACHA, 1996, p.2). Se no período anterior à mudança da moeda havia já uma pequena valorização da taxa de câmbio e uma pequena queda das exportações e do saldo comercial, a combinação de uma valorização nominal de 15% do real frente ao dólar nos três primeiros meses da nova moeda com a manutenção de uma taxa de inflação superior à inflação na moeda americana levou a uma contínua valorização real da nova moeda brasileira até fevereiro de 1995.¹⁵

Acrescenta-se à apreciação do câmbio a redução das barreiras tarifárias e não tarifárias no âmbito do acordo do Mercosul e o extraordinário crescimento da demanda no mesmo período, provocando uma rápida inversão da balança comercial e a deterioração do resultado do conjunto das transações correntes. De um superávit comercial de 13 bilhões de dólares em 1993 e 10 bilhões em 1994, passou-se a um déficit de mais de 3 bilhões de dólares em 1995; depois de registrar um déficit em transações correntes de menos de 600 milhões de dólares em 1993 registrou-se um déficit de quase 18 bilhões de dólares em 1995.¹⁶

Assim, não apenas a taxa de câmbio mas um amplo conjunto de medidas de política econômica relativas ao setor externo da economia permitiram ao Plano Real um processo rápido de queda da inflação que teve, ao mesmo tempo, impactos expansionistas que se revelariam decisivos para viabilizar a estabilização também do ponto de vista da conquista da credibilidade, onde o aspecto político e eleitoral jogava um papel fundamental.

Esta combinação de medidas se tornou possível dado um conjunto de condições favoráveis no que se refere ao setor externo da economia e, entre eles o mais decisivo, a

¹⁴ “O Banco Central se obrigava a intervir caso o real tendesse a se desvalorizar em relação ao dólar além da paridade de 1:1, mas deixava o mercado livre caso houvesse uma tendência de apreciação do real em relação ao dólar” (BACHA, 1996, p.2).

¹⁵ Ver capítulo 3 para uma referência do debate sobre taxa de câmbio.

¹⁶ De acordo com Bacha, em uma avaliação de junho de 1996: “O impacto da apreciação cambial sobre as contas externas se via fortalecido pela decisão, adotada em setembro de 1994, de acelerar o ritmo de liberação das importações, como forma de evitar o repasse para os preços das pressões de custo e de demanda que então se manifestavam” (BACHA, 1996, p. 2).

disponibilidade de capitais para financiar o desequilíbrio externo que se gerava a partir da introdução do plano de estabilização.

Neste contexto, e sobretudo a partir da crise do México, em março de 1995, estabelece-se a interação decisiva entre as políticas monetária, fiscal e cambial que condicionaria todo o desenvolvimento da economia brasileira até a desvalorização cambial de janeiro de 1999. Como a âncora do Plano Real estava na política cambial, as políticas monetária e fiscal passam a desempenhar um papel secundário de viabilizar o sucesso da primeira (BATISTA JR., 1996a). O objetivo dessas políticas desloca-se da estabilização das condições econômicas internas para a atração de capitais internacionais, sobretudo os de curto prazo, capazes de financiar o crescente desequilíbrio em conta corrente.¹⁷ A estabilização de preços ficou a cargo da taxa de câmbio e das medidas de abertura comercial.

A trajetória do crescimento econômico, nesse contexto, ficou subordinada à possibilidade de financiar o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Depois de um início marcado por altas taxas de crescimento, a economia brasileira passou por sucessivas fases de desaceleração e aceleração, em um típico movimento de *Stop and Go*. Esses movimentos eram em grande medida determinados pela evolução do balanço de pagamentos do país. A um movimento de aceleração do crescimento do produto seguia-se um crescimento do desequilíbrio do setor externo. Para conter esse desequilíbrio, a política econômica lançava mão de aumentos de juros e medidas de restrição ao crédito, buscando diminuir a demanda e conseqüentemente a pressão sobre as importações e aumentar os excedentes exportáveis.

Além do movimento de *Stop and Go*, observou-se uma trajetória descendente para a taxa de crescimento anual do produto. De 5,85% de crescimento real do PIB em 1994,

¹⁷ Ver também Fraga (1999).

chegou-se um crescimento quase nulo em 1998, de apenas 0,15%.

1.3.2 - A desindexação

Um dos elementos considerados originais no processo que marcou o lançamento do Plano Real foi a engenhosa introdução da URV (Unidade Real de Valor) como elemento de transição entre a velha e a nova moeda, cumprindo um papel semelhante ao da dolarização em outras experiências hiperinflacionárias. Teoricamente, ao criar um novo padrão monetário, voluntário, com paridade em relação à moeda americana, URV deveria possibilitar a conversão dos contratos e um realinhamento de preços relativos (inclusive dos salários) ao longo dos quatro meses em que preparou a entrada em circulação do Real.¹⁸ A partir daí, o processo de desindexação poderia se dar de forma muito menos traumática do que se poderia supor após mais de uma década de inflação elevada e indexação generalizada.

Este elemento “heterodoxo” da política de estabilização adotada foi considerado decisivo para atacar os aspectos inerciais de uma inflação que atingiu quase 50% no mês que precedeu a entrada em circulação do real.

A eficácia prática da URV como instrumento para realinhamento dos preços relativos antes da entrada em circulação do Real parece ter sido menos evidente do que suposto pela teoria que a embasava.

No período março-junho de 1994 não houve a esperada convergência dos reajustes de preços seguindo a variação da URV em setores fundamentais da economia, tanto da produção de bens quanto de serviços. Os preços continuaram oscilando sem orientar-se pelo padrão da URV e acumularam inclusive uma significativa “inflação” em URV, que seria depois revertida em vários setores com a efetivação da substituição da antiga moeda e

¹⁸ Esta característica é destacada por Oliveira (1996) e Bacha (1996), mas pode ser questionada dada a grande variação de preços relativos durante o período da URV e mesmo após a introdução da nova moeda, sem que isso tivesse significado impacto inflacionário significativo.

da própria URV pelo real (SICSÚ, 1996, p. 82).

Entretanto, em pelo menos dois setores decisivos para administrar as expectativas, nos quais foi introduzida compulsória e não voluntariamente - os serviços públicos federais e os salários - a URV foi bem sucedida. Em especial no caso dos salários, apesar da conversão pela média, não houve significativa pressão por aumentos a partir do momento em que estes passaram a repor as perdas da inflação de acordo com a variação da URV. Ou seja, apesar de não ter cumprido plenamente o papel de sincronizar os reajustes de preços, a URV cumpriu um papel importante de preparação para a desindexação na fase seguinte do plano de estabilização.

1.3.3 - O ajuste fiscal

No período de elaboração do Plano Real e numa primeira fase de sua implementação, o ajuste fiscal foi o aspecto mais destacado. Tanto nas análises sobre a estratégia da estabilização quanto nos documentos oficiais que precederam ou que apresentaram balanços do Real, os formuladores e analistas do Real prestaram insistentemente suas homenagens à ortodoxia econômica. E anunciaram, pela ordem: 1) o ajuste fiscal era uma pré-condição para o sucesso do combate à inflação; 2) o ajuste fiscal foi alcançado nos anos de 93/94, criando as condições propícias para a queda da inflação; 3) a continuidade do real dependia da continuidade do ajuste fiscal.¹⁹

Entretanto, se o discurso ortodoxo dos formuladores e analistas do real colocou o ajuste fiscal como fundamento da estabilidade, a realidade esteve longe da ortodoxia. A não ser em 1994, quando as contas públicas estiveram em superávit operacional, todos os anos seguintes apresentaram déficits operacionais que variaram entre 3,2% e 7,49%. Ainda assim, a inflação foi cadente durante todo o período.

As principais medidas e circunstâncias que permitiram esse superávit operacional

¹⁹ Bacha (1996), Franco (1995) e Oliveira (1996).

inicial foram a instituição do Fundo Social de Emergência, aprovado ainda durante a Revisão Constitucional de 1993, o elevado crescimento econômico de 1993 e 1994 (os maiores da década de 90) e o efeito positivo para o resultado primário da convivência da desindexação das despesas públicas com receitas ainda indexadas. Como havia um estoque relativamente reduzido de dívida mobiliária, mesmo uma alta taxa de juros reais produziu um fluxo de pagamento de juros que pôde ser compensado pelo resultado primário. Estas circunstâncias, entretanto, mudaram rapidamente, e o setor público passou a acumular déficits operacionais crescentes, apesar das várias mudanças constitucionais adotadas com o objetivo de facilitar o ajuste fiscal, da privatização de ativos avaliados em mais de 62 bilhões de dólares (ver seção 3.4) e do aumento da arrecadação tributária como parcela do PIB, tanto através da criação de novos impostos quanto da majoração de alíquotas.

1.3.4 - A política monetária

A política anunciada pelo Plano Real seria baseada em metas quantitativas para a expansão da base monetária, o que chegou a constar da medida provisória que criou a nova moeda. Entretanto, essas metas de expansão monetária nunca chegaram a ser seguidas de fato e logo adiante foram formalmente abandonadas. A política monetária passou a operar fundamentalmente através da administração da taxa de juros de curto prazo e do controle das reservas e compulsórios das instituições financeiras.²⁰

As taxas de juros já se encontravam em patamares elevados desde 1993, e vinham se ajustando tendo em vista especialmente a estratégia de evitar aumentos de demanda que pudessem conduzir a uma explosão inflacionária. Também alimentavam a acumulação de reservas internacionais em curso desde o início da década de 90.

²⁰ Para uma interpretação da equipe econômica, ver LOPES, Francisco. O mecanismo de transmissão de política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 17, n. 3 (67), p. 5-11, julho-setembro de 1997.

Entretanto, a partir de 1994 esta opção se torna mais aguda.²¹ A taxa de juros passa a ser um componente “endógeno” da política econômica em vigor, dada a necessidade de sustentar a âncora cambial.²² No período pós eleitoral de 1994 soma-se a essa política de juros uma série de medidas de restrição ao crédito doméstico, sobretudo na forma de aumento dos compulsórios sobre depósitos à vista, depósitos à prazo e empréstimos bancários. A crise do México, no final de 1994 e início de 1995 apenas detona, provavelmente mais cedo do que esperavam os gestores da política econômica, a necessidade de mudança da política econômica. Essas mudanças se fazem no sentido de ganhar tempo²³ para a continuidade da mesma política, que persiste até janeiro de 1999, quando um intenso processo de fuga de capitais obriga o BC a desvalorizar o real.

Em síntese, mais do que decisões específicas de aumento de despesas ou de que uma atávica tendência dos políticos no sentido aumentar os gastos públicos,²⁴ é a combinação das políticas cambial e monetária que constituem a essência do Plano Real que vai determinar a deterioração, em um ritmo poucas vezes experimentado em nossa história recente, da situação das finanças públicas em geral e da dívida pública em particular, durante o período que se abre com o início da implementação do plano de estabilização e termina com a desvalorização cambial de janeiro de 1999.

²¹ Ver Gráfico 3.3.

²² Batista Jr. (1996a, p. 31). “Os acontecimentos seguiram um padrão familiar, recorrente em economias onde se procura sustentar um regime de ancoragem cambial com recurso a taxas de juros elevadas e restrições ao crédito doméstico”. Segundo texto publicado no OESP de 21/05/1999 o presidente do BC, Arminio Fraga, disse que, “antes, o câmbio funcionava como uma âncora da inflação. Agora os juros vão tomar conta da inflação e o câmbio vai tomar conta do balanço de pagamentos”. Em artigo assinado no mesmo jornal cerca de um mês depois ele repetiu aproximadamente a mesma afirmação (FRAGA, 1999).

²³ “Comprar tempo”, foi uma expressão muitas vezes usada.

²⁴ A tendência de se atribuir o endividamento público a uma característica intrínseca dos políticos é presente na literatura de origem na chamada escolha pública (*Public Choice*), que tem no prêmio nobel James Buchanan sua principal expressão. “*Politicians naturally want to spend and to avoid taxing. The elimination of the balanced-budget constraint enables politicians to give fuller expression to these quite natural sentiments*”. (BUCHANAN & WAGNER, 1977, p.183). Sem grifo no original. [tradução: Os políticos, naturalmente, querem gastar mas não querem criar ou aumentar impostos. A eliminação do constrangimento do orçamento equilibrado possibilitou aos políticos dar completa vazão a estes sentimentos bastante naturais.]

2. Alguns problemas do déficit e da dívida pública

Na literatura sobre finanças públicas, as referências mais recorrentes aos problemas causados pelo excessivo endividamento do setor público tratam da alternativa entre o aumento de impostos ou emissão de dívida para o financiamento dos gastos públicos e da distribuição da carga da dívida entre as atuais e futuras gerações. Em clássicos como Musgrave & Musgrave (1980), ou livros-texto mais recentes como Stiglitz (1988), Rosen (1995) e Mikesell (1999) estas questões aparecem ao lado da discussão sobre o tamanho e a estrutura da dívida, sua administração e prazos e as especificidades das dívidas interna e externa e dos governos nacionais e subnacionais.

Já no campo da macroeconomia, além da discussão dos diferentes efeitos do financiamento do déficit através de títulos públicos ou por meio de emissão de moeda, enfatiza-se o problema da sustentabilidade da dívida no tempo (DORNBUSH & FISCHER, 1991; JHA, 1994).

Neste capítulo procede-se inicialmente a uma breve revisão do primeiro pólo da discussão sobre o endividamento público, voltando-se sobretudo para os possíveis efeitos distributivos da incidência do ônus da dívida pública; em segundo lugar, trata-se de algumas questões conceituais relativas ao déficit e à dívida pública no contexto da formulação e implementação do Plano Real; por fim, discute-se os conceitos e medidas do déficit e da dívida que serão usados no restante do trabalho.

2.1 - A carga da dívida pública entre as gerações

As interpretações teóricas que discutem a dívida pública enfatizando os seus efeitos redistributivos entre as gerações encontram suas origens na economia clássica. O que Buchanan (1958) e Buchanan & Wagner (1977) chamam de “teoria clássica da dívida pública” baseia-se fundamentalmente na analogia entre, por um lado, o comportamento

financeiro dos indivíduos, das famílias e das empresas, e, por outro, do governo.²⁵

Esta tradição remonta a Adam Smith, que dedicou algumas dezenas de páginas de *A Riqueza das Nações* para discutir o tema. Smith, embora não tenha chegado a sistematizar uma teoria, constrói sua argumentação a partir da analogia entre o endividamento do Estado e do indivíduo, negando também que exista qualquer diferença entre a dívida interna e a dívida externa (SMITH, 1985, v. 2, p. 313-344). Em outro trecho, citado por Buchanan & Wagner, Smith explicitamente compara o comportamento privado com a conduta do Estado: "*What is prudence in the conduct of every private family can scarce be folly in that of a great kingdom*".²⁶

Esta interpretação foi questionada pela generalização das interpretações keynesianas e é pouco presente na literatura macroeconômica. Mas permanece como uma influente corrente teórica no campo das finanças públicas e está freqüentemente presente no debate público entre políticos, empresários e jornalistas.²⁷

Buchanan influenciou textos da área das finanças públicas que argumentam a partir da similaridade entre a dívida pública nacional e a dívida do setor privado, seja ela de indivíduos, famílias ou empresas.²⁸ O raciocínio básico é de que o governo, ao optar por financiar um gasto através da emissão de títulos, estaria agindo da mesma forma que uma família ou empresa que resolve financiar uma parte de seus gastos através do recurso ao endividamento. Ou seja, tratar-se-ia de uma antecipação de uso de recursos reais e, mais tarde, em algum ponto no futuro, esta antecipação teria que ser compensada por uma

²⁵ Apesar de chamar esta concepção de "teoria clássica", Buchanan (1958, capítulo 8) reconhece que entre os economistas clássicos ingleses não chegou a existir uma "teoria" sobre a dívida pública. Ricardo, por exemplo, negou a possibilidade de transferência intergerações do ônus da dívida, embora condenasse o endividamento público por considerar que todo gasto público era improdutivo. Ele atribui a sistematização dessa teoria aos trabalhos de Adams, H. C. *Public debts*. New York: 1893; Bastable, C.F. *Public finance*. London: 1895 e Leroy-Beaulieu, Paul. *Traité de la science des finances*. Paris: 1906.

²⁶ "O que pode ser considerado prudente na conduta de cada família dificilmente pode ser considerado extravagância na conduta de um grande reino". Adam Smith, citado em Buchanan & Wagner, 1977, p. 3.

²⁷ Eisner (1986) e Cavanaugh (1996) descrevem aspectos desse debate para os EUA nos anos 1980-90.

²⁸ Ver por exemplo Silva, M.C. (1976) e Silva, M.F.G. (1998).

renúncia ao consumo ou investimento que possibilitasse o pagamento da dívida. A dívida pública teria efeitos similares ao adiar a imposição imediata de maiores impostos para pagar por gastos atuais e que, em um momento seguinte, estes impostos teriam que ser aumentados para viabilizar o pagamento dessa dívida.

O argumento conduz diretamente ao segundo aspecto destacado na chamada teoria clássica da dívida pública. A emissão de dívida pública seria uma forma dos atuais contribuintes transferirem uma parte dos custos de ações atuais do governo para gerações futuras:

“The dominant principle (one that was expressed clearly by Adam Smith and incorporated into the theory of economic policy) was that resort to debt finance by government provided evidence of public profligacy, and, furthermore, a form of profligacy that imposed fiscal burdens on subsequent taxpayers. Put starkly, debt finance enabled people living currently to enrich themselves at the expense of people living in the future” (BUCHANAN & WAGNER, 1977, p. 11).²⁹

Na medida em que a dívida é feita para pagar por bens ou serviços fornecidos pelo governo, bens estes que serão usufruídos pelos atuais contribuintes, e que esta dívida teria que ser paga no futuro, pelo menos em parte, pelos contribuintes de uma próxima geração, haveria aqui um nítido problema de equidade entre as gerações. Uma variante dessa posição advoga que somente se justificariam as emissões de dívida quando os benefícios do gasto a ser financiado forem usufruídos e pagos “proporcionalmente” pelas gerações.³⁰

As interpretações e conclusões podem diferir dependendo dos pressupostos assumidos nos diferentes modelos. Restringindo-se apenas ao endividamento público nacional e onde os credores são apenas residentes no país, uma série de suposições pode

²⁹ Trad: “O princípio dominante (que foi expresso claramente por Adam Smith e incorporado à teoria econômica) era que o recurso ao endividamento pelo governo fornece evidência de irresponsabilidade pública e, além disso, uma forma de irresponsabilidade que impunha ônus fiscal aos futuros contribuintes. Sem rodeios, o endividamento permite que as pessoas que vivem atualmente enriqueçam à custa das pessoas que viverão no futuro”.

³⁰ Descrições dessa posição podem ser encontradas em Musgrave & Musgrave (1980), Rezende (1983) e Rosen (1995).

ser feita, cada uma levando a diferentes conclusões. Uma geração pode ser definida como o conjunto de pessoas vivendo em um determinado momento ou como um conjunto de pessoas que nasceu mais ou menos no mesmo período, com diferentes gerações coexistindo simultaneamente. Pode-se supor que as futuras gerações serão mais ou menos ricas que as atuais. Pode-se ou não levar em conta a existência do direito de herança e considerar diferentes formas de solidariedade entre gerações.³¹ A dívida pública pode afetar de diferentes maneiras o crescimento econômico e a distribuição de renda inclusive entre gerações.

Uma das decorrências práticas dessa interpretação que advoga a divisão proporcional da incidência da dívida entre as gerações tem sido as tentativas de se adotar, de forma mais ou menos generalizada, a separação nos orçamentos públicos entre os gastos correntes e as despesas de capital. De acordo com a abordagem que postula a existência de uma transferência intergeracional da dívida pública, seria justificável o uso do endividamento público para financiar projetos de longa maturação, que produzam efeito ao longo de períodos que se estendem além de uma geração. Também decorrente dessa interpretação tem sido as tentativas de se adotar os chamados “*sinking funds*”, ou fundos voltados exclusivamente ao abatimento de dívida pública. Esta seria uma forma de assegurar que projetos financiados com emissão de dívida pública possam ser integralmente pagos ao longo de sua vida útil, evitando-se a transferência do ônus da dívida decorrente desses projetos a gerações futuras que não usufruíram dos benefícios porventura gerados pelo projeto.

As críticas à interpretação da carga intergerações da dívida pública possuem dois veios ou aspectos principais: o problema da distinção entre recursos financeiros e recursos

³¹ Uma das limitações do modelo de incidência da dívida que trabalha com gerações superpostas (ROSEN, 1995; MUSGRAVE & MUSGRAVE, 1980) é que este não prevê a solidariedade entre gerações nem a transferência de propriedade através da herança.

reais e a existência, no caso da dívida pública como de qualquer outra dívida, de uma contrapartida ao passivo constituído pela dívida.

Se para um indivíduo um empréstimo resulta na possibilidade de antecipar o uso de recursos reais, por exemplo através da compra de uma casa ou de um automóvel, isto significaria que alguém deixou de usar esse recurso e que, no futuro, o indivíduo ou a família será obrigado a cortar seus gastos para pagar a dívida. No caso do país como um todo esta possibilidade não existe, pois o gasto público não tem como antecipar o uso de recursos que ainda não existem:

"The key source of confusion lies in a failure to distinguish between cash and real resources. To an individual, this distinction matters little. When he spends borrowed cash, he raises his claim on resources today; when he repays it tomorrow, he will have to cut his demand on resources back again. The effect is as if he is 'borrowing' not just cash but real resources from the future" (THE ECONOMIST, 1996, p.68).³²

Esta discussão retoma também os argumentos da distinção entre a dívida do setor privado e a dívida pública.³³ A afirmação de que a dívida se constituiria em carga sobre as gerações futuras deixa de considerar uma diferença fundamental entre a análise econômica de um indivíduo, família ou empresa, por um lado, e a análise agregada da economia de um país, por outro.

Uma unidade privada como as citadas acima em geral assume uma dívida com outras unidades econômicas. Se um indivíduo assume uma dívida com uma instituição financeira ou com outro indivíduo, a ser paga em um horizonte temporal superior a sua própria vida, legitimamente se poderá falar em uma transferência intergeração dessa sua dívida. Seus herdeiros deverão pagar essa dívida, independentemente do fato de como essa

³² Trad: "A principal origem da confusão está na incapacidade de distinguir entre moeda e recursos reais. Para um indivíduo, esta distinção não importa muito. Quando ele gasta dinheiro emprestado, aumenta seu uso de recursos naquele momento. Quando ele paga o empréstimo, deve cortar sua demanda por recursos. O efeito é como se ele estivesse tomando emprestado do futuro não apenas dinheiro, mas recursos reais."

³³ Um caso especial seria a dívida externa, ou detida por não residentes, mas na maioria dos países desenvolvidos e mais recentemente no Brasil esta parcela responde por uma parte relativamente pequena do total da dívida (ver tabela 3.1).

dívida foi usada, se para consumo ou investimento. Ainda assim, seria legítimo questionar se há ou não um problema de equidade na transferência da dívida. Por exemplo, se a dívida foi usada para investir em ativos ou mesmo em formas de consumo que resultaram em melhores condições de vida para a geração que vai ser obrigada a pagar a dívida.

No caso da análise de um país como um todo, o problema se apresenta de forma bastante distinta. Consideremos o caso típico em que a dívida pública é detida de forma amplamente majoritária por residentes no país. Independentemente da destinação dada aos recursos oriundos de emissão de dívida, não parece possível falar em carga da dívida sendo diretamente transferida para gerações futuras. Isto porque a dívida é, ao mesmo tempo, um passivo para quem a emite e um ativo para aqueles que compram os títulos públicos ou quaisquer outros instrumentos de dívida (CAVANAUGH, 1996, p. 18; DORNBUSH & FISCHER, 1991, p.716-717). Assim, deveria ser claro que a mesma geração que vive durante o período de emissão da dívida (responsável pelo passivo) detém os títulos da dívida (os ativos). Ao contrário de um indivíduo, família ou empresa, que são devedores a outros indivíduos, famílias ou empresas, um governo deve para seus próprios cidadãos.

A analogia que poderia ser feita é com o indivíduo que possui uma dívida com alguém de sua própria família ou uma empresa que é devedora de outra empresa do mesmo grupo empresarial. Essas dívidas não aumentam nem diminuem a riqueza da família ou do grupo de empresas. E, no caso da dívida pública, os cidadãos vão herdar tanto as obrigações da dívida quanto os direitos de recebê-la. Cavanaugh retorna ao velho argumento, já criticado por Adam Smith, de que a dívida interna de um país é uma dívida dos cidadãos desse país uns com os outros:

“Whatever the size of the federal debt in 2046, the people alive at that time will not owe it to us or to the World War II generation. They will owe it to one another. They will inherit both the treasury security assets and the public debt payment liabilities” (Cavanaugh,

1996, p. 27).³⁴

Ou seja, não há transferência direta da carga da dívida pública entre as gerações, pelo menos não especificamente. O que pode ocorrer é a transferência entre gerações dos efeitos positivos ou negativos de ações fiscais dos governos, independentemente dessas ações terem sido financiadas através de tributação ou endividamento.

Há ainda uma outra vertente teórica que nega a possibilidade da transferência da incidência da dívida para futuras gerações, em geral referida como equivalência ricardiana ou "hipótese da equivalência Ricardo-Barro".³⁵ O argumento central é de que o financiamento através de endividamento funciona apenas como adiamento da imposição de tributos e o público percebe que terá que pagar mais impostos no futuro. Assim, antecipa uma situação futura, diminui seu consumo e aumenta sua poupança no mesmo montante dos gastos financiados através de dívida pública. Ou, dito de outra forma, os títulos públicos emitidos pelo governo não são percebidos pelas pessoas como aumento de sua riqueza e não aumentam a demanda, pois os indivíduos sabem que o déficit de hoje terá que ser compensado no futuro por um superávit para que a dívida seja paga. Portanto, impostos menores hoje significarão impostos maiores amanhã e a geração atual, atuando racionalmente, antecipará esse movimento e arcará com toda a carga da dívida.

Ao considerar que o financiamento através de impostos ou de endividamento produzem no essencial os mesmos efeitos, a chamada "equivalência Ricardiana" contrapõe-se especialmente à visão keynesiana de que o endividamento público para financiar um déficit fiscal seria um instrumento poderoso para produzir uma mudança em direção ao aumento da demanda agregada durante períodos de recessão (BUCHANAN &

³⁴ "Qualquer que seja o tamanho da dívida federal em 2046, as pessoas vivendo naquele período não deverão para nós ou para a geração da II Guerra Mundial. Eles deverão uns para os outros. Eles vão herdar tanto os ativos (títulos públicos) quanto as obrigações de pagamento da dívida" (CAVANAUGH, 1996, p. 27).

³⁵ David Ricardo (citado por Buchanan, 1958, p. 44) é o autor original da proposição, em seu *Principles of political economy and taxation*. Barro (1974) é o artigo que originou a moderna retomada da proposição. Para uma visão crítica da posição de Ricardo, ver Buchanan (1958). Do artigo de Barro, ver Buchanan (1976).

WAGNER, 1997, p.137).

Uma outra variante dessas vertentes pode ser encontrada na descrição feita por Silva, M.C. (1976, p.12-13) e denominada "tese de Ricardo-Pigou". Diferentemente da tese de Barro, inclui a hipótese de que o público possa considerar os títulos públicos como parte de sua riqueza e, dessa forma, reduzir menos seu consumo e aumentar menos sua poupança se comparado com o financiamento público através do aumento imediato de impostos. Ao não antecipar completamente os impostos futuros, a geração atual não diminuirá seu consumo no mesmo montante, diminuirá seus investimentos e, conseqüentemente, o estoque de capital a ser transferido para a geração futura. Ou seja, o endividamento pode provocar a transferência da dívida entre as gerações, mas unicamente na forma de estoque de capital. A diferença fundamental depende da resposta do público ao efeito riqueza quando os recursos são transferidos do setor privado para o setor público.

A inexistência de transferência entre gerações não nega que possa ocorrer algum tipo de ônus para as gerações futuras provocadas pelas ações atuais do governo. Apenas significa que essa carga, se existir, independe da forma como são financiadas essas ações.

Um gasto atual do governo financiado através da cobrança de impostos pode representar uma carga para as gerações futuras se representar um uso não eficiente dos recursos da sociedade. Por exemplo, se o governo cobra impostos para pagar por obras que visam a atender interesses clientelistas de sua base política, as atuais e futuras gerações serão penalizadas. Entretanto, se o governo se endivida para financiar despesas correntes (como despesas com pessoal na área de saúde) ou de capital (como a construção de uma nova escola) de forma eficiente, tanto a atual como as futuras gerações serão beneficiadas com os gastos.³⁶ Dependendo do tipo de gasto, a geração seguinte pode até mesmo vir a obter mais benefícios que a geração atual.

³⁶ Ver por exemplo Eisner (1986, p.7-8).

Em síntese, a noção de transferência intergeracional da carga da dívida pública, ao apoiar-se na falsa analogia entre o governo e um indivíduo, unidade familiar ou empresa, ignora as especificidades da análise agregada que é necessária no caso da dívida pública. Apenas no caso especial de endividamento público externo poderíamos utilizar tal noção, embora ainda assim seja necessário especificar a natureza do gasto público realizado, sua utilidade para a sociedade como um todo e as fontes alternativas de recursos disponíveis no momento em que se optou pelo endividamento.

Durante a II Guerra Mundial, por exemplo, a Inglaterra contraiu uma grande dívida externa, em especial com os Estados Unidos. Seria razoável dizer que a Inglaterra deveria ter elevado seus impostos no montante suficiente para financiar os gastos de guerra? Ou dizer que a geração de ingleses que nasceu após a guerra herdou uma “carga” em forma de uma elevada dívida pública? Ou seria mais correto dizer que a geração de ingleses que nasceu após a II Guerra herdou, isto sim, os benefícios advindos da vitória aliada na Guerra?

Há também autores que argumentam que seria justificável o endividamento público apenas no caso em que os projetos a serem financiados possuem longa maturação e/ou acrescentam capital físico ao estoque existente. Além disso, a emissão de dívida deveria ser acompanhada pelo estabelecimento de um fundo específico para a amortização da mesma ao longo da vida útil do projeto, os chamados *sinking funds*. Estas seriam condições para que não ocorresse a transferência da carga da dívida entre gerações. As gerações de contribuintes pagariam pelo projeto de acordo com o tempo de sua vida contemporânea ao projeto financiado.

Também aqui são questionáveis os argumentos. Um aumento dos gastos públicos com pessoal na área de saúde, financiado por endividamento público em títulos a serem pagos em 30 anos, provocará transferência da carga da dívida para as próximas gerações?

Não, se for uma necessidade real e for feito de forma eficiente. As futuras gerações poderão se beneficiar desse gasto feito hoje, inclusive na forma de aumento do estoque de capital disponível para elas e na medida em que trabalhadores mais saudáveis serão mais produtivos e poderão desfrutar de melhores condições de vida. Além disso, as gerações futuras herdarão tanto o passivo (a dívida e/ou os juros a serem pagos com impostos) quanto os ativos (os títulos públicos e/ou os juros a serem recebidos).

Finalmente, pode-se discutir a questão a incidência do ônus da dívida do ponto de vista de sua distribuição entre diferentes setores da sociedade, independentemente do problema geracional.

Esta análise depende no fundamental da distribuição de renda da sociedade, que determina quais setores deterão títulos públicos; da estrutura tributária, que determina quais setores da sociedade arcarão com os impostos a serem utilizados para pagar os juros da dívida e/ou para amortizar o principal; e da estrutura de gastos do Estado, que influencia na definição de quais setores serão prejudicados com possíveis cortes de gastos necessários para cobrir os custos da dívida.

No caso que consideramos, em que a dívida é detida por residentes e os impostos também são pagos por residentes, poderá haver alterações na distribuição de renda do país dependendo de se os gastos públicos são financiados através de endividamento ou da cobrança de impostos.

Na maioria das sociedades os detentores de títulos públicos são os setores mais ricos da população, que consomem uma proporção menor de sua renda, e o pagamento de tributos é distribuído de forma muitas vezes regressiva, com os setores mais pobres pagando impostos indiretos sobre uma proporção maior de sua renda do que os setores mais ricos.³⁷ Nesse caso, o endividamento público poderá provocar um ônus maior para os

³⁷ Para uma discussão da estrutura tributária brasileira e sua incidência nos diferentes estratos sociais, ver Batista Jr., Paulo Nogueira. *Estado e empresários: aspectos da questão tributária*. 1995. Mimeo.

contribuintes e um ganho para os detentores de riqueza. O mesmo poderá acontecer no caso de cortes de gastos não financeiros para cobrir os serviços ou amortizar a dívida. Caso os setores prejudicados por esses cortes de gastos sejam diferentes dos setores beneficiados pela transferência de recursos, o que aliás é bastante provável, haverá alterações da distribuição de renda na sociedade devido à opção de endividamento.

Ou seja, apenas no caso (pouco provável) em que haja coincidência entre os setores que possuem títulos públicos, os que pagam impostos e os que recebem os benefícios dos gastos não haveria transferência entre classes sociais do ônus da dívida pública. Há uma possibilidade real, portanto, de que o endividamento público faça com que a renda seja transferida dos setores mais pobres da população para os mais ricos, através da cobrança de impostos, pagamento de juros e/ou do principal e dos efeitos de cortes de gastos.

2.2 - O déficit, a inflação e o Plano Real

Com frequência a relação de causalidade entre déficit público e inflação aparece no debate econômico mais superficial como afirmação que dispensa comprovação. Na realidade, porém, esta relação é motivo de polêmicas e controvérsias que atravessam décadas.

Para Paul Singer, por exemplo, a relação entre déficit e inflação parece merecer uma formulação muito mais cuidadosa: *“Na realidade, a tese científica é que, se um déficit fiscal for coberto por emissão de moeda superior ao crescimento da demanda pela mesma, então é possível que haja inflação. Possível, mas não certo, pois a ampliação da demanda, causada pela emissão excessiva, pode também ser satisfeita por um aumento da oferta de bens e serviços”* (SINGER, 1996).³⁸

Uma posição semelhante pode ser encontrada em Boskin, quando este afirma que o déficit público será inflacionário apenas quando ocorrer por muitos anos seguidos em uma

³⁸ Singer complementa: “Em outras palavras, déficit é causa de inflação apenas em condições muito bem definidas, que em geral não se verificam no Brasil há muito tempo”.

situação de pleno emprego.³⁹

Os efeitos inflacionários do déficit e da acumulação de dívida pública foi dos assuntos mais debatidos no Brasil durante o período da inflação elevada. Inicialmente contrapunham-se dois grupos antagônicos na identificação das causas da inflação. É o período da polêmica entre ortodoxos e heterodoxos. Os primeiros assumem uma relação direta e imediata entre déficit e inflação, partindo do diagnóstico de um excesso de demanda. A expansão da base monetária simplesmente sancionaria o aumento do déficit público, produzindo inflação. O segundo grupo nega essa relação e atribui a inflação crônica dos anos 80 sobretudo aos mecanismos “inerciais” reproduzidos através do processo de indexação. A base monetária sanciona o crescimento dos preços na economia.⁴⁰

Assim, os primeiros advogavam o controle do déficit público e uma política monetária restritiva para conter os aumentos de preços, enquanto os segundos apostavam em mecanismos que rompessem a automaticidade dos reajustes de preços, através de medidas de choque - como os congelamentos de preços e salários - ou através das políticas de renda - a busca de coordenação social e negociação que paulatinamente fizessem diminuir a alta de preços. Também se encontravam entre suas prescrições de política econômica para a estabilização monetária a redução das taxas reais de juros, como forma de estimular os investimentos necessários para a manutenção dos superávits comerciais sem a necessidade de manutenção de uma taxa de câmbio muito depreciada, que provocaria inflação (MESSEMBERG, 1997, p.422-23).

Embora esse debate tenha sido importante nos anos 80, as experiências fracassadas dos choques heterodoxos, sobretudo do Plano Cruzado, produziu quase um consenso entre

³⁹ (BOSKIN, 1988, p. 80): “Ultimately, at full employment, large deficits, net of the interest component (the so-called primary deficit) run continuously for a very long period **must be inflationary**” (grifo no original).

⁴⁰ Messemberg (1997) reconstrói detalhadamente o debate, onde nos baseamos para a descrição apresentada. Deixamos, entretanto, de entrar no mérito das avaliações do autor.

os economistas do *mainstream* no período de implantação do real. Pelo menos um consenso retórico. O antigo discurso heterodoxo praticamente desaparece como alternativa.

Entre os principais formuladores do real, alguns dos quais defensores da chamada heterodoxia dos anos 80 (entre outros, Edmar Bacha, Francisco Lopes, André Lara Resende, Pêrsio Arida), passou a ser lugar comum o diagnóstico de que a principal causa da inflação é o desequilíbrio fiscal. A afirmação de alguns, de que o ajuste fiscal seria condição prévia necessária ao sucesso da estabilização, compara-se à mais cuidadosa posição de outros de que somente a médio prazo há uma condicionalidade entre ajuste ou equilíbrio fiscal e baixas taxas de inflação.

O que é unânime é a rejeição à heterodoxia dos 80 e a adesão aos cânones da ortodoxia. Bacha⁴¹ afirma: *“O monetarismo nos ensinou a necessidade de zerar o déficit operacional, para controlar a expansão monetária e domar as expectativas inflacionárias”*. Francisco Lopes vai na mesma direção: *“... a redução do déficit público a uma dimensão consistente com as possibilidades efetivas de financiamento não monetário é ingrediente chave para um programa de estabilização de sucesso”*. Lara Resende (1989, p. 17) apresenta a mesma posição de forma mais elaborada:

“Detalhes técnicos à parte, a estrutura básica de um programa de estabilização de processos inflacionários crônicos avançados tem hoje quase consenso conceitual. Sucintamente, a receita é adequar o desequilíbrio orçamentário do setor público à capacidade de financiamento não-inflacionário que, ao menos do ponto de vista das fontes domésticas, se reduz a zero”.

Esta mudança de posição de alguns dos formuladores do real sobre o papel do déficit público como causa da inflação estende-se também para a orientação da política monetária em um processo de estabilização. Pêrsio Arida explicita uma posição antagônica à defendida antes por Lara Resende e por ele próprio: *“Monetary policy through higher interest*

⁴¹ Bacha e Lopes citados em Messemberg (1997, p.430-31 e nota 17).

rates tends to be the preferred policy compensation in the short run".⁴² [A compensação aqui se refere ao possível desequilíbrio externo que acompanharia a estabilização].

Messemerberg (1997, p. 448), resume assim a trajetória dos principais formuladores do Real: *"O inercialismo fecha um ciclo, assim, que se inicia com a crítica veemente das políticas de austeridade, baseada em um diagnóstico da inflação derivado do estruturalismo (Bresser Pereira, 1986), e termina com a defesa incondicional destas"*.

Uma interpretação mais radical da relação direta entre déficit público e inflação pode ser encontrada em Franco (1995, p. 87):

"O passo realmente decisivo para a estabilização é o de transformar a moeda nova na moeda nacional, ou seja, quando uma conexão se estabelece entre a nova moeda e as finanças públicas. Nesse momento a moeda velha deixa de existir e a qualidade da moeda nova passa a depender da qualidade da gestão das contas públicas. Se não houve uma modificação qualitativa nesse terreno, i. e., se não houve uma mudança de regime, a nova moeda em nada será diferente da velha, e o esforço terá sido em vão".

E em outra passagem:

"Claramente, se não houver ajuste fiscal simultâneo à estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante" (FRANCO, 1995, p. 232).

Defesa semelhante pode ser encontrada em alguns dos principais documentos oficiais que instituíram, justificaram ou avaliaram o plano de estabilização. O Programa de Ação Imediata, que representa o primeiro passo da política de estabilização em direção ao Plano Real, é explícito e enfático (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1993, p. 1-2):

"A economia brasileira está sadia, mas o governo está enfermo. O diagnóstico sobre a causa fundamental da doença inflacionária já foi feito. É a desordem financeira e administrativa do setor público, com seus múltiplos sintomas..."

E logo em seguida:

"Se o governo não consegue praticar uma política fiscal voltada para o futuro, o Banco Central, por seu lado, se vê impossibilitado de praticar uma política monetária ativa. A

⁴² Idem, p.442.

prescrição essencial do tratamento também é conhecida. O governo precisa arrumar sua própria casa e pôr as contas em ordem”.

E reafirma:

“A superinflação só será definitivamente afastada do horizonte quando o governo acertar a desordem de suas contas, tanto na esfera da União como dos Estados e Municípios”.

O então Ministro da Fazenda (CARDOSO, 1993) afirma repetidas vezes a mesma idéia:

“...É também testemunha da tenacidade com que este Governo tem perseguido o equilíbrio fiscal como meta prioritária, consciente de que a desordem financeira e administrativa do Estado é a principal causa da inflação crônica que impede a sustentação do crescimento, perpetua as desigualdades e mina a confiança nas instituições”(item 2).

E mais adiante:

“A reorganização fiscal do Estado é a pedra fundamental do processo de estabilização, ainda que este requeira medidas adicionais para quebrar a ‘inércia inflacionária’ decorrente da indexação e, por fim, chegar ao estabelecimento de um novo padrão monetário estável” (item 13, **negrito no original**).

E uma vez mais:

“Tenho dito sem cansar, correndo o risco de, por repeti-lo muitas vezes, perder a atenção dos que me ouvem: sem o ajuste fiscal e a reorganização definitiva das contas públicas, qualquer esforço de combate à inflação terá curta duração e estará fadado ao fracasso” (item 109, **negrito no original**).

A Exposição de Motivos (EM) que acompanhou outro documento fundamental para a institucionalização do Plano Real, a Medida Provisória 434/94 (CARDOSO et al., 1994) que, entre outras medidas, instituiu a URV, pode também ser encontrada a defesa da mesma concepção da relação entre déficit público e inflação: *“A solução duradoura da crise fiscal é o alicerce insubstituível de qualquer política consistente de estabilização e retomada do crescimento da economia brasileira”* (item 6).

No item 3 da EM que acompanhou a publicação da Medida Provisória nº 542/94,

que instituiu a nova moeda, afirma-se:

"O Programa de Estabilização Econômica ou Plano Real, como também tem sido chamado, foi concebido e vem sendo implementado em três etapas: a) o estabelecimento do equilíbrio das contas do Governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira; ..." (RICUPERO et al., 1994).

Mais adiante, em seu item 8, reafirma-se: *"...o equilíbrio fiscal duradouro é condição fundamental para que a estabilização da economia frutifique em desenvolvimento sustentado a longo prazo"*. E no item 10: *"Neutralizada a principal causa da inflação, que era a desordem das contas públicas, a criação da URV ..."*

A extensiva citação de documentos oficiais e de alguns dos mais proeminentes membros da equipe que conduziu o plano de estabilização parece demonstrar inequivocamente a relação de causalidade entre déficit público e inflação pressuposta na formulação e implementação do Plano Real. Predominou, pelo menos teoricamente (ou retoricamente), a posição descrita, em outro contexto, por Além e Giambiagi (1996, p.13):

"... visão mais extrema da corrente ortodoxa [que] tem defendido a idéia de que as contas fiscais têm que apresentar um déficit nulo ou até mesmo um superávit, como única forma de garantir uma taxa de inflação baixa. Segundo essa interpretação, o déficit público é uma variável independente cujo aumento, financiado por meio de expansão monetária, acaba, mais cedo ou mais tarde, por resultar em mais inflação."

Embora a análise da evolução dos indicadores das contas públicas do período não necessariamente corrobore a retórica apresentada, esta em si mesmo adquire um papel político e econômico, ao atuar sobre as expectativas que os agentes passam a ter no desenvolvimento da política econômica adotada, pois o ponto de vista que prevalece, do déficit público como origem imediata da dinâmica inflacionária, corresponde não apenas à atual ortodoxia do pensamento econômico como também às análises (e interesses) do mercado financeiro, das grandes empresas e de organismos multilaterais como o FMI, o BIRD etc. Da ideologia dominante, para usar um conceito algo fora de moda mas atual para descrever esta realidade.

2.3 - Plano Real e dívida pública

No período de formulação e na primeira fase de implementação do Plano Real, o debate sobre a questão fiscal se concentrou nos problemas de fluxo (déficit), sendo raras e pouco enfáticas as referências a possíveis problemas causados pelo estoque de endividamento público. Isto se deu provavelmente devido ao volume relativamente modesto (e decrescente) de endividamento público herdado do período do Plano Collor⁴³ e a uma avaliação de que o déficit seria controlado em tempo relativamente curto, antes que o estoque da dívida adquirisse uma magnitude preocupante para a política de estabilização.

Uma exceção entre os analistas pode ser encontrada em Velloso:

“O ponto de partida, aqui, é que o plano de estabilização dificilmente se sustentará, se o governo não for capaz de demonstrar à sociedade que tem condições de evitar o crescimento descontrolado da dívida pública de curto prazo. Mais precisamente, na fase inicial, trata-se de demonstrar à sociedade que o governo teria condições de pagar, com recursos não inflacionários (ou seja, basicamente tributos), pelo menos a parcela dos juros reais líquidos da dívida federal ('líquidos' da remuneração dos ativos de propriedade do governo)” (VELLOSO, 1995, p.15).⁴⁴

O Programa de Ação Imediata faz referência ao endividamento dos estados, municípios e bancos estaduais e ao apresentar uma proposta de regulamentar o endividamento dos níveis de governo subnacionais:

“Definição de condições globais para o endividamento público, abrangendo todas as dívidas fundadas e flutuantes. Será exigido como pré-requisito o pleno exercício da competência tributária, vedada a concessão de extra-limites de endividamento e aprimorada a apuração da poupança futura e da capacidade de pagamento (projeto de lei complementar e resolução do Senado)” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1993, p. 09).⁴⁵

Já na EM 395/93 o problema do endividamento público federal aparece

⁴³ Para análises breves, ver Giambiagi (1995 e 1997).

⁴⁴ Apesar de ser uma exceção ao colocar o problema ainda no início da implementação do Real, sua análise não se revelou inteiramente correta: o Plano Real, pelo menos se entendido como a manutenção da estabilidade do nível de preços, se sustentou mesmo com o crescimento da dívida pública.

⁴⁵ Neste documento aparece de forma sumária o endividamento das empresas estatais. (p.13). A questão do endividamento da União é ignorada.

explicitamente, embora ainda de forma pouco destacada. Em primeiro lugar, quando trata das privatizações: *“Além de contribuir para a redução do peso do endividamento atual, a privatização concorre para a estabilização ao estancar a necessidade de aportes do Tesouro em atividades que podem ser exercidas pelo setor privado”* (CARDOSO, 1993, Fl. 16, item 93).

Em seguida, quando trata da URV como indexador de títulos da dívida pública: *“... A credibilidade da URV e a percepção de sua superioridade como unidade de valor real estável deverão contribuir para a redução dos juros e do custo de financiamento da dívida, cujos níveis elevados hoje decorrem do estado de desordem das contas públicas”* (Op. cit. Fl. 21, item 128).

A Medida Provisória (MP) 542/94 (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 1994) incluiu um capítulo intitulado “Da amortização da Dívida Mobiliária Federal”, mas o mesmo parece não ter produzido conseqüências perceptíveis. A EM 205/94 (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 1994), que acompanhou a referida MP justificava assim a proposta de um fundo para amortizar a Dívida Pública Mobiliária Federal:

“O Fundo aqui previsto deverá facilitar a rolagem e reduzir o ônus da dívida interna sobre o Tesouro. Esse resultado obter-se-á tanto pela liquidação de parte significativa desta dívida, como da conseqüente ampliação dos prazos e redução dos juros da dívida remanescente. É desnecessário ressaltar a importância dessa medida para assegurar o equilíbrio das contas públicas e eliminar o caráter de quase-moeda de que é hoje dotada a dívida mobiliária do governo” (item 86).

O *Balço do Real - 12 meses* (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1995) não toca no problema do endividamento público. O tema da sustentabilidade do crescimento da dívida pública reaparece apenas quando começa a se tornar claro que a estabilização monetária alcançada com o real produzia um crescente desequilíbrio no setor externo da economia e, também, uma elevação relativamente rápida tanto do estoque da DPMF quanto do seu custo, seja em termos absolutos seja, ainda que em um período de crescimento econômico, de seu peso como proporção do PIB.

O documento *Plano Real - 26º Mês* apresenta uma primeira avaliação da evolução

da dívida do setor público, relacionando-a com a política de estabilização: “O endividamento do setor público como proporção do PIB é relativamente reduzido e plenamente compatível com a dimensão da economia brasileira”. E logo em seguida reafirma: “a dívida líquida do setor público em relação ao PIB é baixa quando confrontada com os valores de outros países” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1996, p.18 e 19).

A preocupação com a dívida pública aparece de forma bastante secundária nas análises dos efeitos da política de estabilização. Um dos principais porta-vozes da equipe econômica, em ensaio que pretende discutir os fundamentos da reforma monetária, refere-se explicitamente apenas uma vez ao problema do volume de endividamento, em contraste com as freqüentes referências à necessidade do ajuste fiscal, enfocado como problema de fluxo. E, quando se refere à dívida pública, o faz para associar o crescimento da dívida interna com a política de esterilização do acúmulo de reservas internacionais anterior ao lançamento do Real e, segundo ele, interrompida pela nova política econômica (FRANCO, 1995, p.61 e 62).⁴⁶

A concepção predominante na formulação e implementação do Plano Real atribuiu a elevação do déficit e da dívida pública a uma fase transitória do processo de estabilização, que seria superada com um ajuste fiscal de longo prazo que consolidaria a própria estabilidade e permitiria a retomada do crescimento econômico em bases sólidas. Esta fase transitória seria viabilizada pela disponibilidade de recursos no mercado internacional de capitais e pela privatização de empresas estatais. As reformas constitucionais (da ordem econômica, da previdência e administrativa) seriam as principais medidas que viabilizariam a passagem a um novo regime fiscal, com equilíbrio das contas

⁴⁶ Este trecho do trabalho de Franco é bastante ilustrativo, especialmente quando se refere aos custos que advêm dessa política. Pode-se comparar, por exemplo, com a afirmação de um documento oficial de balanço do Plano Real, de setembro de 1996: “Há que se destacar três pontos referentes ao resultado do comportamento da dívida interna nos últimos meses: (i) o crescimento do estoque da dívida pública federal em mercado é resultado, principalmente, do acúmulo de reservas e não de um grave desequilíbrio fiscal; (ii) o custo de acumulação de reservas está decrescendo em decorrência do aumento de sua remuneração e da queda das taxas de juros interna; e (iii) a Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB é baixa quando

públicas (ou até mesmo superávit primário), que por sua vez permitiria a queda da taxa de juros e, a médio prazo, a diminuição do estoque da dívida pública e de seu percentual em relação ao PIB.⁴⁷

Alguns dos documentos oficiais que analisaram a evolução do Plano Real reproduzem esses argumentos, embora nem sempre de forma explícita. No balanço apresentado pelo Ministério da Fazenda quando se completaram 12 meses de entrada em circulação da nova moeda, pode se ler:

"O Plano Real abriu caminho para a estabilização, mas esta só estará garantida com as mudanças propostas no processo de Reforma da Constituição, já iniciado pelo Congresso Nacional. Elas apontam para a necessidade de fortalecer o orçamento com o objetivo de recuperar as funções prioritárias de governo; para a reestruturação da Previdência Social e para a abertura da economia ao capital privado, tanto nacional como estrangeiro, em áreas de atuação hoje ocupadas ineficientemente pelo setor público" (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1995).

Em setembro de 1996, outro balanço oficial afirmava:

"O Plano Real abriu caminho para a estabilidade. Essa, no entanto, só se consolidará se formos capazes de reduzir de forma significativa e continuada o expressivo desequilíbrio fiscal do setor público como um todo" (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1996, p. 19).

E mais adiante anuncia os objetivos da agenda econômica do governo:

"A consolidação definitiva da estabilização, a modernização do setor público, a implementação do programa de privatizações, a participação do setor privado em investimentos em infra-estrutura, a diminuição da dívida pública interna, a desburocratização, a desregulamentação ..." (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1996, p. 25).

Assim, é possível constatar, a partir da análise de alguns dos principais documentos oficiais que instituíram e avaliaram o Plano Real em seus dois primeiros anos, que não foi dado qualquer destaque a um possível problema de sustentabilidade do Plano devido ao acúmulo de um elevado estoque de dívida pública.

confrontada com os valores de outros países" (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1996, p.19).

⁴⁷ Ver, entre outros, Além & Giambiagi (1996), Bacha (1996) e Andima (1998).

Esta perspectiva mudaria progressivamente a partir do início de 1996 e, principalmente, a partir de 1997. Após o final de 1995, com a constatação de uma elevação de 3,7% do PIB na dívida líquida do setor público entre dezembro de 1994 e dezembro de 1995, bem como da elevação ainda maior da parcela mais onerosa, representada por dívida mobiliária, o tema começa a aparecer como um dos “efeitos colaterais” indesejados advindos da política de estabilização (BACHA, 1996, p.6). Por outro lado, a oscilação das taxas de crescimento do produto que caracterizou a economia brasileira neste período e o agravamento dos desequilíbrios na balança comercial e nas transações correntes tornaram-se evidências cada vez mais fortes das dificuldades de manutenção da estratégia de estabilização adotada.

2.4 - Medidas e conceitos do déficit

Para o nosso objetivo nesse trabalho, privilegiaremos os conceitos de déficit público que mais se aproximem da noção de “déficit real” ou déficit ajustado pela inflação (EISNER, 1986)⁴⁸, por serem aqueles que mais se aproximam da variação real da dívida do setor público. Os conceitos nominais de déficit, embora possam ter sua importância na discussão da relação entre expansão monetária e nível de preços, não serão analisados.⁴⁹

O déficit público em seu conceito primário pode ser descrito simplesmente como a diferença entre as despesas e receitas não financeiras. Exclui, portanto, a correção monetária e os juros reais sobre a dívida. Para o propósito desse trabalho, sua principal utilidade é permitir a separação da análise dos gastos públicos decorrentes de um estoque

⁴⁸ EISNER (1986), especialmente no capítulo 3, além de advogar o uso de medidas de déficit ajustadas pela inflação, sugere a introdução de conceitos bem mais abrangentes para avaliar a situação das contas públicas de um país. Propõe por exemplo avaliar a variação da riqueza real do governo, incluindo-se aí seus ativos não financeiros, como prédios, terras, equipamentos e mesmo ativos intangíveis como direitos de uso do subsolo etc. Uma avaliação baseada nesses critérios seria particularmente útil para um país como Brasil, que vem realizando um extenso programa de privatização de ativos públicos.

⁴⁹ Para uma análise detalhada dos diversos conceitos de déficit público, ver Ramalho (1997), Eisner (1986), especialmente o capítulo 4, EASTERLY AND SHIMIDT-HEBEL (1992) e BOSKIN (1988).

anterior de endividamento público e das taxas de juros do período analisado daqueles gastos decorrentes de atividades e projetos governamentais correntes.

Na presença de um estoque de dívida contraído em períodos anteriores e considerando-se a base monetária como parte dessa dívida, seu crescimento absoluto dependerá apenas do resultado primário e dos gastos com juros reais.⁵⁰ A evolução de sua proporção em relação ao PIB, além de depender do resultado primário, depende da taxa de crescimento real do produto, da taxa de juros reais e do próprio endividamento anterior.⁵¹

Já o conceito de déficit público operacional diferencia-se do anterior apenas por incluir os gastos com juros reais incidentes sobre a dívida. Aproxima-se da noção de “déficit real” ou ajustado pela inflação preconizada por Eisner (1986), mas não se trata de conceitos idênticos. Enquanto o “déficit ajustado” mostra a variação real da dívida do setor público, incluindo a base monetária, o déficit operacional exclui o efeito inflacionário apenas dos juros, desconsiderando esses efeitos sobre a base monetária.⁵²

Além dos conceitos de déficit nominal, operacional e primário, poderíamos escolher entre uma razoável variedade de conceitos. Frente a esses obstáculos, optamos nesse trabalho por adotar a orientação sugerida por Ramalho (1997, p.140):

“As contas do setor público podem ser abordadas por diversos ângulos e com o fim de atender a diversos objetivos. Como resultado, existe uma multiplicidade de medidas de déficit público que diferem entre si sobretudo por omitir ou incluir certos órgãos do governo e certas contas, inclusive por abranger apenas uma ou mais de uma esfera de administração pública. Portanto, quando se fala de ‘a medida apropriada’ de déficit público e não se especificam condições e finalidades - especificação que equivaleria à admissão implícita de que, em princípio ao menos, outras medidas também podem ser apropriadas - apela-se para uma declaração de efeito retórico e sem fundamento analítico”.⁵³

⁵⁰ Um fator não considerado aqui são os chamados “ajustes patrimoniais”, discutidos na seção 3.4.

⁵¹ De acordo com Ramalho (1997), separar o déficit primário dos gastos com juros reais permite avaliar a evolução da dívida pública no longo prazo, e especialmente localizar os possíveis efeitos da política fiscal e monetária sobre a sustentabilidade da dívida. Ver também Batista Jr. (1989).

⁵² Conforme Ramalho (1997, p.87).

⁵³ Ou, dito de outra maneira: “Estatísticas dependem de conceitos” (RAMALHO, 1997, p. 118).

Assim, ao apresentar diferentes dados e deles tentar retirar conclusões, procurar-se-á manter a transparência necessária para que se possa compreender a partir de quais conceitos se realiza a análise. Não se tentará demonstrar a possível superioridade de um conceito sobre outro, mas sim relacionar cada conceito aos dados que se tem o objetivo de analisar. E, apenas nesse sentido, escolher o conceito mais apropriado para lidar com cada questão que se quer discutir.⁵⁴

2.5 - As medidas da dívida pública

Assim como no caso das medidas do déficit público, há uma miríade de medidas do endividamento do setor público, em geral reportando-se a diferentes itens incluídos ou excluídos do cálculo em questão. E, assim como no caso do déficit, as controvérsias sobre qual o modo mais apropriado de se traduzir o endividamento público são freqüentes e muitas vezes vítimas do mais elementar desconhecimento ou até mesmo de manipulações grosseiras para justificar esta ou aquela medida de política econômica.⁵⁵

Embora no senso comum a dívida pública possa ser entendida como simples operações de crédito visando a cobrir eventuais diferenças entre receitas arrecadadas e excesso de despesas do governo, podem ser encontradas distinções entre vários tipos de endividamento público, cada um deles produzindo diferentes efeitos sobre as finanças do governo e sobre a economia do país como um todo. Algumas das diferenciações mais freqüentes são as que opõem a dívida interna à dívida externa; a dívida fundada à dívida de curto prazo; a dívida contratual à dívida mobiliária, podendo se desdobrar também em

⁵⁴ Uma dificuldade adicional, de outra natureza, são as fontes de dados disponíveis. Coletânea relativamente recente de ensaios, organizada por duas instituições públicas, relata as dificuldades encontradas ao se lidar com as principais fontes de dados sobre a situação fiscal no Brasil: "... as fontes brasileiras padecem de crônica insuficiência de informações sobre metodologia e critérios utilizados em sua formulação. Para boa parte delas, é quase impossível ao analista externo ao órgão do governo que as produz, mesmo tecnicamente habilitado, discernir o significado preciso de diversos e importantes agregados apresentados" (PRADO, 1997, p.18).

⁵⁵ Ver, por exemplo, a polêmica da *Folha de S. Paulo* com o colunista e ex-ministro Mailson da Nóbrega sobre a relevância da Dívida Mobiliária Federal ou da Dívida Líquida do Setor Público como principal indicador do endividamento do país (*Folha de São Paulo*, várias edições, setembro-novembro 1998).

diferenciações conforme se destinem ao financiamento de gastos correntes ou de investimentos, sejam feitas por governos nacionais ou sub-nacionais etc.

Seguindo o mesmo critério adotado em nossa discussão sobre os conceitos de déficit público, adotamos o ponto de vista de que as várias medidas do endividamento público podem se mostrar adequadas ou não dependendo do objetivo a que se propõe a análise.

Como indicador global do endividamento, o conceito de *Dívida Líquida do Setor Público* é o mais abrangente entre as fontes disponíveis, incluindo o conjunto dos passivos consolidados das esferas municipal, estadual e federal e do Banco Central, bem como as empresas estatais. O termo “líquida” significa não apenas a compensação de créditos recíprocos entre instituições públicas, evitando-se a dupla contagem do passivo, mas também o abatimento do montante da dívida bruta de haveres disponíveis ou realizáveis a curto prazo, dos quais o mais representativo tem sido as reservas internacionais e os empréstimos do Banco Central ao setor financeiro.

A principal limitação de um conceito como o descrito acima é que ele, por não explicitar a composição da dívida, não permite avaliar corretamente a dinâmica de seu crescimento nem sua sensibilidade a determinadas mudanças da situação conjuntural ou na política econômica. Para citar um exemplo, as operações no âmbito do Proer não produzem nenhum efeito imediato na dívida líquida do setor público, pois os empréstimos dados às instituições financeiras possuem como contrapartida as garantias oferecidas pelos mesmos. Apenas à medida que sejam contabilizados um diferencial de juros e que as garantias das operações realizadas sejam executadas os custos dos empréstimos passam a ser explicitados na *dívida líquida*. Este é também o caso da acumulação de reservas internacionais, que diminui a dívida líquida externa e aumenta a dívida mobiliária federal quando se esteriliza o impacto monetário da aquisição de moeda estrangeira pelo Banco

Central. O impacto no endividamento líquido ocorre apenas à medida que se apura uma possível diferença entre o custo da DPMF e a remuneração recebida pelo depósito das reservas no exterior (Ver seção 3.2.1).

O reconhecimento tardio (e freqüente) de passivos não contabilizados, como é o caso do Fundo de Compensação de Variações Salariais - FCVS - e da capitalização do Banco do Brasil para fazer frente às renegociações de dívidas com o setor agrícola, pode também provocar “saltos” nesse indicador, tornando-o às vezes menos confiável como indicador global do endividamento.

Para os objetivos desse trabalho, é também importante a análise do comportamento da Dívida Pública Mobiliária Federal em poder do mercado, por ser esta a parcela da dívida que expressa de maneira mais direta a influência das políticas monetária e cambial sobre a evolução da situação financeira global do setor público. Além disso, a análise da evolução da DPMF é fundamental para a avaliação das tendências do custo da dívida como um todo - por ser esta atualmente a maior e a mais onerosa parcela da dívida - e da sua sustentabilidade no tempo, conhecendo-se seus prazos de vencimento e sua sensibilidade às mudanças conjunturais da política econômica.

No período 1994-1998 a parcela mais relevante da dívida pública como um todo foi a dívida interna dos três níveis de governo, em especial do governo central. A tabela abaixo mostra que nesse período o endividamento externo do setor público vem diminuindo consideravelmente, se medido como proporção do PIB ou do endividamento externo total (ver também o gráfico 3.2).⁵⁶

⁵⁶ Embora o endividamento externo do setor privado tenha se elevado rapidamente nos últimos anos, e este tenha grande impacto na definição da política econômica, afetando indiretamente o endividamento público, uma análise desses efeitos estaria além dos objetivos desse trabalho. Esse efeito pode ser percebido, por exemplo, na necessidade de elevação dos juros internos para atrair capitais externos, necessários ao equilíbrio do balanço de pagamentos onerado pelos crescentes envios de juros ao exterior pelo setor privado. Este, aliás, é estimulado a buscar empréstimos externos, beneficiando-se das menores taxas internacionais.

Tabela 2.1 - Participação do setor público no endividamento externo (1993-1998)

	US\$ milhões					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Dívida externa total	145 726	148 295	159 256	179 935	199 998	233 880
Setor público	90 613	87 330	87 455	84 299	76 247	93 983
Setor privado	55 113	60 965	71 801	95 636	123 751	139 897

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - vários números

As inúmeras restrições ao endividamento de estados, municípios e empresas estatais e a imposição de políticas fiscais contracionistas no âmbito federal produziram uma redução das contratações de operações de empréstimo para o conjunto do setor público. São raros os casos de entidades públicas importantes que tiveram grande elevação de seu endividamento tendo em vista projetos de construção de obras públicas ou expansão de serviços.⁵⁷

A dívida líquida de estados e municípios cresceu rapidamente no período inicial do Plano Real, sobretudo devido às altas taxas de juros praticadas em 1994 e 1995. A partir daí, entretanto, começaram os processos de renegociação desses débitos junto ao governo federal e, atualmente, dentre os maiores devedores, resta apenas a prefeitura de São Paulo para ter um acordo de renegociação, já assinado, aprovado pelo Senado Federal.

⁵⁷ Uma exceção é a Prefeitura de São Paulo que aumentou seu endividamento em 80,7% no período 93/96. O endividamento se deu majoritariamente por títulos, usando o artifício dos chamados "Precatórios" (Dados do balanço municipal, deflacionados pelo IPC da Fipe).

3. O Plano Real e a evolução da dívida pública

Neste capítulo trataremos da evolução da dívida do setor público brasileiro entre os anos de 1994 e 1998. Nosso objetivo é mostrar como a combinação de medidas de política econômica adotada visando à estabilização contribuiu para a deterioração dos indicadores de endividamento do setor público, seja quando considerado seu volume (ou estoque) seja quando considerado seu ônus sobre os orçamentos públicos ou seus indexadores e prazos médios de vencimento.

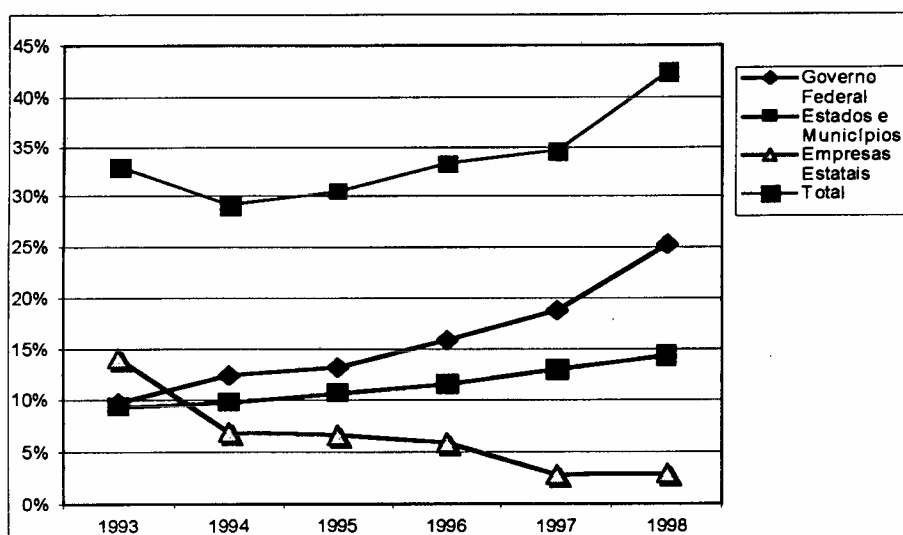
Nossa hipótese é de que o fator determinante para o aumento da dívida foram as taxas de juros reais, mantidas em patamares muito elevados seja quando comparados ao resto do mundo ou mesmo aos níveis históricos do país. Essas altas taxas de juros foram a contrapartida necessária à manutenção da taxa de câmbio como âncora dos preços internos, estratégia que foi bem sucedida em reduzir a inflação mas produziu vulnerabilidade externa, baixas taxas de crescimento da economia, aumento do desemprego e, elemento indiscutível, causou enorme deterioração da situação das contas públicas.

Em dezembro de 1998 a dívida líquida total do setor público atingiu a cifra de 388,43 bilhões de reais, correspondentes a 42,6% do Produto Interno Bruto, uma elevação de 9,6 pontos do PIB em relação aos 33,0% do PIB registrados ao final de 1993.⁵⁸ Os títulos públicos representativos dessa dívida eram em sua maioria de curto prazo, e 90% deles estavam indexados a taxas de juros pós-fixadas ou à variação do dólar.

Ou seja, além do crescimento do estoque da dívida, nos cinco anos entre 1994 e 1998 produziram-se importantes alterações na composição do endividamento público brasileiro. Os dados mostrados pela tabela 3.1 e o gráfico abaixo permitem avaliar algumas das principais mudanças.

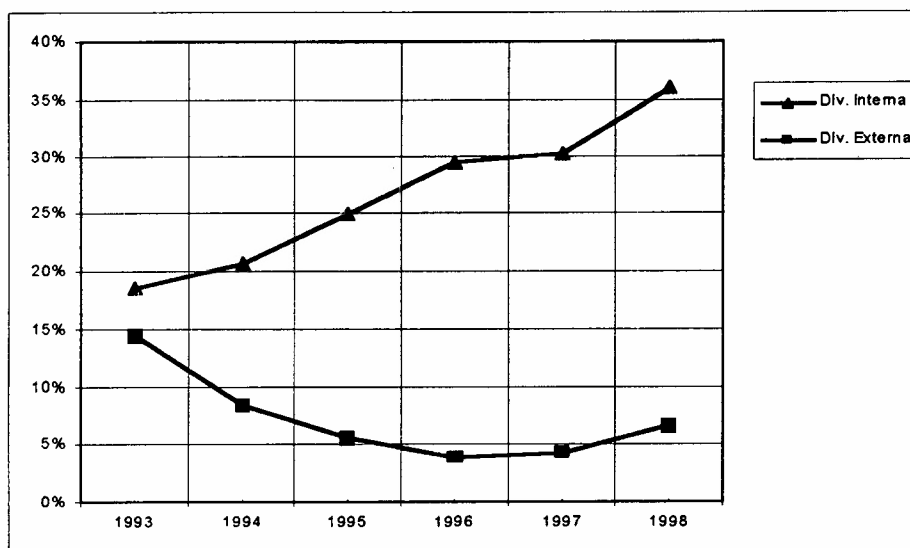
⁵⁸ Dados do Banco Central do Brasil. Ver tabela 3.1.

Gráfico 3.1 - Dívida líquida do governo central, estados e municípios e empresas estatais - % PIB (1993-1998)



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil

Gráfico 3.2 - Dívida líquida interna e externa - % PIB (1993-1998)



O principal responsável pelo aumento do endividamento foi o governo federal, com o endividamento das empresas estatais recuando drasticamente⁵⁹ e com estados e municípios mantendo aproximadamente sua participação no endividamento líquido do setor público consolidado.

⁵⁹ Em grande medida em função das privatizações. Ver seção 3.4.

A participação do governo federal no endividamento saltou de 9,7% do PIB em 1993 para 25,3% em 1998, enquanto as empresas estatais, que responderam pela maior parte do endividamento durante os anos 80 diminuíram sua participação de 14% do produto para 2,9% no mesmo período, e os governos estaduais e municipais passaram de 9,3% para 14,3% do PIB. O passivo externo líquido recuou para os níveis mais baixos dos últimos 20 anos. Depois de atingir um máximo de 33,4% do PIB em 1984, auge da crise da dívida, atingiu 6,6% do PIB no final de 1998, quase 7,9 pontos do produto abaixo do resultado de 1993.

Tabela 3.1 - Dívida Líquida do Setor Público - %PIB

	Total	Governo Federal	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Dívida Interna	Dívida Externa
1982	32,8	8,9	6,0	17,9	14,9	17,9
1983	51,5	19,0	6,5	26,0	18,4	33,1
1984	55,8	21,7	7,0	27,1	22,4	33,4
1985	52,6	18,9	7,1	26,6	21,7	30,9
1986	49,4	20,0	6,6	22,9	20,6	28,8
1987	50,3	20,4	7,9	22,0	19,3	31,0
1988	46,9	19,6	6,7	20,6	21,3	25,6
1989	40,2	19,9	5,9	14,4	21,7	18,5
1990	40,6	15,2	7,8	17,6	17,8	22,8
1991	37,9	12,7	7,2	18,0	13,9	24,0
1992	37,2	12,2	9,2	15,8	18,5	18,7
1993	33,0	9,7	9,3	14,0	18,6	14,5
1994	29,2	12,5	9,7	6,9	20,7	8,4
1995	30,5	13,2	10,6	6,7	24,9	5,6
1996	33,3	15,9	11,5	5,9	29,4	3,9
1997	34,5	18,8	13,0	2,8	30,2	4,3
1998	42,6	25,3	14,3	2,9	36,0	6,6

Fonte: Banco Central do Brasil. Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público. In: www.bcb.gov.br.

As causas deste aumento rápido do endividamento público que acompanhou a implementação da política de estabilização podem ser encontradas em diversos fatores, e neste capítulo buscaremos mostrar como quatro deles contribuíram, positiva ou

⁵⁹ Em grande medida em função das privatizações. Ver seção 3.4.

negativamente, para esta evolução: 1) o déficit primário do setor público; 2) as taxas de juros reais, pagas sobretudo pelo governo federal e pelo Banco Central, visando a defender a política cambial que vigorou no período entre julho de 1994 e dezembro de 1998; 3) o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro - Proer; 4) as privatizações de empresas e serviços públicos.

O agravamento do quadro de endividamento provocado pelos impactos da desvalorização cambial de janeiro de 1999, embora relacione-se com os problemas aqui analisados, estão além do âmbito desse trabalho e não serão discutidos.

3.1 - O déficit primário do setor público

A medida do déficit público em seu conceito primário, ao excluir do déficit nominal os efeitos inflacionários sobre o estoque da dívida e os pagamentos de juros reais, pode atender a um duplo objetivo. Em primeiro lugar, permite a análise de como as ações do governo no passado influenciaram a acumulação de endividamento. Se o governo incorreu em sucessivos déficits primários, a dívida líquida do setor público tende a se elevar como proporção do PIB, a não ser que a diferença entre as taxas de juros reais e as taxas de crescimento do produto seja negativa e suficiente para compensar o déficit.

Em segundo lugar, o déficit primário é também fundamental para avaliar a sustentabilidade do endividamento no tempo, pois este resultado expressa os recursos que o governo gera para pagar os serviços e/ou reduzir o estoque de endividamento. Se a taxa de juros real é dada e superior à taxa de crescimento do produto, o setor público deverá necessariamente produzir um superávit primário para evitar o crescimento da dívida.⁶⁰

As recentes tentativas de se equilibrar as contas do setor público no Brasil têm priorizado o controle do déficit em seu conceito primário. Pelo menos do ponto de vista

retórico, dez entre dez analistas do mercado financeiro e empresários nacionais e internacionais ligam diretamente o problema do ajuste fiscal à redução dos gastos públicos em bens e serviços.⁶¹

A credibilidade da política econômica nos mercados financeiros deveria ser, de acordo com muitas dessas análises, consequência quase que imediata dos resultados primários observados no setor público brasileiro. Mas uma análise dos dados dos últimos cinco anos permite perceber que a expectativa dos mercados se dirige, na verdade, por uma variável decorrente do resultado primário mas que não se confunde com ele.

O déficit primário parece ser olhado pelos mercados financeiros sobretudo como indicador de capacidade de pagamento dos juros da dívida pública. Essa é a razão pela qual os resultados primários observados de 1994 a 1998, apesar de não representarem déficits expressivos, conviveram com expectativas do mercado sobre a sustentabilidade da dívida que passaram por picos e vales muito acentuados, condicionados possivelmente por outras variáveis da política econômica.

Entre 1994 e 1998, o pior resultado primário do setor público foi um déficit de 1,02% do PIB, em 1997, e o superávit máximo foi de 5,1% do PIB em 1994. Uma variação significativa, mas um resultado de conjunto que de forma alguma pode justificar as variações observadas quanto à situação dos fluxos de investimentos internacionais, tomados aqui como aproximação de indicadores da confiança dos investidores do mercado na política econômica.

⁶⁰ Durante a segunda metade dos anos 80 desenvolveu-se um debate sobre a existência ou não de um "caráter financeiro" do déficit público. Para uma posição nesse sentido, ver Mendes (1988). Pereira & Dall'Acqua (1987) discutem os diferentes impactos da política fiscal se o déficit é "real" ou "financeiro". Para uma crítica ao conceito, ver Ramalho (1986).

⁶¹ Como exemplos representativos, ver Além e Giambiagi (1999) e Verillo (1996).

Tabela 3.2 - Déficit primário do setor público (% do PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998
Total	-5,10	-0,27	0,09	1,02	-0,01
Governo Federal e BC	-3,10	-0,52	-0,37	0,33	-0,56
Governos estaduais e municipais	-0,80	0,19	0,54	0,74	0,19
Empresas estatais	-1,20	0,06	-0,08	-0,06	0,35

(-) superávit

Fonte: Boletim e Relatório do Banco Central do Brasil - vários números

A tabela 3.2 mostra que o período de implementação do Plano Real iniciou-se com a obtenção, em 1994, de um superávit primário expressivo, tanto do governo federal quanto dos governos subnacionais e das empresas estatais. O principal elemento que possibilitou esse resultado foi o forte crescimento econômico verificado naquele ano, com uma elevação do PIB de 5,85% e os efeitos da inflação residual sobre despesas públicas desindexadas a partir do mês de julho. Os efeitos combinados da criação do Fundo Social de Emergência, que incluiu a elevação de alguns impostos, e do aumento da arrecadação com o IPMF foram também muito significativos para o governo federal.

Os impactos fiscais de um alto crescimento econômico são conhecidos, atuando tanto sobre as despesas quanto sobre as receitas. Do lado das despesas, um período de crescimento econômico tende a diminuir a pressão sobre uma série de gastos governamentais, que vão do seguro desemprego aos serviços de saúde e educação. Do lado das receitas, aumenta a base de incidência dos tributos, bem como tende a diminuir as taxas de inadimplência entre os contribuintes e entre os beneficiários de operações de crédito oficiais. Efeitos similares podem ser verificados também sobre as empresas estatais, que aumentam suas receitas em uma conjuntura de crescimento econômico.

A criação do Fundo Social de Emergência possibilitou ao governo federal, além da desvinculação de 11,3 bilhões de dólares do orçamento, um aumento de arrecadação de US\$ 2,6 bilhões, através de aumentos das alíquotas do Imposto de Renda sobre Pessoa

Física e sobre o PIS e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido das instituições financeiras, somando um total de 15,9 bilhões de dólares nos recursos do FSE, uma vez que US\$ 2,0 bilhões originalmente não vinculados foram incluídos entre as receitas do fundo.

A volta da cobrança do IPMF em 1994 foi decisiva para o resultado das contas do governo federal em 1994. A preços de dezembro de 1994, o IPMF arrecadou 5,53 bilhões de reais (US\$ 4,7 bilhões), quase 8% do total das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal naquele ano.

O impacto da desindexação das despesas públicas em um quadro de inflação declinante mas ainda significativa pode ser verificado tanto pelos índices de preços ao consumidor do período - o IPCA do IBGE variou 18,57% entre junho e dezembro - com a permanência da Ufir como indexador das receitas tributárias do governo. A Ufir variou 20,46% entre a introdução da nova moeda e o final de 1994.

Tabela 3.3 - Resultados do Tesouro Nacional - 1994

	US\$ milhões ⁽¹⁾													
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jan/Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ago/Dez
Receitas ⁽²⁾	4.075	4.320	4.336	4.223	4.826	4.811	26.591	5.072	5.766	6.235	6.738	7.224	9.123	40.158
Despesas ⁽³⁾	3.301	4.163	3.704	5.042	4.120	4.683	25.013	4.269	4.920	5.304	4.799	6.093	7.761	33.146
Saldo	774	157	632	-819	706	128	1.578	803	846	931	1.939	1.131	1.362	7.012

(1) Dólar médio do mês. (2) Excluídas as receitas de operações de crédito e remuneração de disponibilidades

(3) Excluídos os encargos da dívida contratual e DPMF em mercado e operações oficiais de crédito.

Fonte: Elaborado a partir de dados da Secretaria do Tesouro Nacional e Retrospectiva Andima 1994.

Através da tabela 3.3 pode ser visto que esta combinação favorável promoveu uma elevação da receita muito superior à elevação das despesas no segundo semestre de 1994. Entre agosto e dezembro as receitas cresceram 49%, enquanto as despesas cresceram apenas 32,5%. Quando se considera que as despesas tendem a crescer de forma desproporcional nesse período devido ao pagamento do 13º salário dos servidores públicos, esse resultado torna-se ainda mais significativo. O superávit primário do governo federal

foi 344,4% maior no segundo semestre que no primeiro.

Alguns dos efeitos percebidos para as contas do governo federal produziram-se também nas contas dos governos estaduais e municipais, sobretudo os efeitos do crescimento econômico e da indexação das receitas e desindexação das despesas. Não houve, entretanto, efeitos similares para os governos subnacionais em relação aos aumentos de impostos, o que pode explicar o resultado primário menos expressivo desses governos.

O superávit primário verificado em 1994 não se sustentou nos anos seguintes, pelo menos não em magnitude comparável àqueles. A partir de 1995 pode ser verificada uma tendência ao equilíbrio do resultado primário, embora com pequena propensão à piora dos indicadores. Se comparados ao período anterior ao Plano Real, os resultados obtidos nesse conceito foram significativamente piores, uma vez que nos anos de 91, 92 e 93 este resultado foi superavitário em 2,85%, 2,26% e 2,67% do PIB respectivamente.

Embora algumas das medidas e circunstâncias favoráveis tenham continuado a surtir efeito, as mais significativas extinguiram-se ou tiveram seus resultados diminuídos nos anos seguintes. O IPMF deixou de ser cobrado logo no início de 1995. Os ganhos da indexação da Ufir e da corrosão do valor das despesas diminuíram consideravelmente com a queda da inflação, fazendo-se sentir de forma mais aguda a chamada "repressão fiscal".⁶² O reajuste do funcionalismo federal no início de 1995 teve um impacto significativo na elevação das despesas, embora menor que o normalmente retratado nas análises oficiais (ver tabela 3.4). O baixo crescimento da atividade econômica a partir de abril de 1995 atuou no sentido de conter os ganhos de receita e de aumentar algumas despesas.

⁶² Também chamada de efeito Patinkin ou efeito Bacha, seria o impacto negativo da estabilidade de preços sobre as finanças públicas, o contrário do "efeito Tanzi". No período inflacionário, como as receitas eram indexadas e as despesas não, o governo usava a corrosão do valor real dos gastos públicos para equilibrar seu caixa. Quando a inflação cai drasticamente esse efeito desaparece e o valor real dos gastos tem que ser mantido (BACHA, 1994; PÊGO FILHO, LIMA e PEREIRA, 1999).

Essa mudança atingiu principalmente o governo federal, que teve uma piora de seu resultado em 2,58% do PIB, diminuindo seu superávit primário de 3,1% do PIB em 1994 para 0,52% em 1995. As empresas estatais, além disso, foram penalizadas com a queda do valor real das tarifas públicas, fator que também contribuiu para a piora de seu resultado de um superávit de 1,2% do PIB em 1994 para um déficit de 0,06% em 1995. O mesmo ocorreu com os governos estaduais e municipais, que passaram de um superávit de 0,8% do PIB para um déficit de 0,19% em 1995. O setor público como um todo passou de um resultado primário positivo de 5,1% do PIB em 1994 para um superávit de apenas 0,27% do PIB em 1995.

3.1.1 - As despesas com pessoal e previdência social

Ao longo do período 1994/1998, os itens de despesa mais frequentemente citados como fontes do desequilíbrio das finanças públicas no Brasil foram os gastos previdenciários e as despesas com pessoal e encargos sociais. Efetivamente, é perceptível um grande crescimento nominal desses itens nos últimos cinco anos. Mas é possível também verificar que o peso relativo desses gastos não aumentou consideravelmente no período, pelo menos para o governo federal. Entre 1994 e 1998 esses gastos representaram um mínimo de 52,76% e um máximo de 58,16% da receita conjunta previdência/tesouro e entre 10,12% e 11,43% do PIB. A média do percentual da receita ficou em 55,67% e a média do percentual do PIB ficou em 10,64%.

A oscilação verificada deve ainda ser entendida no contexto de uma situação de forte instabilidade do desempenho econômico do país durante o período, em que sucederam-se períodos de alto e baixo crescimento, onde a variação do PIB esteve abaixo da média histórica do país e onde a perspectiva de mudança das regras da previdência social tanto para os trabalhadores do setor privado quanto para os servidores públicos atuou fortemente no sentido de antecipar aposentadorias. O maior crescimento dessas

despesas como proporção do PIB em 1998 responde principalmente ao fato de, nesse ano, o crescimento econômico ter sido de apenas 0,15%, impactando desfavoravelmente as receitas da previdência, e à estabilidade dos preços, que não provocou corrosão dos benefícios pagos pelo INSS.⁶³

Tabela 3.4 - Indicadores selecionados das finanças públicas federais

R\$ milhões correntes

	Despesas com Pessoal ¹ (B)	Benefícios da Previdência (C)	Despesas com pessoal e previdência D=B+C	Receita(E) (Tesouro + Previdência ²)	Despesas com pessoal e previdência % Receita (D/E)	Despesas com pessoal e previdência % PIB ³
1994	17.932,30	17.407,00	35.339,30	66.978,75	52,76%	10,12%
1995	35.497,00	33.142,00	68.639,00	121.432,66	56,52%	10,57%
1996	40.505,00	41.388,00	81.893,00	140.817,90	58,16%	10,52%
1997	42.848,00	48.775,00	91.623,00	163.067,73	56,19%	10,57%
1998	47.296,00	55.650,00	102.946,00	188.208,00	54,70%	11,43%

Obs.: 1. Inclui encargos sociais 2. Arrecadação bancária 3. Preços de mercado

Fonte dos dados: Boletim do Banco Central do Brasil (Maio/99) e *Conjuntura Econômica* (Junho/99).

Para uma inflação medida pelo IPCA, de 43,4% entre 1995 e 1998, o crescimento da despesa com pessoal (inclusive encargos) foi de 33,24%, principalmente devido ao aumento do número de aposentadorias no funcionalismo federal e, secundariamente, devido ao chamado crescimento vegetativo da folha de salários (adicionais, promoções etc.). Comparando-se 1994 e 1998, praticamente não houve alteração no gasto com pessoal como percentual do PIB, que passou de 5,14% para 5,09%.

Além disso, o impacto da estabilização sobre as contas públicas de estados e municípios também trouxe a impossibilidade de continuar contando com a corrosão acelerada do valor real dos principais itens de despesa desses governos, particularmente dos salários e encargos de previdência, que consomem mais de 60% das receitas correntes em grande parte dos estados e municípios.

⁶³ A análise do Boletim do Banco Central do Brasil (Relatórios anuais 1996, 1997 e 1998) enfatiza o aumento do nº de aposentadorias. Além e Giambiagi (1999) argumentam que os gastos da previdência aumentaram em função de reajustes acima da inflação concedidos ao salário mínimo em 1995 e 1996.

O que se pode concluir dos dados analisados é que, apesar de uma deterioração dos resultados primários quando se compara 1994 com os demais anos até 1998, tanto para o governo federal quanto para os governos estaduais e municipais e empresas estatais, sua contribuição para o aumento do endividamento público ao longo dos últimos cinco anos foi negativa. Ou seja, há superávit e não déficit acumulado. O governo federal e o setor público consolidado gastaram menos em despesas não financeiras do que aquilo que arrecadaram. Esses resultados não foram suficientes para impedir o crescimento da dívida líquida do setor público a partir de 1995, pois a elevação das despesas com juros reais superou em muito o pequeno superávit primário acumulado nesses cinco anos.

3.2 - Os gastos com juros reais

As despesas financeiras do setor público têm sido elevadas no Brasil. Depois de ultrapassar a média de 5% do PIB entre 1983 e 1989, os gastos com juros foram em média de 2,91% do PIB entre 1990 e 1993. Entretanto, em uma conjuntura de altas taxas de inflação e expressivos superávits primários (em média 3,1% do PIB entre 1990 e 1993) este resultado não se refletia em aumento do endividamento como proporção do produto.⁶⁴

A política de estabilização gestada a partir de 1993 se apoiaria em três pilares: câmbio sobrevalorizado, acumulação de reservas internacionais e altas taxas de juros. O impacto dessa estratégia de estabilização sobre o endividamento público se deu principalmente através de três mecanismos que se entrelaçam: 1) o diferencial da taxa de juros interna, quando comparadas à remuneração das reservas em moeda estrangeira mantidas pelo Banco Central, representou um elevado custo fiscal para Tesouro Nacional; 2) a necessidade de aumentar consideravelmente o fluxo de recursos internacionais para financiar o crescente desequilíbrio em conta corrente a partir do início do Plano Real e 3) a manutenção de altas as taxas de juros para conter a demanda interna, diminuindo a

⁶⁴ Os dados são da *Conjuntura Econômica* (dezembro 1999).

absorção interna e atenuando os desequilíbrios externos.⁶⁵

Esta inter-relação das políticas cambial, monetária e fiscal expressou-se sobretudo através da evolução da Dívida Pública Mobiliária Federal em poder do público, sintetizada na tabela a seguir.

Tabela 3.5 - Títulos públicos federais em poder do público - percentual por indexador e prazo médio (1993-1998)

	Saldo ⁽¹⁾	% PIB	Câmbio	TR	IGP-M	Selic	IGP-DI	Prefixado	TBF	TJLP	Prazo Médio ⁽²⁾
1993	4 072	9,07	17,3	10,5	42,1	3,8	-	26,4	-	-	3m, 13d
1994	61 783	11,49	8,3	23,0	12,5	16,0	-	40,2	-	-	5m, 12d
1995	108 486	15,90	5,3	9,0	5,3	37,8	-	42,7	-	-	6m, 12d
1996	176 211	21,80	9,4	7,9	1,8	18,6	-	61,0	-	1,4	8m, 1d
1997	255 509	28,60	15,4	8,0	0,3	34,8	-	40,9	-	0,6	45m, 29d
1998	323 860	35,50	21,0	5,4	0,3	69,1	0,1	3,5	0,5	0,2	16m, 15d

Obs.: 1. Valores em milhões de Reais. Em 1993 o valor corresponde a 42,06 bilhões de dólares. 2. Em 1993 e 1994 não inclui os títulos "extramercado".

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - Relatórios 1996, 1997 e 1998 e Retrospectiva Andima (1993 a 1998).

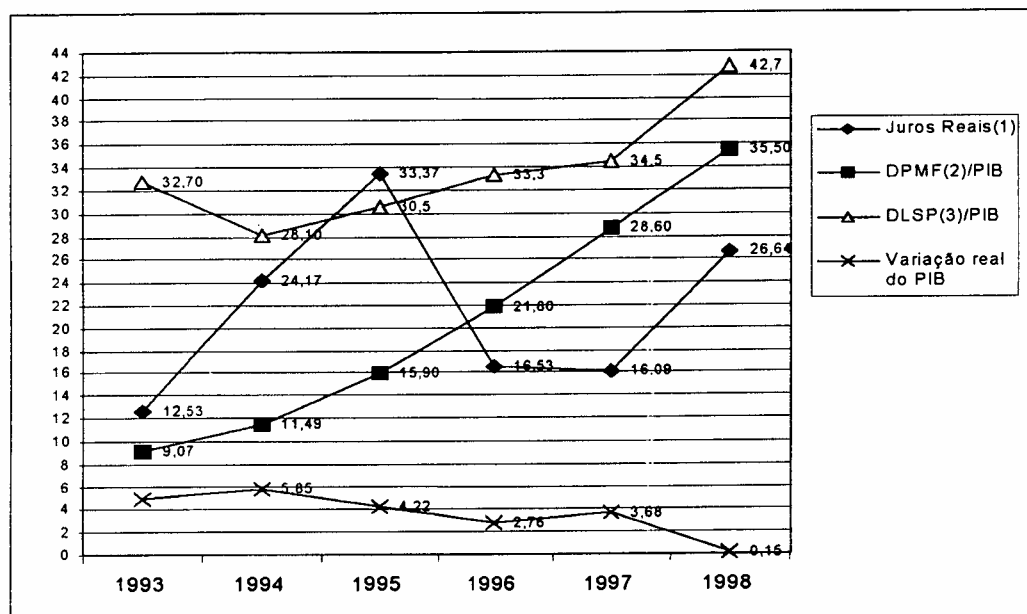
O total da Dívida Pública Mobiliária Federal (títulos fora do Banco Central), parcela mais onerosa e com maiores repercussões no conjunto da economia do país era de 9,07% do PIB ao final de 1993, crescendo para mais de 35,5% do PIB ao final de 1998, quase quatro vezes mais enquanto percentual do produto. No mesmo período, a participação da DPMF passou de 27,48% do total do endividamento líquido para 83,33%. O prazo médio desses títulos passou de três meses e treze dias, em dezembro de 1993, para 16 meses e 15 dias no mesmo mês em 1998. A proporção de títulos prefixados caiu de 26,4% para menos de 4% do total. A participação de títulos indexados ao câmbio teve um pequeno crescimento, passando de 17,3 para 21%, com variações entre um mínimo de 5,3% em 1995 e o máximo verificado no final do período. Os títulos indexados à taxa Over/Selic saíram de cerca de 3% do total para quase 70% no final de 1998, substituindo o

⁶⁵ Guillermo Calvo (1991) discute brevemente os efeitos de uma política com essas características.

IGP-M como indexador preferido para os títulos públicos federais. Mais de 95% do total de títulos federais estavam sendo corrigidos por índices que dependiam diretamente da taxa de juros de curto prazo (os títulos indexados ao câmbio, à TR, à TBF e à taxa Over/Selic), fazendo com que as oscilações da política monetária tivessem impacto imediato e direto no custo de praticamente toda a dívida mobiliária e crescentemente em quase todo o estoque da dívida líquida.

O gráfico abaixo, ao mostrar a evolução dos juros reais, a variação do PIB e o estoque da DPMF e da Dívida Líquida como percentual do PIB, permite perceber que, se a Dívida Mobiliária cresceu de forma constante entre 1993 e 1998, com tendência à aceleração, o mesmo não se deu com a Dívida Líquida, que após três anos crescendo em média 2,1 pontos do PIB, deu um salto em 1998. A combinação de um elevado estoque da DPMF, alta taxa de juros e crescimento quase nulo do PIB parece ter sido decisiva para essa mudança de patamar.

Gráfico 3.3 - Taxa de juros real, dívida mobiliária federal, dívida líquida do setor público e variação do PIB.



Obs.: 1. Taxa Over/Selic anual deflacionada pelo IGP-DI; 2. Dívida Pública Mobiliária Federal em poder do público; 3. Dívida Líquida do Setor Público

Fonte: Retrospectiva Andima e Boletim do Banco Central

A análise da evolução da dívida para cada um dos anos entre 1994 e 1998 mostra como as diferentes combinações entre taxas de juros reais, estoque anterior da Dívida Mobiliária e crescimento do PIB são determinantes na evolução da Dívida Líquida como um todo.

Em 1994, apesar da grande elevação das taxas de juros reais (de 12,53% para 24,17% a.a.), a combinação de excepcional crescimento do PIB (5,85%) com baixo estoque de Dívida Mobiliária Federal (9,07% do PIB ao final de 1993) e obtenção de resultado fiscal primário com elevado superávit (5,1% do PIB), possibilitou uma expressiva redução da Dívida Líquida como proporção do PIB (de 4,6 pontos percentuais). Um elemento importante para o resultado observado neste ano foram os ganhos obtidos pelo governo federal em função do processo de remonetização observado a partir de julho. A média dos saldos diários da base monetária passou de 3,51 bilhões de dólares em junho para 20,31 bilhões de dólares em dezembro de 1994. Na comparação com dezembro de 1993, quando a média dos saldos diários foi de US\$ 4,8 bilhões, o crescimento real no final do período de 1994 foi de 238,98%, enquanto o crescimento nominal foi de 3.222,49% (ANDIMA, 1995, p. 89).⁶⁶

É importante observar que, apesar do resultado favorável observado nas contas públicas em 1994, a combinação de políticas em vigor já possuía um significativo custo, representado pelas taxas de juros que viabilizavam a contenção da demanda e a entrada de recursos externos que procuravam ganhos advindos do diferencial entre os juros praticados para os títulos públicos brasileiros e aqueles vigentes no mercado internacional.⁶⁷

⁶⁶ No Brasil a base monetária é incluída nas estatísticas da Dívida Líquida do Setor Público. Mas não incidem juros sobre este passivo que, quando emitido, monetiza uma parte da dívida anteriormente mantida em títulos. Valores deflacionados pelo IGP-DI.

⁶⁷ A combinação de política monetária e cambial do início do Plano Real é resumida por Franco (1999, p.275): "O avião havia decolado, era preciso pilotar e começamos com uma combinação simples, quase de livro-texto: juros altos, ou seja, política monetária apertada, e câmbio flutuante". Na verdade, "flutuante" apenas no sentido de permitir a apreciação da moeda brasileira, como reconhece Bacha (ver nota 14).

Tabela 3.6 - Gastos com juros reais - %PIB (1994 - 1998)

	1994	1995	1996	1997	1998
Total	3,92	5,23	3,66	3,31	7,51
Governo Central ⁽¹⁾	1,54	2,24	2,00	1,44	5,76
Governos estaduais e municipais	1,46	2,29	1,27	1,53	1,61
Empresas estatais	0,92	0,81	0,39	0,35	0,14

Obs.: 1. Inclui o Banco Central.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil e Retrospectiva Andima

Além da elevação de juros ainda no período anterior à entrada em circulação da nova moeda,⁶⁸ o Banco Central aumentou significativamente os depósitos compulsórios. Estes passaram a 100% dos depósitos à vista e 60% sobre outros recursos. Os recolhimentos sobre a poupança passaram de 15% para 20%, além de reduzir a parcela de livre uso das instituições de 15% para 10%. Foi adotado também o recolhimento compulsório de 20% na margem para os depósitos à prazo e outros recursos captados pelos bancos. Dois meses depois, estes recolhimentos foram ampliados, para 30% no caso da poupança, com obrigatoriedade de recolhimento em espécie e com o fim da chamada “faixa livre”. Além disso, o BC adotou outras medidas visando a conter tanto a captação de recursos quanto a concessão de crédito, incluindo os créditos à exportação na forma de Adiantamento de Contrato de Câmbio, os ACCs (ANDIMA, 1994, p.16). Quanto às metas nominais de expansão monetária, anunciadas na MP que introduziu a nova moeda, elas foram sucessivamente reformuladas e na prática não tiveram papel relevante na condução da política monetária.

A política monetária restritiva que se seguiu à circulação do Real teve também um efeito importante no sistema financeiro, tanto público quanto privado. Esses problemas estão na origem do que viria mais tarde a ser o Proer (ver seção 3.3).

Finalmente, a política de juros teve impacto significativo quando considerada em

⁶⁸ A taxa de juros real (anualizada) do primeiro semestre de 1994 foi de 26,02% (ANDIMA, 1994, p.32).

sua interação com a política cambial e com a aceleração da abertura comercial por meio da antecipação de reduções tarifárias no âmbito do Mercosul. Por um lado, a forte exposição à concorrência de produtos importados e a queda do valor em real das exportações forçou uma queda rápida do preço dos *tradables* que foi decisiva para a redução dos índices de inflação.⁶⁹ Por outro, imediatamente após a entrada em circulação do real, começou a se inverter o quadro de superávits comerciais e a aumentar o déficit em conta corrente (ver tabela 3.7).

Embora imediata e expressiva, a reversão do quadro de superávits comerciais não foi motivo de maior preocupação por parte do governo até que eclodisse a crise mexicana e, logo em seguida, na Argentina. A principal fonte de confiança eram as reservas internacionais acumuladas, que tinham experimentado crescimento significativo entre janeiro e junho de 1994, e o crescimento do fluxo de divisas.

Somente no primeiro semestre a soma dos superávits dos mercados contratados de câmbio comercial e financeiro atingiu US\$ 17,0 bilhões. Desse total, cerca de 10 bilhões foram incorporados às reservas internacionais do Banco Central. No segundo semestre observou-se uma estabilização desse quadro, com a queda das taxas de juros reais, reversão dos saldos positivos da balança comercial e os primeiros efeitos da crise do México levando a uma situação próxima do equilíbrio no mercado de câmbio contratado, com saldo positivo acumulado de pouco mais de US\$ 600 milhões entre julho e dezembro.

O elevado custo de manutenção das reservas (ver seção 3.2.1) contribuiu para se entender por que, apesar dessa combinação tão favorável - superávit primário muito expressivo, grande crescimento do PIB, remonetização elevada - a queda da razão Dívida

⁶⁹ Fator que foi avaliado como decisivo para o sucesso inicial do Real e suas repercussões político-eleitorais. De acordo com Franco (1999, p.275): “Em julho e agosto de 1994, a *oposição* tinha uma ampla liderança nas pesquisas eleitorais, e já se preparava para governar. Eles não poderiam deixar de se irritar com a sucessão de *acertos* da política econômica, deixe-me sublinhar isto, *os acertos da política de juros e câmbio*, acertos tão contundentes que fizeram o Real um sucesso com extraordinária rapidez e viraram completamente o cenário eleitoral” (grifos no original).

Líquida/PIB não foi ainda maior em 1994.

Os resultados fiscais de 1995 mostraram, entretanto, que o Plano Real não marcaria uma nova trajetória, descendente, do endividamento público. Muitos dos ganhos verificados, sobretudo o volume da remonetização, foram do tipo que acontecem apenas uma vez (*“once and for all”*). O excepcional superávit primário verificado no ano anterior baixara para 0,27% do PIB (ver tabela 3.2). Os juros reais, já bastante altos em 1994, aumentaram substancialmente em 1995, passando de 24,17% para 33,37% ao ano. Ainda que houvesse um baixo estoque de Dívida Mobiliária Federal (11,49% do PIB em fins de 1994), este já era quase 2,5 por cento do PIB maior que o verificado no final do ano anterior. O crescimento da economia, de 4,22%, foi ainda expressivo, mas bem menor que o de 1994. Esta combinação de fatores fez subir a Dívida Líquida em 2,4 pontos percentuais do PIB. Também importante na evolução dos indicadores da Dívida em 1995 é o expressivo crescimento do estoque da DPMF, que chega a 15,9% do PIB ao final do ano.

A partir de 1995 torna-se também mais evidente a determinação do governo em manter as características das políticas monetária e cambial indefinidamente. A valorização nominal do real frente ao dólar verificada em dezembro de 1994 era de 15%. Embora o conceito de taxa de câmbio real seja dos mais controversos, os cálculos de sobrevalorização do Real ao final de 1994 podem ser estimados entre um mínimo de 23,35% e um máximo de 30%, conforme sejam escolhidos como deflatores os índices de preços no atacado ou no varejo.⁷⁰ Ao se calcular um índice da relação câmbio/salário é possível verificar uma variação negativa de cerca de 20% entre junho e dezembro de 1994

⁷⁰ Para uma discussão do conceito de taxa de câmbio real com ênfase no caso brasileiro antes do Real, ver Zini Jr. (1995). No contexto do Plano Real, breves passagens podem ser encontradas em Batista Jr. (1996a, p.19-21) e Franco (1999, p.44 e seguintes). Corden (1994, p.18) define assim taxa de câmbio real: *“... price of tradables relative to non-tradables can be described as the real exchange rate. This is a useful definition, though not the only interpretation of this term. There is a real depreciation when this relative price rises, and a real appreciation when it falls”*. De acordo com essa definição obviamente o Real esteve apreciado frente ao dólar desde julho de 1994 até a desvalorização de janeiro de 1999. Franco (1999, p.45), no entanto, introduz a diferença entre “apreciação” e “sobrevalorização” ou “defasagem” da taxa de câmbio para defender que, embora apreciada, a moeda brasileira não estaria sobrevalorizada.

e de mais de 30% até dezembro de 1995.⁷¹

Os principais fatores que condicionaram a evolução da dívida pública em 1995 foram, nesse quadro, aqueles ligados à política monetária capaz de preservar o financiamento dos déficits em transações correntes e a acumulação de reservas internacionais, em um cenário de rápida deterioração dos resultados da balança comercial e de serviços. Secundariamente, as liberações no âmbito do Proer foram também importantes fontes de emissão de títulos da DPMF, embora sem impacto imediato na dívida líquida.⁷²

A manutenção da política cambial era considerada inegociável pela posição dominante na equipe econômica (FRANCO, 1999), ainda que com pequenos recuos a partir da crise do México.⁷³ Assim, consolidou-se no governo uma resposta padrão: aumentar os juros sempre que se tornava mais evidente a ameaça de que seria inviável continuar financiando os desequilíbrios do setor externo com as taxas de juros anteriores. Esta foi sistematicamente a resposta da política econômica aos problemas no setor externo da economia a partir daí até a eclosão da crise que redundou na desvalorização de janeiro de 1999.

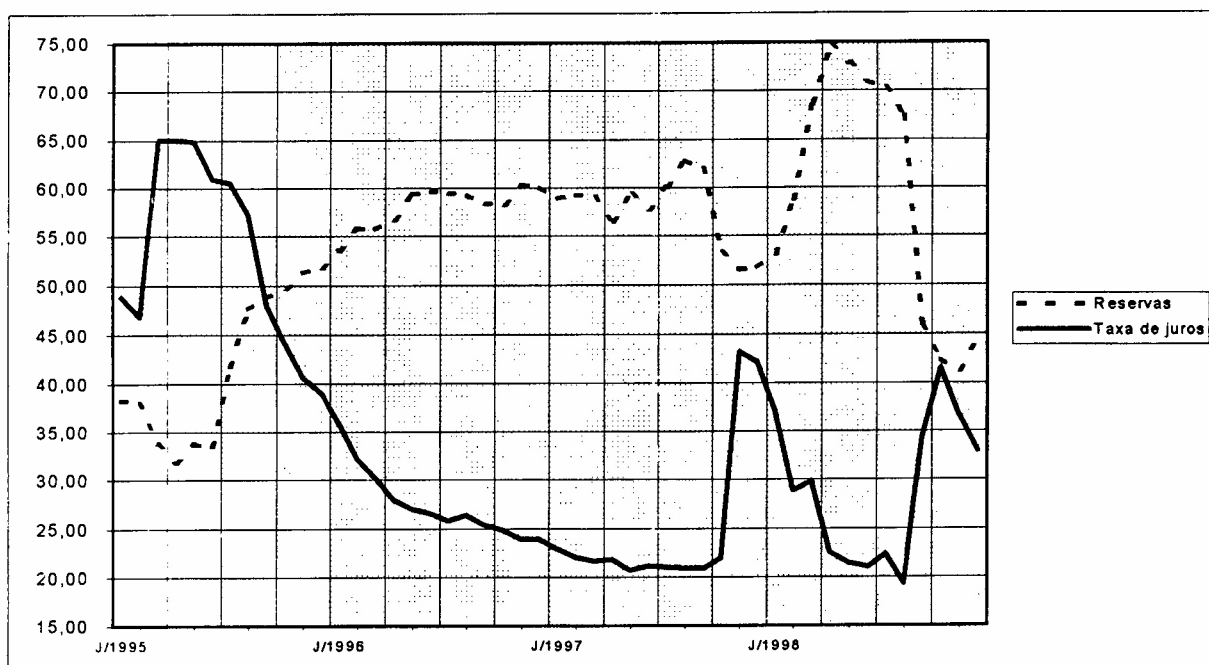
A partir do gráfico a seguir é possível observar claramente, se não uma relação de causalidade, pelo menos a correlação estreita entre a evolução do nível das reservas internacionais e a taxa de juros nominal praticada pelo Banco Central. Durante os quatro

⁷¹ Os dados são de Batista Jr. (1996a) e Andima (1995, p.109). Sáinz y Calcagno (1999, p.13 e seguintes) apresentam dados que mostram uma sensível queda dos preços dos *tradables* frente aos *non-tradables* assim que o Real entra em circulação. Franco (1999, p. 55) apresenta dados que sugerem ser esta uma característica comum a todas as experiências brasileiras de estabilização desde o Plano Cruzado, em 1986.

⁷² Bacha (1996, p. 7) resume assim as causas da evolução da DPMF do final de 1994 até abril de 1996: "... do aumento de 8,4 pontos percentuais do PIB na dívida mobiliária do governo federal entre dezembro de 1994 e abril de 1996, apenas 2,0 pontos deveram-se ao déficit público federal acumulado no período, conforme indicado pelo comportamento da dívida líquida. Da diferença, 3,2 pontos são imputáveis à redução em outros tipos de dívida (em geral menos onerosas que a dívida mobiliária, como a base monetária e a dívida externa) e outros 3,2 pontos à aquisição de ativos financeiros pelo governo federal, na forma de créditos contra instituições financeiras nacionais públicas e privadas (2,2 pontos) e de reservas internacionais (1,1) ponto".

anos que vão de janeiro de 1995 a dezembro de 1998, as mudanças na taxa de referência do custo dos títulos públicos (Over/Selic) invariavelmente esteve ligada à mudança do nível das reservas. O impacto das crises do México, no primeiro semestre de 1995, do Sudeste Asiático, no segundo semestre de 1997 e da Rússia, em meados de 1998, marcam pontos de alteração para baixo das reservas internacionais e para cima das taxas de juros. Também invariavelmente, os momentos de recuperação do nível das reservas abrem períodos de diminuição progressiva da taxa de juros de referência.

Gráfico 3.4 - Reservas internacionais e taxa de juros (1995-1998)



Obs.: 1. Taxa de juros: Over/Selic mensal, anualizada (%); 2. Reservas internacionais: Posição de liquidez internacional (US\$ bilhões).

Fonte: Retrospectiva Andima, com base em dados do Banco Central do Brasil.

A política monetária, e o aumento dos juros em particular, respondia, nesse quadro, tanto à necessidade de atrair capitais de curto prazo para financiar o déficit em conta corrente quanto à necessidade de, reduzindo a absorção interna, melhorar o saldo comercial

⁷³ A partir da crise do México, que irrompe em dezembro de 1994, e da fuga de capitais que se seguiu, o governo promoveu uma pequena desvalorização, adotou um sistema de bandas cambiais e desvalorizações lentas e progressivas que, se não chegaram a reverter a sobrevalorização, pelo menos evitaram que ela continuasse aumentando. Usando-se IGP-DI como deflator, a variação real da taxa de câmbio foi de 0,15% em 1995. No caso de considerar-se o IPA, a variação foi de 7,79% (ANDIMA, 1996, p.27).

ao aumentar o excedente disponível para exportação e diminuir as importações.⁷⁴

Essa combinação de políticas se traduzia, do ponto de vista das finanças públicas, em aumento das despesas com juros reais e em rápida evolução do estoque de Dívida Pública Mobiliária Federal. A partir do segundo semestre de 1995, as principais fontes deste crescimento foram, além da própria despesa com juros, a emissão de títulos visando ao enxugamento de liquidez provocado pelas operações do setor externo (as reservas aumentaram em 13 bilhões de dólares entre dezembro/1994 e dezembro/1995) e o início das operações do Proer, com a emissão de 5,6 bilhões de reais em títulos em novembro e dezembro (ANDIMA, 1996, p.88).

A partir de meados de 1995, assiste-se a um novo período de redução progressiva das taxas de juros, mas ainda assim a taxa anual atingiu 53,08% em termos nominais e 33,37% em termos reais, o maior valor real da década. Os gastos com juros reais do setor público consolidado passaram de 3,92% do PIB em 1994, para 5,23% em 1995, atingindo especialmente o governo federal mas também os governos estaduais e municipais, detentores ainda naquele momento de um estoque expressivo de dívida mobiliária.

A variação da Dívida Pública Mobiliária Federal e das taxas de juros reais, conforme mostrada no Gráfico 3.3, parece revelar uma relação não tão direta entre crescimento dos juros e da DPMF.⁷⁵ Mas, na verdade, mesmo quando esteve em seu nível mínimo no período (16,09 a.a. em 1997) a taxa de juros foi bastante alta. A equação taxa de juros alta/aumento da dívida mobiliária pode ser verificada inclusive para os anos anteriores ao Plano Real, e provavelmente é função do tipo de endividamento público que tem predominado no Brasil desde a década de 1980. Este endividamento é marcado pela

⁷⁴ Para uma discussão das interações entre as políticas fiscal e monetária na presença de mobilidade de capitais, ver Corden (1994, p.48-72).

característica de quase-moeda dos títulos públicos durante o período inflacionário, usando ora o recurso da indexação a um índice de preços ora o recurso da pós-fixação, mas sempre com prazos extremamente curtos e alto grau de liquidez, conforme mostra a tabela 3.5.

O ano de 1996 foi o único, desde o início do Plano Real, em que a taxa de juros não foi diretamente elevada para atrair capitais e financiar o déficit em transações correntes. A taxa Over/Selic nominal (anualizada) recuou cerca de 12 pontos percentuais entre janeiro e dezembro de 1996. Assim mesmo, produziu efeitos diretamente adversos nas finanças públicas.

A dívida líquida do setor público consolidado saltou de 30,5% para 33,4% do PIB e a dívida mobiliária federal em mercado aumentou de 15,3% do PIB no final de 1995 para 22,8% do PIB em dezembro de 1996. Mesmo com acúmulo de dívida mobiliária, as despesas com juros reais reduziram-se em relação ao ano anterior, passando de 5,1% para 3,8% do PIB. A redução da taxa de juros reais para 16,37% ao ano, praticamente metade da taxa praticada no ano anterior, diminuiu consideravelmente o custo de rolagem da dívida, incluindo o custo de acumulação das reservas internacionais, apesar destas terem atingido em 1996 a maior média do período.

A expansão da DPMF em 1996 foi influenciada, além dos fatores já preponderantes em 1995 (a esterilização dos efeitos expansionistas das operações do setor externo e das operações do Proer), pela emissão de títulos para a capitalização do Banco do Brasil, que atingiu 6,4 bilhões de reais.

Outra questão a ser mencionada na evolução da dívida em 1996 é a mudança dos seus prazos médios de vencimento e da distribuição dos títulos na composição da DPMF.

⁷⁵ Llussá (1997, p.52) apresenta os dados para os anos entre 1990 e 1996, destacando uma relação de causalidade em dois sentidos: da taxa de juros para a relação dívida mobiliária/PIB e do estoque da dívida para a taxa de juros, dado o maior risco percebido pelo mercado. Os números relativos aos anos entre 1995 e 1998 e mesmo de 1999 não parecem dar sustentação ao segundo tipo de causalidade, pois não é possível perceber aumento das taxas de juros em resposta a aumentos do estoque da dívida.

Enquanto o prazo médio passou de 6 meses e 12 dias, no final de dezembro de 1995, para 8 meses e 01 dia, no mesmo mês de 1996, aumentou consideravelmente a participação dos títulos prefixados, que passaram de 42,7% para 61% do total. Houve também aumento significativo do percentual dos títulos com correção cambial, que tinham menor custo para o governo e respondiam à demanda por *hedge* em dólar pelo setor privado. Estes quase dobraram sua participação, saltando para 9,4% do total no final de 1996, em comparação com 5,3% no final do ano anterior, enquanto os títulos federais indexados ao IGP-M praticamente desapareceram, ficando reduzidos a 1,8% do total, o que se compara com 5,3% em 1995.

Resumindo, pode-se afirmar que os gastos com juros reais, apesar de continuarem como fator importante para o aumento expressivo tanto da DPMF quanto da dívida líquida, diminuíram seu peso relativo para a piora desses indicadores em 1996. A contabilização de um expressivo “ajuste patrimonial”, que alcançou 1,9% do PIB, também respondeu por uma parcela importante do crescimento da dívida.⁷⁶ Por outro lado, houve uma melhora no perfil da dívida, elevando-se o seu prazo médio de vencimento e aumentando-se a participação dos títulos prefixados em sua composição.

Apesar do déficit primário do setor público ter experimentado seu pior resultado em 1997 (ver tabela 3.2), a evolução da dívida líquida de 1996 para 1997 teve sua menor variação, se medida como proporção do PIB, passando de 33,3% para 34,5% do produto. As elevadas receitas de privatização auferidas naquele ano foram fatores importantes para limitar o crescimento da dívida líquida (ver seção 3.4).

A política econômica em 1997 continuou administrando o financiamento do déficit em transações correntes através da atração de capitais de curto prazo, inclusive preservando a possibilidade de significativos ganhos de arbitragem com as taxas de juros.

⁷⁶ Dados do Relatório do Banco Central (1996).

O Gráfico 3.4 mostra três diferentes momentos em que pode ser dividida a evolução dos juros naquele ano. Em uma primeira fase, basicamente no primeiro trimestre, prosseguiu a redução das taxas de juros, para níveis reais próximos ao mínimo observado durante todo o Plano Real. Em seguida, até outubro, uma fase de estabilidade das taxas de juros e, no *front* externo, adoção de uma série de medidas visando a reduzir o déficit do setor externo.⁷⁷ E, por fim, uma terceira fase, detonada com a crise da Ásia, e que marca uma elevação abrupta das taxas de juros.

Apesar desse movimento abrupto de elevação dos juros no final de 1997, a taxa Over/Selic real (deflacionada pelo IGP-DI) alcançou o menor valor desde 1994. A despesa com juros reais como proporção do PIB caiu de 3,78% para 3,31%, alcançando também o melhor resultado desde o início do Plano Real.

Além desses fatores, foi também importante para a reduzida elevação do endividamento como proporção do PIB uma retomada modesta mas importante da taxa anual de crescimento real da economia, que alcançou 3,68% em comparação com 2,76% no ano anterior. Também contribuiu para o melhor resultado de 1997 o fato de que, depois de uma redução em 1996, houve uma expressiva remonetização da economia em 1997, com a emissão de moeda alcançando mais de 1,4% do PIB.⁷⁸

O Gráfico 3.4 mostra também que a administração da taxa de juros em 1997 respondeu de forma ainda mais aguda e direta à vulnerabilidade do setor externo e às limitações impostas pela manutenção da política de desvalorizações lentas e graduais do real frente ao dólar. Às vicissitudes da atração de capitais e da manutenção do regime cambial esteve também fortemente ligada a administração da dívida pública, especialmente no que se refere à composição da Dívida Mobiliária Federal.

Frente a uma variação da dívida líquida de apenas 1,2% do PIB no decorrer do ano,

⁷⁷ Ver Retrospectiva Andima 1997, para uma descrição dessas medidas.

a DPMF em mercado saltou para 28,6% do PIB em 1997, contra 21,8% em 1996 (ver gráfico 3.1). Além do custo de rolagem do estoque da dívida, os principais fatores que contribuíram para este crescimento, que chegou ao maior percentual do período analisado, foram as trocas de títulos estaduais por títulos federais no âmbito do acordo de renegociação da dívida do Estado de São Paulo com a União⁷⁹ e as liberações de recursos no âmbito do Proer.

Outra alteração importante ocorreu no *mix* de indexadores dos títulos públicos federais. Quase dobrou o percentual dos títulos remunerados com base na taxa Over/Selic, comparados com o final do ano anterior, e houve expressiva diminuição dos títulos prefixados (ver tabela 3.5), revertendo uma progressiva mudança de perfil da dívida observada desde o início do processo de estabilização monetária. Multiplicando a sensibilidade do endividamento público às mudanças na taxa de juros de curto prazo, o crescente predomínio dos títulos pós-fixados prenunciou um movimento que se agravaria em 1998, com consequências negativas importantes para as finanças públicas durante todo o ano de 1998 e por ocasião da desvalorização de janeiro de 1999.

Do ponto de vista da maturidade da DPMF, a tabela 3.5 mostra também alterações importantes. As emissões de títulos vinculados aos acordos de renegociação com os estados contribuíram para alongar o perfil da dívida, e o prazo médio dos títulos federais em poder do público passou de 241 dias, no final de 1996, para 1379 dias no mesmo período de 1997. Uma mudança que caracteriza um salto de qualidade em uma trajetória de lento alongamento dos prazos médios da dívida mobiliária que vinha desde 1993.

A terceira fase da política monetária durante o ano de 1997 é marcada pelo

⁷⁸ Ver Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1997.

⁷⁹ Os títulos emitidos em função do acordo com São Paulo somaram R\$ 56,7 bilhões em Letras Financeiras do Tesouro Nacional, com prazo de 15 anos. Apesar de embutir um subsídio da União aos estados nos anos de 1997 e 1998, os acordos de refinanciamento não provocam aumento da dívida líquida como um todo, pois se trata de uma transação interna do setor público. Em 1999, dada a variação do IGP-M, não é claro se houve subsídio. Para uma discussão do acordo sob a ótica do Estado de São Paulo, ver Fernandes (1998).

agravamento dos problemas do balanço de pagamentos a partir da crise da Ásia, que começou na Tailândia e rapidamente se espalhou para a Indonésia, Filipinas, Malásia, Hong Kong e Coreia.

A rápida perda de reservas internacionais no Banco Central foi o sinal para que se elevasse abruptamente as taxas de juros de referência, na ocasião a TBC e a TBAN. As reservas, no conceito de liquidez internacional, diminuíram cerca de 8 bilhões de dólares de setembro para outubro, passando de 61,93 bilhões de dólares para 53,69 bilhões em outubro. A taxa Over/Selic passou de um patamar anualizado de pouco menos de 21% em setembro e 22% em outubro para 43,24% em novembro e 42,08% em dezembro.⁸⁰ Ao praticamente dobrar os juros, o governo reafirmava claramente ao mercado que estava disposto a manter a política cambial ainda que a um custo extremamente elevado, tanto em termos de desempenho do crescimento do produto (e de suas consequências sociais em desemprego) quanto em termos da deterioração das finanças públicas.

O final desse período marca também uma expressiva mudança na composição da dívida pública. Além dos fatores já destacados, como crescimento do estoque da DPMF e de seu percentual na composição da dívida pública como um todo e das mudanças em seu prazo médio e participação dos indexadores, chama a atenção, além do já comentado aumento dos títulos pós-fixados.

Além disso, destaca-se o crescimento da participação dos papéis atrelados à variação cambial, que respondiam simultaneamente ao interesse do governo em diminuir o custo financeiro dos títulos e de sinalizar com seu compromisso com o regime cambial, por um lado, e por outro ao crescimento da demanda do setor privado por esse tipo de títulos. Esse interesse se dava tanto em busca de *hedge* cambial para proteger as empresas de uma possível desvalorização cambial que afetasse negativamente seu passivo externo quanto

⁸⁰ Retrospectiva Andima, 1997, p.34 (Dados do Banco Central).

buscando situar-se em uma posição comprada em moeda estrangeira, tendo em vista eventuais ganhos com uma desvalorização.

O resultado final foi o aumento da vulnerabilidade do Brasil às turbulências externas, com a deterioração dos principais indicadores do setor externo da economia, e, principalmente, o aumento da vulnerabilidade das finanças públicas do país a possíveis alterações do regime cambial.

A crise do setor externo foi novamente o fator determinante da evolução das taxas de juros em 1998. Após a elevação das taxas básicas para patamares acima dos 40% a.a. no final do ano anterior, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) foi progressivamente reduzindo os juros nominais já a partir de janeiro de 1998.⁸¹

O Gráfico 3.4 mostra que de janeiro a setembro o movimento descendente foi praticamente contínuo em se tratando dos juros Over/Selic nominais. A taxa nominal anualizada para o mês de agosto foi a mais baixa observada desde o início do Plano Real até aquele momento, chegando a 19,28%. As reservas internacionais, por outro lado, atingiram níveis recordes, chegando ao valor máximo de 74,66 bilhões de dólares em abril e se mantendo em valores próximos a esse até o final de agosto.

A eclosão da crise na Rússia a partir de agosto vai determinar nova inflexão na política de juros praticada e, mais uma vez, um significativo impacto nas finanças públicas federais e no custo de rolagem da dívida pública.

A moratória russa detona uma rápida fuga de recursos estrangeiros do país. Em apenas dois meses saíram mais de 20 bilhões de dólares e as reservas internacionais do Banco Central caíram em mais de US\$ 22 bilhões entre o final de agosto e o final de setembro. O fluxo negativo prosseguiu até o final do ano, com cerca de 3,8 bilhões de dólares de estrangeiros retirados da Bovespa. As reservas atingiram 44,56 bilhões de

dólares no final de dezembro, já considerado um empréstimo de US\$ 9,3 bilhões do Fundo Monetário Internacional.

As medidas adotadas pelo governo para enfrentar a situação de crise e vulnerabilidade externa do país envolveram, além das medidas de ajuste fiscal acertadas no âmbito do acordo com o FMI, nova elevação dos juros, e provocaram também novas mudanças no perfil de maturidade e indexadores dos títulos públicos federais.

A mudança se deu no sentido de maior exposição da DPMF às taxas de juros de curto prazo, com a parcela dos títulos públicos federais em mercado indexados à taxa Over/Selic chegando a 69,1% no final de dezembro, enquanto a parcela de títulos prefixados caiu de 40,9% no final de 1997 para 3,5% em dezembro de 1998.

A mudança nos indexadores se deu também no sentido de maior sensibilidade da dívida às mudanças na política cambial, com a participação dos títulos indexados ao câmbio terminando 1998 em 21% do total dos títulos públicos federais em poder do mercado, comparando-se com 15,4% no final de 1997.

Esta política de ampliar os títulos públicos indexados à variação do dólar continuava buscando minimizar o impacto financeiro imediato do endividamento crescente, pois os títulos cambiais pagavam juros reais bem menores que os títulos emitidos em moeda nacional. Por outro lado, também funcionava como reafirmação e garantia por parte da autoridade monetária da continuidade da política cambial, aumentando o custo de uma possível desvalorização.

A taxa de juros real foi de 26,63% a.a. em 1998, a segunda maior desde o início do programa de estabilização. Os gastos com juros reais do setor público consolidado chegaram a 7,51% do PIB. Apenas o governo federal e o Banco Central gastaram 5,76% do PIB com juros durante o ano, quando a média do período 1994-1997 foi de 1,8% do

⁸¹ Como a inflação medida pelo IGP-DI foi de apenas 1,7% a.a. em 1998, os juros reais percorreram a mesma trajetória. Dados da *Conjuntura Econômica*.

PIB e o gasto máximo tinha chegado a 2,2% do PIB em 1995. A participação do governo central no pagamento de juros reais esteve em 1998 muito acima da média recente de participação desse nível de governo, passando dos 76%, frente a uma média de 43,19% para os anos entre 1994 e 1997. Enquanto isso, estados e municípios participaram com pouco mais de 21% dos gastos com juros, frente a uma média de 39,56%. As empresas estatais reduziram sua participação para menos de 2% dos gastos com juros em 1998, depois de pagarem em média 12,99% do total nos quatro anos anteriores.

O crescimento de 7,2 pontos do PIB no estoque da Dívida Líquida do Setor Público e de 6,9 pontos do PIB no estoque de títulos públicos federais fora do Banco Central esteve, assim, diretamente determinado mais uma vez pela evolução dos problemas do setor externo e pelas respostas da política econômica a esses problemas em 1998. A exemplo dos anos anteriores, é possível ver a relação direta entre, por um lado, a evolução das reservas internacionais, como indicador da capacidade de financiamento do déficit em transações correntes e, por outro, as taxas de juros praticadas internamente e a composição da dívida pública mobiliária federal.

Também em 1998 o resultado primário do setor público parece pouco relevante para a compreensão da evolução do endividamento público quando comparado aos efeitos produzidos pela interação entre as políticas monetária e cambial. Além desses fatores, em 1998 foi também importante a continuidade do processo de monetização, com crescimento nominal da base monetária em 23,12% no final do período.

3.2.1 - Uma aproximação do custo de acumulação de reservas internacionais no período 1994/1998

Inicia-se a partir de 1992 um rápido movimento de crescimento das reservas internacionais no Banco Central, após um longo período em que estas estiveram estabilizadas em valores inferiores a US\$ 10 bilhões. As reservas chegariam a 23,75

bilhões de dólares no final de 1992 e a 42,88 bilhões no momento de entrada em circulação do Real, em julho de 1994.⁸²

Segundo Franco (1995, p.60), a acumulação de reservas respondeu tanto a uma retomada do fluxo de capitais para o Brasil, expresso em um superávit anual médio da conta de capitais da ordem de 1,96% do PIB entre 1992 e 1994, quanto a um saldo positivo nas transações correntes que atingiu a média de 0,33% do PIB no mesmo período.

São descritas duas consequências básicas de uma situação como essa. Um aspecto em geral descrito como positivo é que a acumulação de reservas internacionais funcionaria como uma espécie de “seguro” contra possíveis turbulências no setor externo da economia, inclusive protegendo o país de possíveis ataques especulativos contra a taxa de câmbio por ele praticada. Uma segunda decorrência, claramente negativa, é o aumento da dívida interna associado a estas operações. De acordo com Franco (1995, p. 61), o período anterior ao Plano Real era descrito da seguinte forma:

“... o crescimento da dívida interna - que foi da mesma magnitude do crescimento das reservas - gerou um processo com as características de um círculo vicioso: a esterilização do acúmulo de reservas pressionava os juros internos, o que ampliava o diferencial de juros e produzia ainda mais entradas de capital e acumulação de reservas.”

A política econômica tinha um compromisso não formalizado com a manutenção da taxa real de câmbio, informalmente indexada à variação dos preços internos. A autoridade monetária adquiria o excesso de divisas, para impedir a apreciação da moeda nacional face ao aumento da oferta de dólares. À internalização desses recursos o Banco Central respondia com a emissão de títulos da dívida mobiliária para esterilizar o impacto monetário expansionista da acumulação de reservas.

A tabela 3.1 mostra que, apesar da queda da dívida líquida total do setor público como proporção do PIB de 37,9% em 1991 para 29,2% em 1994, a dívida interna líquida

⁸² Os dados são da *Conjuntura Econômica*, agosto de 1995. Posição de liquidez internacional.

passa de 13,9% do PIB para 20,7%. Ao mesmo tempo, a dívida externa líquida passa de 24,0% do produto para 8,4%. Ou seja, as reservas contribuem para diminuir a dívida externa líquida mas aumentam a dívida interna.⁸³ É um movimento de “troca” de dívidas que provoca um custo tão mais elevado quanto maior for a diferença entre a remuneração recebida pela aplicação das reservas e a remuneração paga pelos títulos públicos emitidos.

A primeira consequência de um nível elevado de reservas, o “seguro” contra turbulências, é referido por Gustavo Franco (1995, p.61): *“Do lado bom, o nível mais que confortável, e inédito, de reservas afastaria qualquer risco de dificuldades no plano cambial...”* e também por Albert Fishlow (1997, p.56): *“The real moral of the story is that adequate external reserves are necessary to sustain an anti-inflation program during its first fase”*. E mais adiante, no mesmo texto: *“Such holdings [as reservas internacionais] provide assurance against external shocks that might otherwise have a much greater impact”*.⁸⁴

Entendida dessa forma, a manutenção de um alto nível de reservas internacionais seria a contrapartida necessária a uma política econômica que aumenta a exposição do país a riscos na área cambial, acumulando déficits em conta corrente que precisam ser constantemente financiados pela entrada de recursos externos, seja através de investimentos diretos, empréstimos em moeda ou investimentos que busquem ganhos de curto prazo através do diferencial entre os juros internos e externos.

Mesmo o chamado “lado bom”, o argumento de que as reservas constituem um seguro de crédito, demonstrou-se problemático e pouco sólido ao longo do período que analisamos. O nível de reservas, mais que pelo seu valor absoluto ou sua proporção em

⁸³ Obviamente, nem toda a redução da dívida externa líquida pode ser atribuída ao aumento das reservas. Segundo Franco (1995, p.60) a média anual da variação das reservas foi bastante inferior à redução observada no lado externo, mas bastante próxima da variação da dívida interna líquida. No caso a redução da dívida externa, é importante observar que este é também o período da assinatura do acordo de renegociação da dívida.

⁸⁴ Trad: “A verdadeira moral da história é que reservas internacionais adequadas são necessárias para sustentar um programa anti-inflacionário durante sua primeira fase. (...) Essas reservas são uma garantia contra choques externos que de outra forma poderiam ter um impacto muito maior”.

relação ao PIB, deve ser avaliado em comparação com outras variáveis com ligação mais direta com o equilíbrio do setor externo do país. E deve ter sua “qualidade” avaliada. Reservas compostas majoritariamente por recursos de curto prazo podem ser problemáticas.

Uma referência comum é a comparação do volume de reservas internacionais com o gasto do país em importações de bens, mostrada na tabela 3.7. Desse ponto de vista, apenas o período inicial do real registrou números significativamente superiores à média observada desde 1992. Entre junho e setembro de 1994 o volume de reservas correspondeu a 18 meses de importações de bens. Mas a crise mexicana e o aumento das importações rapidamente trouxeram o volume de reservas para proporções em número de meses de importação muito próximos daqueles registrados nos anos imediatamente anteriores ao plano de estabilização, que situaram-se no intervalo entre 11 e 13, e depois recuaram para menos de 10 meses de importação durante a crise que precedeu a desvalorização cambial de janeiro de 1999.

Uma outra comparação relevante é entre o volume de reservas e o déficit em transações correntes. Os números da tabela abaixo são expressivos. Enquanto em 1994 as reservas representavam 23 vezes o déficit em transações correntes, no ano seguinte essa proporção cai para 2,9 vezes e segue diminuindo até atingir apenas 1,3 vezes em dezembro de 1998. Ou seja, o “seguro” representado pelas reservas foi se mostrando cada vez menos significativo ao longo do tempo, se comparado a indicadores do problema contra o qual ele deveria oferecer garantias.

Tabela 3.7 - Reservas internacionais, transações correntes e importações (1994-1998)

	Reservas ^{1/2}	Transações correntes ²	Reservas/DTC	Importações ²	Reservas/meses de importação
1994	38 806	-1.689	23,0	33.079	14,1
1995	51 840	-17.972	2,9	49.972	12,4
1996	60 110	-23.136	2,6	53.301	13,5
1997	52 173	-33.430	1,6	61.347	10,2
1998	44 556	-34.982	1,3	57.529	9,3

1. Posição de liquidez internacional, final de período; 2. Valores em US\$ milhões.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

Em segundo lugar, a tese de que as reservas se constituíam em um seguro contra turbulências externas é também questionada pela sua composição se dar basicamente a partir da entrada de capitais de curto prazo. Evidentemente, a eventualidade de ocorrência de uma crise financeira internacional que provoque uma saída de capitais inesperada faria com que as próprias reservas caíssem na mesma proporção. Ou seja, este seria um seguro que, na ocorrência do sinistro, rapidamente encolheria na mesma proporção da magnitude do desastre.⁸⁵

Nos três momentos mais importantes em que houve fuga de capitais durante o Plano Real pôde se verificar empiricamente a fragilidade do “seguro” representado pelas reservas internacionais. Na crise do México, em 1994/95, na crise da Ásia, no último trimestre de 1997 e após a moratória russa, em 1998, o volume de reservas não funcionou como proteção contra as fugas de capital e caíram em um ritmo muito rápido.⁸⁶ Nos dois primeiros casos, apenas uma grande elevação da taxa de juros conseguiu suspender a perda de moeda estrangeira e, em seguida, voltar a atrair recursos para recompor as reservas. Em 1998 mesmo o acordo com o FMI, que assegurou recursos da ordem de US\$ 40 bilhões, não interrompeu o movimento de fuga de capitais. Este somente foi detido após a

⁸⁵ Este argumento é apresentado por Batista Jr. (1996b, p.SF11).

⁸⁶ Fishlow (1997, p.56) reconhece que a flutuação das reservas pode ocorrer, dependendo do risco percebido internacionalmente, mas considera que um nível menor de reservas significaria uma crise ainda maior.

desvalorização cambial de janeiro.

A segunda consequência da manutenção de um nível elevado de reservas, o “lado ruim” do processo, o crescimento da dívida interna associado à esterilização, teria sido eliminado após a entrada em circulação do real. Segundo Franco (1995, p. 61):

“O lançamento do Real sustou o círculo vicioso ao explicitamente identificar a ‘bonança cambial’ como um problema e ao implementar, para seu enfrentamento, uma estratégia composta de diversos elementos. O primeiro, muito simples, decorreu de o Banco Central retirar-se do mercado de divisas e deixar de adquirir o ‘excesso’ de divisas”.

Entretanto, essa fase de livre flutuação durou pouco e o Banco Central voltou a intervir no mercado de câmbio para impedir a continuidade da apreciação do real. E, após a crise mexicana, adotou explicitamente o sistema de bandas, que obrigava o BC a atuar para manter os limites de variação da taxa de câmbio. As reservas declinaram no período que vai de dezembro de 1994 a abril de 1995 e em seguida aumentaram continuamente até a eclosão da crise asiática em meados de 1997, quando ultrapassaram o valor de US\$ 60 bilhões e Banco Central continuou emitindo títulos para esterilizar os efeitos expansionistas das operações do setor externo.⁸⁷

Tanto Gustavo Franco quanto Albert Fishlow, defensores da tese de que as reservas seriam um seguro contra crises externas, reconhecem que a manutenção das reservas internacionais possui um alto custo fiscal para o país. Franco (1995, p. 61), citando um estudo do Banco Mundial estima esse custo em cerca de 0,45% do PIB em média para os anos 1992-1994.⁸⁸ Fishlow (1997, p. 56) estima esse custo anual em um valor entre cinco e seis bilhões de dólares para 1996, quando as reservas estiveram um pouco abaixo de US\$ 60 bilhões. Batista Jr. (1996b, p. SF10) chama a atenção para o diferencial entre os juros

⁸⁷ Para uma descrição detalhada do período 1995-96, ver Llussá (1997).

⁸⁸ O trecho do estudo do Banco Mundial é citado por Franco: “a estratégia de acumulação de reservas a fim de evitar uma apreciação real determinada pelo mercado pode ser cara”. Também segundo Franco (1995, p.61), os custos de acumulação das reservas seriam “computados a partir dos custos de esterilização, ou seja, dos juros pagos pelos títulos públicos, deduzidos os rendimentos auferidos pelas reservas internacionais. Cf. *The World Bank* (1994, tabela 3.9, p. 69).”

externos e internos, adicionando o argumento de que a “troca” de dívida externa por dívida interna implica a deterioração dos prazos médios do endividamento público, pois a dívida mobiliária possui prazos bem mais curtos que a dívida externa.⁸⁹

As tabelas 3.8 e 3.9 mostram um cálculo aproximado do custo de acumulação das reservas internacionais durante o período 1994-1998. São utilizados dois cenários para se estimar o custo fiscal: em um primeiro cenário supôs-se que o total das reservas internacionais pode ser incluído no cálculo e em um segundo cenário adotou-se um critério arbitrário de usar como referência apenas as reservas que excedem os 25 bilhões de dólares.⁹⁰ Duas referências foram usadas para se chegar a esse número: primeiro, este é o valor aproximado das reservas no final de 1993, quando as taxas de juros ainda não tinham sido elevadas aos níveis que vigoraram de 1994 em diante e, segundo, este é o valor aproximado das reservas internacionais líquidas, após a desvalorização cambial de janeiro de 1999.⁹¹ Sem deixar de ser arbitrário por isso, a coincidência desses valores é usada como referência.

⁸⁹ A existência de características muito distintas entre os ativos e os passivos acumulados é uma das principais deficiências de se usar o conceito de dívida líquida. Esse exemplo deixa claro que a existência de grandes diferenças nas taxas de juros e nos prazos de vencimento dos ativos e passivos financeiros mantidos pelo setor público, embora no curto prazo mantenham o mesmo volume de dívida líquida, podem ter um efeito completamente diferente no médio e longo prazo.

⁹⁰ Celso Pinto (2000) discute a questão do tamanho ideal das reservas internacionais e do seu custo fiscal, mas não apresenta parâmetros para esclarecer o problema.

⁹¹ As reservas líquidas são encontradas descontando do valor bruto das reservas a parcela representada pelo empréstimo do FMI do final de 1998, e que, segundo acordo assinado com o Fundo, não pode ser usada pelo BC para intervir no mercado de câmbio.

Tabela 3.8 - Custo aproximado de manutenção das reservas internacionais

	1994	1995	1996	1997	1998
Média mensal das reservas	40,49	41,93	58,66	57,31	57,46
Juros externos(anuais)	4,20%	5,84%	5,30%	5,53%	5,26%
Câmbio (R\$/US\$)	0,85	0,97	1,04	1,12	1,21
Rendimento das Reservas (R\$ bilhões)	1,45	2,52	3,23	3,55	3,66
Juros reais internos	24,17%	33,37%	16,53%	16,09%	26,64%
Rendimento dos títulos públicos equivalentes	8,32	13,49	9,98	10,40	19,08
Custo das reservas (R\$ bilhões)	6,87	10,97	6,75	6,85	15,42
Custo das reservas como percentual do PIB	1,97%	1,70%	0,87%	0,79%	1,71%

Obs.: Reservas em bilhões de US dólares; Juros: Federal Funds (EUA), fim de período; Câmbio: fim de período; Juros internos: taxa Over/Selic anual, deflacionada pelo IGP-DI; PIB: preços de mercado.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil e Revista *Conjuntura Econômica*.

Para se chegar aos valores mostrados na tabela foram feitas várias simplificações. Em primeiro lugar, supôs-se que o total de divisas estrangeiras mantidas como reservas internacionais rendem juros iguais à taxa básica do *Federal Reserve*, assumindo-se também que a taxa para os *Federal Funds* observada no final do período é igual à taxa média do período. Foi assumido também que o total das reservas é internalizado e em seguida esterilizado pela colocação de títulos públicos com rendimento igual à taxa Over/Selic.

Os números obtidos para o custo do total das reservas estão bem acima dos 0,45% do PIB anuais estimados pelo Banco Mundial e citados por Franco (1995, p.61), mas bastante próximos do intervalo entre cinco e seis bilhões de dólares anuais estimados por Fishlow (1997, p.56) para os anos de 1994, 1996 e 1997, embora bastante superiores para os anos de 1995 e 1998.

Para os cinco anos analisados, o custo total (acumulado) da manutenção das reservas teria ultrapassado a média de 1,41% do PIB ao ano, somando cerca de 76 bilhões

de reais, o que corresponde a 8,43% do PIB do ano de 1998.⁹² Tomado isoladamente e comparado com a evolução do endividamento líquido entre 1993 e 1998, este valor corresponde a mais de 80% da variação observada. Dadas as simplificações introduzidas para facilitar o cálculo, este número não tem pretensão de exatidão, apenas visa a traduzir aproximadamente a contribuição do custo de acumulação das reservas internacionais para o crescimento da dívida pública nesse período.

Tabela 3.9 - Custo de manutenção das reservas (2)

	1994	1995	1996	1997	1998
Média mensal das reservas (acima de US\$ 25 bilhões)	15,49	16,68	33,07	32,69	34,20
Rendimento das Reservas excedentes (R\$ bilhões)	0,55	0,94	1,82	2,02	2,18
Rendimento dos títulos públicos equivalentes	3,18	5,40	5,68	5,89	11,02
Custo	2,63	4,45	3,86	3,87	8,85
Custo como percentual do PIB	0,75%	0,69%	0,50%	0,45%	0,98%

Elaboração própria. Ver notas da tabela anterior.

Um cálculo alternativo foi efetuado considerando-se que apenas as reservas que excedem os US\$ 25 bilhões implicariam um tipo discricionário de custo fiscal, pois valores abaixo desse montante representariam diminuição da credibilidade do país, além de ser compatível com situações onde o déficit em transações correntes do país é menor e a necessidade de atração de capitais de curto prazo para financiá-lo também.

Mesmo nesse caso o custo considerado ainda seria razoavelmente superior ao custo de 0,45% do PIB estimado pelo Banco Mundial, pois estaria na média em 0,67% do PIB entre 1994 e 1998. Apenas em 1996 e 1997, quando a taxa de juros real esteve significativamente mais baixa que nos demais anos, o custo encontrado seria similar ao estimado pelo Banco Mundial. Comparando-se com a estimativa de Fishlow, de cinco a

⁹² Os números acumulados foram obtidos a partir da soma do custo a cada ano, adicionado-se, além disso, a taxa Over/Selic nominal ao resultado do período t-1.

seis bilhões de dólares de custo anual das reservas, apenas 1998 alcançaria um valor superior ao previsto, com os demais anos apresentando resultados bastante inferiores.

Os valores encontrados quando se considera apenas a parcela das reservas que excede os US\$ 25 bilhões são significativamente menores do que aqueles encontrados quando se considera o total. Continuam a ser, entretanto, valores muito expressivos. Alcançam um total de 37,39 bilhões de dólares acumulados durante os cinco anos, o que representa 4,15% do PIB de 1998. Comparados com a evolução do endividamento líquido do setor público entre o final de 1993 e o final de 1998, representam mais de 40% da variação da dívida como percentual do produto.

3.3 - Os custos fiscais do Proer

O custo fiscal do Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), foi um dos temas que mais polêmica despertou durante os últimos anos.⁹³ Nesta seção, analisaremos como a liberação de empréstimos para viabilizar que instituições financeiras sadias assumissem o controle de sete bancos com desequilíbrio patrimonial, bem como a concessão de incentivos fiscais para essas operações, resultam em custo fiscal expressivo para o tesouro nacional e, portanto, impactaram ou tendem a impactar a dívida líquida do setor público.⁹⁴

Outro elemento importante da reestruturação bancária no Brasil é o processo de reorganização dos bancos públicos, incluindo a liquidação ou privatização de inúmeros

⁹³ Inicialmente o Banco Central negou que o Proer apresentasse custo fiscal, argumentando que os recursos viriam dos depósitos compulsórios mantidos pelos próprios bancos junto ao BC, mas em seguida passou a admiti-los (ver *Folha de São Paulo*, 27/abr/96, p.1-12). Posteriormente José Serra, então ministro do planejamento, defendeu a inclusão dos custos relativos ao diferencial de juros e aos incentivos fiscais no orçamento (ver *Folha de São Paulo*, 13/mar/96, p.1-4), o que não chegou a ser feito.

⁹⁴ Para uma análise do problema das crises bancárias, ver HUERTA, Juan Amieva y GONZÁLEZ, Bernardo Urriza. *Crisis bancárias: causas, costos, duración, efectos y opciones de política*. Santiago de Chile: Cepal, División Desarrollo Económico, janeiro de 2000. Para a análise do caso brasileiro, que desembocou no Proer, há duas versões de Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1996 e 1997). Ver também MENDONÇA DE BARROS, J. R., LOYOLA, G. E BOGDANSKI, J. Reestruturação do setor financeiro. Brasília: Ministério da Fazenda - Secretaria de Política Econômica, jan. 1998, 10p. In: www.fazenda.gov.br. Referências podem ser encontradas em Franco (1999), Sáinz y Calcagno (1999) e Oliveira (1996).

bancos estaduais. Entretanto, uma vez que esta reorganização se deu no âmbito dos acordos de renegociação das dívidas dos governos estaduais e do Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Público Estadual), não houve impacto negativo sobre o endividamento líquido do setor público.⁹⁵

A quantificação precisa do impacto do Proer é impossibilitada por duas ordens de problemas: primeiro, pela manutenção das operações no âmbito do Proer sob a proteção do sigilo bancário, o que impede que sejam conhecidos detalhes imprescindíveis para esse cálculo; em segundo lugar, porque as operações envolvem processos ainda em curso e com variáveis não definidas *a priori*, como taxas de juros flutuantes, execução de garantias, recuperação de créditos duvidosos e patrimônio dos controladores dos bancos transferidos.

Apesar dessas dificuldades e imprecisões, não é possível negar que as operações no âmbito do Proer responderam por uma parcela significativa do aumento da dívida pública mobiliária federal no período de sua vigência. Amparado por este programa, o Banco Central liberou empréstimos em valor total superior a 20,0 bilhões de reais entre novembro de 1995, quando foi criado, e novembro de 1997, volume de recursos que teve de ser esterilizado pelo BC, emitindo títulos remunerados pelas taxas de mercado praticadas no período.⁹⁶

Os custos fiscais do Proer, como dissemos acima, podem ser apenas aproximados, não calculados precisamente. Os três elementos básicos desse custo são: (i) a renúncia

⁹⁵ “O refinanciamento proposto não implica custos fiscais para o setor público como um todo. Por um lado o Tesouro concede empréstimos a taxas de juros menores que as taxas pagas sobre a própria dívida, incorrendo, portanto, em um custo maior. Por outro lado, os Estados deixam de se financiar a taxas de mercado, e passam a fazê-lo à taxa do empréstimo federal, que é menor. O efeito líquido é positivo para o setor público, que pagará menos juros, reduzindo portanto o déficit operacional”. *Créditos suplementares ao Orçamento Geral da União: reestruturação de dívidas e saneamento dos bancos estaduais*. In: www.fazenda.gov.br/portugues/ajuste/ajnota1, citado por SÁINZ Y CALCAGNO (1999).

⁹⁶ Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1996) colocam objeções quanto a calcular-se o custo do Proer como se o BC fosse obrigado a neutralizar com a venda de títulos de sua emissão o mesmo valor liberado como empréstimo para as instituições financeiras. O argumento é de que os empréstimos podem substituir uma operação de redesconto prévia ou pode não ser esterilizado, dependendo de outros fatores que influenciam a base monetária. Assim, o subsídio implícito deveria ser calculado tendo em vista o custo médio de captação do BC e não a taxa Over/Selic, referência para a remuneração dos títulos do BC.

fiscal oferecida aos compradores dos bancos problemáticos, que podem compensar em exercícios posteriores, como ágio, a diferença entre o valor patrimonial e o valor pago, além de poderem considerar como perdas os créditos duvidosos dos bancos adquiridos; (ii) os subsídios implícitos no diferencial de juros entre as taxas cobradas pelo BC (inicialmente igual à remuneração dos títulos dados em garantia acrescidos de 2% ao ano) e as taxas que a autoridade monetária deve pagar para esterilizar os efeitos expansionistas do empréstimo e (iii) os possíveis prejuízos decorrentes da necessidade de execução das garantias para reaver os empréstimos, uma vez que o Banco Central assumia a chamada “parte podre” dos bancos transferidos e os prejuízos podem ser de valores superiores aos inicialmente previstos.

A grande maioria dos títulos recebidos pelo Banco Central como garantia foram papéis adquiridos com elevado deságio no mercado (créditos do FCVS, títulos da dívida externa, títulos da dívida agrária etc.), deságio esse que oscilava entre 40% e 60%. Como o BC recebeu esses títulos em valor nominal equivalente a 120% do valor liberado, a execução total das garantias significaria uma recuperação de 48% (40% de 120%) a 72% (60% de 120%) do empréstimo liberado.⁹⁷

A tabela 3.10 mostra a situação dos empréstimos do Proer no final de 1997. A manutenção dos títulos recebidos como garantia em carteira e seu resgate junto ao tesouro apenas quando de seu vencimento é uma alternativa para o BC não ser obrigado a vender as garantias com deságio. Nesse caso, o custo deve ser comparado à manutenção em circulação de papéis remunerados pela taxa de mercado, no valor equivalente ao que o BC poderia resgatar com a venda dos títulos “podres” com deságio. Como os papéis dados como garantia possuem também prazo de vencimento em geral bastante longo, de até 30 anos, somente a evolução da taxa de juros ao longo desse período permitirá que se calcule

⁹⁷ Ver Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1996 e 1997).

qual das alternativas é mais vantajosa para o tesouro nacional, que em última instância deve arcar com os custos incorridos.

Tabela 3.10 - Valores liberados e recuperados pelo Proer

Item	R\$ bilhões
Total emprestado aos bancos (nov/95 a dez/97)	21,0
Total recuperado em dinheiro	1,2
Garantias já tomadas pelo Banco Central	13,2
Valor ainda não pago	6,6
Juros sobre os empréstimos	3,1
Dívida restante (valor a ser pago mais juros)	9,7

Fonte: Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, citados pela *Folha de São Paulo* de 20/Jan/98, p.1-4 (valores de dezembro de 1997).

No caso de o BC optar por executar todas as garantias do que ainda resta a receber, incluindo as garantias já tomadas, os juros e os valores ainda não quitados, haveria um custo de aproximadamente 9 bilhões de reais. Chega-se a este valor supondo-se que as garantias possam ser executadas a um valor médio de 50% de seu valor de face. Como este corresponde a 120% do valor nominal dos empréstimos concedidos, haveria um prejuízo para o BC de cerca de 40% sobre os valores repassados às instituições financeiras.

Esse cálculo não está, entretanto, incorporado às estatísticas da dívida líquida do setor público, pois no balanço do Banco Central os títulos recebidos como garantia das operações do Proer aparecem com seu valor de face. Somente no caso da execução das garantias surgiria este diferencial. Portanto, para a análise dos dados contabilizados até o final de 1998 não há nenhuma contribuição deste provável prejuízo do BC.

Os subsídios implícitos no diferencial entre os juros cobrados nos empréstimos e os juros pagos pelo Banco Central dependem da evolução da taxa de juros até o momento em que os empréstimos sejam quitados ou que o BC execute as garantias recebidas. Este custo é incorporado anualmente ao cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público através do resultado do Banco Central.

Como não são conhecidos os detalhes das operações realizadas, somente com base

em uma série de simplificações e suposições “razoáveis” é possível chegar a um cálculo aproximado do custo do diferencial de juros. Aqui repete-se o caso em que há substituição de um tipo de dívida por outro, sem que haja impacto imediato no estoque da dívida líquida mas com impacto nos fluxos. Como os dois tipos de dívida possuem taxas de juros, prazos e liquidez muito diferenciados, ao longo do tempo a operação resulta em prejuízo para o setor público.

Tabela 3.11 - Diferencial de juros das operações do Proer

Operação	Valor (R\$ milhões)	Data	TR+2%a.a. ¹	Selic ¹	Diferença (R\$ milhões)
Nacional-Unibanco	5.898	11/11/95	39,60%	110,41%	- 4.177
Econômico-Excel	6.578	30/04/96	31,72%	86,89%	- 3.629
Mercantil-Rural	0.413	31/05/96	30,73%	83,21%	- 0.217
Banorte-Bandeirantes	1.256	17/06/96	29,73%	79,65%	- 0.627
Martinelli-Pontual	0.185	23/08/96	27,74%	72,84%	- 0.083
Antônio de Queiroz-United	0.112	30/08/96	27,74%	72,84%	- 0.051
Bamerindus-HSBC	5.868	02/04/97	19,08%	50,36%	- 1.835
Valor recuperado em dinheiro ²	1.200	11/97	11,56%	32,61	253
Total					- 10.366

Fonte: *Folha de São Paulo*, p.1-8, 28 de Junho de 1997, Retrospectiva Andima (1997) e *Conjuntura Econômica*.

1. Variação da taxa até 31/12/98, considerando-se como início do período o primeiro mês após a data da operação.

2. Considerado o valor de 1,2 bilhões de reais recuperado em dinheiro em novembro de 1997 (ver tabela 3.10).

Para se proceder a esse cálculo aproximado, são assumidas as seguintes condições:

a) O Banco Central esteriliza com títulos de sua emissão o total dos empréstimos realizados, títulos estes remunerados pela taxa Over/Selic;⁹⁸

b) O conjunto das garantias é formada por títulos remunerados pela TR. Esta assunção é razoável sabendo-se que a grande maioria dos títulos dados em garantia são créditos do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS);

c) Até dezembro de 1998 o BC optou por manter em carteira os títulos recebidos em garantia;

⁹⁸ Apesar das objeções registradas na nota 97, optamos por assumir esta hipótese. Isto faz com que o valor obtido seja muito maior do que aqueles obtidos por Mendonça de Barros e Almeida Jr.(1996, p.15). Para o período novembro/1995-junho/1996, o valor apurado por eles seria de 292 milhões de reais. Partindo das condições usados na tabela 3.3.2, chegaríamos a um valor de R\$ 730 milhões para o mesmo período.

d) Do total de recursos liberados por meio do Proer apenas 1,2 bilhões de reais foram recuperados em dinheiro até o final de 1997 (único dado disponível).

Os cálculos, embora aproximados, permitem avaliar a ordem de grandeza dos custos incorridos do início do Proer até o final de 1998, custos esses que devem ter sido incorporados aos cálculos da necessidade de financiamento do setor público através do balanço do Banco Central e que representam ou um pouco mais de 10% da variação da dívida como proporção do produto a partir de 1994.

Os prováveis custos fiscais relativos à execução das garantias recebidas somente poderão ser calculados uma vez conhecidas a parcela a ser executada, sua composição efetiva, a variação dos seus índices de remuneração até a data da execução e o deságio desses títulos no mercado. Tomando-se como referência os cálculos de Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1996), é lícito supor que esse custo pode chegar a valores entre 0,8% e 1,5% do PIB para o caso de execução de 100% das garantias.⁹⁹

Em síntese, embora não tenhamos elementos para calcular com maior precisão os custos fiscais do Proer, eles existem e uma parte deles já deve estar incorporada ao cálculo das necessidades de financiamento do setor público. Baseando-se em várias simplificações, chega-se a um custo, até o final de 1998, de cerca de 10 bilhões de reais. O cálculo preciso e final desse custo depende da conclusão de todas operações originadas no âmbito do Proer.

3.4 - As privatizações

Nesta seção, busca-se analisar como as privatizações influenciaram a evolução do endividamento líquido do setor público entre 1994 e 1998. Apresentamos o impacto das privatizações e, em seguida, o comparamos ao reconhecimento de dívidas anteriormente

⁹⁹ Para um valor (de junho de 96) de 13,79 bilhões de reais, ou cerca de 70% do total das liberações do Proer, é apresentado um custo que poderia variar entre 0,54% e 1,00% do PIB (MENDONÇA DE BARROS E ALMEIDA JR., 1996, p.16).

não explicitadas (os “esqueletos”).

As privatizações em larga escala foram colocadas na agenda da política econômica brasileira pelo governo federal eleito em 1989. Embora seja controversa qual teria sido a motivação básica pela qual o governo Collor tentou impulsionar um amplo programa de privatizações (PINHEIRO, 1999), reconhece-se em geral que, além de motivações ideológicas,¹⁰⁰ sem dúvida presentes, as motivações de caráter fiscal prevaleceram. Desde o lançamento do PND (Programa Nacional de Desestatização - Lei 8.031/1990) houve uma preocupação fundamental com o impacto fiscal das privatizações, expresso na forma de redução da dívida pública.

O PND anunciou como seus principais objetivos:

- a) mudança do papel do Estado;
- b) redução da dívida pública;
- c) retomado dos investimentos nas empresas desestatizadas;
- d) aumento da qualidade de bens e serviços ofertados à população; e
- e) fortalecimento do mercado acionário.¹⁰¹

Além dessa orientação explícita no caso do governo federal, foi adotada uma série de medidas em relação aos governos estaduais que tiveram o efeito de estimular as privatizações nesse âmbito. Em particular, nos principais contratos de renegociação das dívidas estaduais foram impostas condições que praticamente obrigavam os estados a vender, ou transferir para a União para privatização posterior, ativos em valores muito expressivos, como condição para a obtenção de condições mais favoráveis para o contrato de refinanciamento. Os recursos do BNDES também foram usados como incentivo à

¹⁰⁰ O viés ideológico é perceptível por exemplo no primeiro objetivo arrolado para o PND. Na *Carta do Ibre da Conjuntura Econômica* de julho de 1999, pode-se ler: “O primeiro item [o ordenamento estratégico do Estado] deriva da constatação de que o Estado é um gestor *intrinsecamente* deficiente quando comparado à iniciativa privada” (sem grifo no original).

¹⁰¹ BNDES, 1998 (www.bndes.gov.br/pndnew/target.htm, em 04/10/1998).

privatização, com a concessão de empréstimos a título de antecipação de receitas de futuras vendas de ativos.

A relevância do aspecto fiscal na implementação das privatizações não impede que se reconheça que, nos últimos anos, nenhum fator foi mais importante para a expansão das privatizações que sua capacidade de atrair capitais externos. De acordo com Pinheiro (1999):

“Mas, de todos os fatores que contribuíram para a expansão da privatização no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso, o mais importante foi provavelmente o papel que a privatização desempenhou na sustentação do Plano Real. Com as grandes vendas de 1997-1998, o Brasil foi capaz de atrair elevados montantes de investimento direto estrangeiro, que ajudaram a financiar os altos déficits em conta corrente, e de evitar a explosão da dívida pública, a despeito dos crescentes déficits públicos registrados desde 1995. (...) Além disso, os investimentos diretos estrangeiros associados à privatização em 1996-1998 foram equivalentes em média a 14,7% do déficit em conta corrente do país. Vale dizer, a privatização assumiu um papel macroeconômico relevante a partir de 1996.”

O mesmo papel das privatizações para a sustentação do Plano Real, e no financiamento do déficit em conta corrente em particular, é destacada, com números ainda mais expressivos, também pela *Carta do Ibre* (1999):

“É de se notar, também, a importância dos fluxos externos associados às privatizações para o financiamento de nosso déficit em conta corrente. Entre 1995 e 1998, tais fluxos acumularam a quantia de US\$ 42 bilhões, o que corresponde a 38% do déficit em conta corrente verificado no período”.¹⁰²

Embora as privatizações tenham efetivamente representado esse papel relevante do ponto de vista do financiamento dos desequilíbrios do setor externo da economia, defensores ideológicos desse processo avaliam seu impacto nas contas do setor público brasileiro como pouco relevante. A mesma *Carta do Ibre* registra:

“Em vista disso o objetivo “b” - de se utilizarem as receitas de privatização para reduzir a dívida pública - também foi prejudicado. (...) É inescapável, portanto, a conclusão de que

¹⁰² Carta do Ibre. Competição é a chave. *Conjuntura Econômica*, julho de 1999, p. 3-5.

as receitas de privatização foram, em sua maior parte, estioladas no financiamento de despesas de custeio da máquina administrativa, em benefícios previdenciários e em juros da dívida pública. (...) Obviamente, em defesa das autoridades, deve ser dito que, na ausência das privatizações, a situação de endividamento do setor público seria ainda mais preocupante”.¹⁰³

A tabela a seguir mostra que, qualquer que tenha sido o destino dado aos recursos arrecadados com as privatizações, não há como não considerá-los expressivos. Entre receitas auferidas e abatimento de dívidas o governo federal e os estados somaram 75,68 bilhões de dólares entre 1994 e 1998, valor equivalente a 9,7% do PIB de 1998 e com potencial de provocar uma mudança fundamental da situação financeira do setor público

Tabela 3.12 - Resultado das privatizações federais e estaduais (1994-1998)

Ano	Resultado (US\$ milhões)	Federal	Estadual	Total	% PIB
1994	Receitas	1.966		1.966	
	Dívida Transferida	349		349	
	Total	2.315	-	2.315	0,43%
1995	Receitas	1.004		1.004	
	Dívida Transferida	624		624	
	Total	1.628	-	1.628	0,23%
1996	Receitas	4.080	1.406	5.486	
	Dívida Transferida	670	364	1.034	
	Total	4.750	1.770	6.520	0,84%
1997	Receitas	8.999	13.617	22.616	
	Dívida Transferida	3.559	1.499	5.058	
	Total	12.558	15.116	27.674	3,44%
1998	Receitas	23.479	7.497	30.976	
	Dívida Transferida	3.207	3.360	6.567	
	Total	26.686	10.857	37.543	4,83%
Acumulado	Receitas	39.528	22.520	62.048	
	Dívida Transferida	8.409	5.223	13.632	
	Total	47.937	27.743	75.680	

Fonte: Elaborado a partir de dados do BNDES, citados por Pinheiro (1999). Valor das vendas realizadas, não correspondendo a valores efetivamente recebidos.

O impacto das privatizações na evolução da dívida depende de uma série de condições. De acordo com Passanezi Filho (1997), esse impacto pode se dar de diferentes formas, dependendo dos possíveis usos dos recursos da privatização. Se usados para fluxos

¹⁰³ Ibidem.

(consumo, pagamento de encargos sobre a dívida ou diminuição de impostos), equivaleria ao adiamento de medidas que efetivamente alterem a trajetória de acumulação da dívida. No caso de se usar os recursos de privatização para investimentos, a variável chave para se avaliar o impacto fiscal seria o retorno do investimento financiado.

Ainda que usados integralmente para abatimento da dívida, recursos de privatização podem ter efeitos apenas temporários sobre a mesma, reduzindo a relação dívida/PIB mas não alterando sua trajetória de crescimento. Segundo Passanezi, as privatizações poderiam alterar positivamente a dinâmica da dívida apenas se forem instrumento para: a) reduzir o déficit fiscal primário; b) reduzir a taxa de juros real paga sobre o estoque da dívida ou c) aumentar a taxa de crescimento do PIB.

Uma análise das privatizações com foco nesses três aspectos levantados por Passanezi está além dos objetivos e possibilidades desse trabalho, mas certamente seria fundamental para uma avaliação dos seus efeitos de longo prazo sobre as contas públicas brasileiras e é certamente uma tarefa que se coloca para os próximos anos, dado que esse processo é não apenas recente mas ainda se encontra em curso.¹⁰⁴

Do total de recursos efetivamente recebidos pelo governo federal como receitas de privatização entre 1994 e 1998 (21,1 bilhões de reais), 84,9% foram utilizados para abater dívidas. Além disso, foram transferidos para os compradores 13,6 bilhões de dólares em dívidas no mesmo período, incluindo os níveis federal e estadual.¹⁰⁵ O fato desses recursos não terem sido suficientes para impedir o crescimento da razão dívida líquida/PIB apenas confirma o peso que os outros fatores analisados vêm tendo para aumentá-la. Apenas para efeito de comparação, esse montante possui valor inferior aos gastos do governo federal

¹⁰⁴ O trabalho de Passanezi (1997) conclui que as privatizações no âmbito do PND entre 1990 e 1993 teriam provavelmente um impacto fiscal intertemporal positivo, mas de montante reduzido, pelo menos na maioria dos cenários por ele considerados. A importância das privatizações realizadas nesse período é, entretanto, incomparável com as realizadas no período 1994-1998.

¹⁰⁵ Dados da Secretaria do Tesouro Nacional (citados por PÊGO FILHO, LIMA E PEREIRA) e do BNDES. Os dados de recebimento pelos governos estaduais não estão disponíveis.

com juros reais apenas no ano de 1998, que ultrapassaram os 53,8 bilhões de reais.

No caso dos efeitos de curto prazo das privatizações sobre o estoque da dívida pública, é preciso reconhecer o óbvio: esses recursos se constituíram ou em fonte de financiamento dos gastos governamentais ou foram usados no abatimento da dívida. Nesse sentido, ainda que as privatizações tivessem contribuído para piorar o resultado primário do setor público nos últimos cinco anos - o que não é completamente improvável, dado que a maioria das empresas vendidas era lucrativa - certamente o estoque da dívida líquida seria muito maior na ausência das privatizações.¹⁰⁶ Ou seja, as privatizações contribuíram, se não para a diminuição, certamente para um menor crescimento da relação dívida/PIB.

Um outro item significativo nas estatísticas de dívida pública divulgadas pelo Banco Central a partir de 1996 foi a incorporação do conceito de dívida fiscal líquida, que não contabiliza os ajustes patrimoniais registrados durante o período. O item denominado “ajuste patrimonial” corresponde, segundo o Boletim do Banco Central, a uma série de correções feitas de modo a incorporar à dívida líquida variações não registradas nos fluxos nominais das necessidades de financiamento do setor público.¹⁰⁷

Efetivamente, embora não se constitua em um novo conceito de déficit, o cálculo do impacto dos ajustes patrimoniais no endividamento líquido total permite avaliar em separado o papel importante que dois fatores vêm tendo na evolução da dívida pública: as

¹⁰⁶ A possibilidade dos recursos de privatizações terem se constituído em elemento “facilitador” do aumento do gasto público é muito diminuída pelo fato de, no caso dos governos estaduais, as privatizações estarem em grande medida “amarradas” aos contratos de renegociação de dívidas com o governo federal. No âmbito do governo federal, que não está sujeito a limites de endividamento, parece lícito supor que despesas porventura pagas com recursos de privatização poderiam, na ausência desses recursos, ser igualmente pagas com endividamento via emissão de títulos do Tesouro. A hipótese de que um maior endividamento mobiliário do governo federal levaria a aumento da taxa de juros não é comprovada pelos dados do período recente. Os juros pagos pelo governo têm oscilado a partir de outros condicionantes (ver seção 3.2).

¹⁰⁷ Segundo o Banco Central: “Computa a emissão de títulos relativa ao aporte de capital do Banco do Brasil, a redução das aplicações do fundo de reserva monetária devido à decisão judicial envolvendo as liquidações dos bancos Comind e Auxiliar, a securitização de dívidas, a utilização de moedas de privatização no PND, renegociação de dívidas de Itaipu e Eletronorte junto ao SFN, recebimento dos valores referentes às privatizações, a inclusão de fundos constitucionais, além da diferença na dívida externa, pela conversão dos saldos, pela taxa de câmbio de final de período, e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês” (*Boletim do Banco Central do Brasil*, maio de 1999).

privatizações o reconhecimento dos chamados “esqueletos”.

Tomando-se a dívida líquida do setor público como divulgada pelo Banco Central no final de 1998, o item “ajuste patrimonial” (ou “esqueletos”) acumulara um impacto de 4,3% do PIB sobre o estoque do endividamento público, com base em dezembro de 1995. As privatizações produziram um impacto de 3,4% do PIB. Ou seja, o efeito combinado desses dois itens foi um aumento líquido da dívida em 0,9% do PIB em três anos.¹⁰⁸ A contribuição das receitas de privatização para a redução da dívida é mais que compensada pelo reconhecimento de passivos anteriores até então não considerados como parte das necessidades de financiamento.

¹⁰⁸ *Boletim do Banco Central do Brasil*, Maio de 1999. Para uma discussão detalhada do impacto das privatizações e dos chamados esqueletos, ver Pêgo Filho, Lima e Pereira (1999).

Conclusões

Este trabalho procurou mostrar como a estratégia seguida para a estabilização monetária no Brasil, implementada a partir de meados de 1993, resultou em um rápido e expressivo crescimento do endividamento público entre 1994 e 1998.

Inicialmente, procurou-se descrever o contexto político e econômico de formulação do Plano Real, visando a reconstruir-se as condições que determinaram a escolha e propiciaram o sucesso da estratégia de estabilização baseada em âncora cambial. Apontou-se que a estratégia adotada correspondia a um novo contexto político nacional e seguia em grande parte experiências de combate à inflação em outros países, sobretudo latino-americanos. Em seguida, apresentou-se um breve resumo das principais características da política econômica adotada.

O segundo capítulo tratou de alguns problemas conceituais envolvendo a questão da dívida pública, notadamente o tema da transferência do ônus da dívida pública entre as gerações. Procurou-se ainda localizar na formulação do plano de estabilização as concepções predominantes em se tratando da relação entre controle do déficit e da dívida pública e estabilização monetária. Constatou-se que prevaleceu uma concepção ortodoxa que advoga uma relação direta de causalidade entre déficit público e inflação. Viu-se também que o estoque de endividamento público era considerado um elemento secundário naquele momento. Finalmente, definiram-se brevemente os conceitos de déficit e medidas de dívida pública mais usados ao longo do capítulo seguinte da dissertação.

O capítulo 3 procurou mostrar como quatro fatores fundamentais influenciaram a evolução do endividamento público no período 1994-1998. O déficit primário do setor público; os gastos com juros reais, destacando-se o custo de acumulação de volumes significativos de reservas internacionais; o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, o Proer; e o amplo processo de

privatizações realizado no período são analisados como possíveis causadores de impactos significativos no endividamento público.

Conclui-se que, devido às características da política econômica adotada com o objetivo de alcançar a estabilidade monetária, os gastos com juros foram a principal fonte de crescimento da dívida líquida do setor público durante o período 1994-1998.

O resultado primário do setor público consolidado nesse período variou entre um superávit de 5,1% do PIB, alcançado em 1994, e um déficit de 1,02% do PIB, verificado em 1997. Na média do período o resultado primário foi superavitário, não representando pressão adicional sobre o endividamento. Apenas os governos estaduais e municipais apresentam resultado médio deficitário, ao contrário do governo central e das empresas estatais, que apresentam resultado superavitário.

Outra conclusão do trabalho no que se refere aos resultados primários é que, no caso do governo central, embora possa se verificar aumento dos gastos com pessoal e encargos sociais e com benefícios da previdência social, estes aumentos são menos expressivos do que em geral se supõe, não possuindo o potencial de contribuição ao endividamento público difundido pelos responsáveis pela política econômica.

Os gastos com juros reais representaram em média 4,73% do PIB durante o período analisado, variando entre um mínimo de 3,31% do PIB em 1997 e um máximo de 7,51% do PIB em 1998. O maior responsável por esses gastos, e de maneira crescente, foi o governo central. As empresas estatais responderam pela menor e decrescente parte, observando-se uma certa estabilidade no que se refere aos governos estaduais e municipais.

A principal razão encontrada para essa gigantesca despesa com juros reais foi a necessidade de manutenção de altas taxas de juros durante todo esse período visando à preservação da âncora cambial como fundamento da estabilidade de preços alcançada. Como essa política produziu uma acentuada sobrevalorização cambial logo nos primeiros

meses após a entrada em circulação da nova moeda, produziu-se um crescente desequilíbrio nas transações correntes do Brasil com o restante do mundo. Neste contexto, a alta taxa de juros viabilizava a atração de capitais para financiar esse déficit em conta corrente e a manutenção de reservas internacionais elevadas, entendidas como necessário “seguro” contra possíveis movimentos de fuga de capitais.

Os custos de acumulação dessas reservas foram elevados, respondendo por uma parcela expressiva da elevação da razão dívida/PIB no período. Concluiu-se também que, apesar do alto custo, as reservas não se revelaram eficazes como “seguro” no momento em que uma fuga de capitais forçou o governo a mudar a política cambial.

Quanto ao Proer, revelou-se difícil avaliar com precisão sua contribuição para o aumento do endividamento, mas pode-se concluir que ele possui um custo fiscal não desprezível.

As privatizações representaram uma fonte de recursos muito expressiva no período, mas não o suficiente para cumprir o papel de conter o crescimento da razão dívida/PIB. A incorporação dos chamados “esqueletos” mais que compensou o impacto das privatizações no sentido de abater a dívida pública.

As conclusões desse trabalho expressam uma análise das contas públicas a partir de um determinado ponto de vista. Apontar o aumento das despesas financeiras como origem fundamental do aumento da dívida pública durante os últimos cinco anos não é uma posição neutra, como neutras não são as análises que apontam o resultado primário do setor público, sobretudo as despesas com pessoal e previdência, como responsáveis pelo aumento do endividamento.

Esses diferentes pontos de vista produzem consequências quando se discutem propostas para interromper o crescimento da razão dívida líquida/PIB. Para os que

entendem que as despesas financeiras são “não discricionárias”, a alternativa que resta é aquela do acordo firmado com o FMI: produzir grandes superávits primários para pagar os serviços da dívida, conforme definidos pelo mercado, não importando os cortes orçamentários necessários para isso.

Adotando-se o ponto de vista que conduziu a análise nesse trabalho, a estratégia para impedir que a dívida continue crescendo em ritmo insustentável exige antes de mais nada mudanças profundas na orientação da política econômica do país. A redução drástica das taxas de juros e a retomada do crescimento econômico parecem ser mais eficazes para conter o crescimento da dívida pública do que a verdadeira “tarefa de sísifo” em que se transformou o ajuste fiscal nos últimos anos.

Bibliografia

ALÉM, Ana Claudia Duarte e GIAMBIAGI, Fábio. Déficit fiscal e dívida pública no Brasil: uma abordagem pragmática. In: KILSTAJN, Samuel (Org.). *Déficit e dívida pública. Cadernos PUC Economia*. São Paulo: EDUC, n. 3, p.11-30, 1996.

_____. O ajuste do governo central: além das reformas. In: www.bndes.gov.br, 1999.

ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto). *Séries históricas: dívida pública*. Rio de Janeiro: Andima, 1994.

_____. *Plano Real: relatório econômico*. Rio de Janeiro: Andima, 1994.

_____. *Retrospectiva 1994*. Rio de Janeiro: Andima, 1995.

_____. *Retrospectiva 1995*. Rio de Janeiro: Andima, 1996.

_____. *Retrospectiva 1996*. Rio de Janeiro: Andima, 1997.

_____. *Retrospectiva 1997*. Rio de Janeiro: Andima, 1998.

_____. *Retrospectiva 1998*. Rio de Janeiro: Andima, 1999.

ARIDA, Pêrsio e LARA RESENDE, André. Recessão e taxa de juros: o Brasil nos primórdios da década de 1980. *Revista de Economia Política*, v.05, n. 1, p.5-20, 1985.

ARROW, Kenneth J. and BOSKIN, Michael J. *The economics of public debt: proceedings of a conference held by the International Economic Association at Stanford, California*. London: Macmillan/IEA, 1988.

BACHA, Edmar L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v.14, n. 1, p.5-17, 1994.

_____. Plano Real: uma segunda avaliação. In: IPEA/CEPAL. *Dois anos de Plano Real: comparação com outras experiências de estabilização*. Brasília: 1996. Mimeo.

BAER, Mônica. *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993. 213p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim*. Vários números.

_____. *Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público*. In: www.bcb.gov.br. Agosto 1999.

_____. *Relatório 1996*.

_____. *Relatório 1997*.

_____. *Relatório 1998*.

BARRO, Robert J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy* 82, p.1095-1118. Dezembro 1974.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, Vol. 9, nº 4, p.70-87, out-dez 1989.

_____. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão monetária. *Novos Estudos Cebrap*, n.36, p.147-160, julho de 1993.

_____. *O Plano Real à luz da experiência Mexicana e Argentina*. São Paulo, 1996a. Mimeo.

- _____. Transcrição de palestra proferida no seminário “A dívida do setor público sob o enfoque orçamentário”. Brasília: Senado Federal, 1996b. p.1-24.
- BATISTA, Paulo Nogueira. *O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos*. São Paulo: Pedex, Caderno Dívida Externa, 1994. 55p.
- BEVILAQUA, Afonso S. e WERNECK, Rogério L.F. *Public-sector debt dynamics in Brazil*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia - PUC/RJ, Texto para discussão n. 376, 1997. 19p.
- BOSKIN, Michael J. Concepts and measures of federal deficits and debt and their impact on economic activity. In: ARROW, Kenneth J. and BOSKIN, Michael J. *The economics of public debt: proceedings of a conference held by the International Economic Association at Stanford, California*. London: Macmillan/IEA, 1988, p. 77-115.
- BRAGA, José Carlos de Souza. A instabilidade das finanças públicas na América Latina. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 16, n. 2, p.593-702, 1995.
- BUCHANAN, James M. and WAGNER, Richard E. *The political legacy of Lord Keynes*. San Diego, California: Academic Press, 1977.
- BUCHANAN, James M. *Public principles of public debt: a defense and restatement*. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 1958. 223p.
- _____. Barro on the Ricardian Equivalence Theorem. *Journal of Political Economy* 84, p.337-342. Abril 1976.
- CALVO, Guillermo A. *The perils of sterilization*. IMF Staff Papers, v. 38, n. 4, p.921-26, dezembro 1991.
- CARDOSO, Fernando H. et al. EM Interministerial nº 047/ MF/ MPS/ MTb/ SAF/ EMFA/ SEPLAN/MJ. Brasília, 1994. Mimeo.
- CARDOSO, Fernando H. *Programa de Estabilização: exposição de motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993*. Ministério da Fazenda, Brasília, 1993. Mimeo.
- CAVANAUGH, Francis X. *The truth about the national debt: five myths and one reality*. Boston, Harvard Business School Press, 1996. 172p.
- CORDEN, Max W. *Economic policy, exchange rates, and the international system*. Oxford, 1994. 323p.
- DALL'ACQUA, Fernando M. and OLIVEIRA, João do Carmo. *Heterodox stabilization and public debt in Brazil*. s.d. Mimeo.
- DORNBUSCH, Rudiger and FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. 2.Ed. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991. 930p.
- EASTERLY, William and SCHIMDT-HEBBEL, Klaus. *The macroeconomics of public sector deficits: a synthesis*. World Bank, 1992, 75p. Mimeo.
- EISNER, Robert. *How real is the federal deficit?* New York: The Free Press, 1986, 240p.
- FERNANDES, Márcia Vasquez. *A reestruturação da dívida do governo do estado de São Paulo promovida no período 1995-1997*. São Paulo: EAESP/FGV, 1998. 95p. (Dissertação de mestrado).
- FGV /IBRE. *Conjuntura Econômica*. Vários números.
- FISHLOW, Albert. Is the Real Plan for real? In: PURCELL, Susan K. & ROETT, Riordan (ed.). *Brazil under Cardoso*. Boulder, Colorado: Lynne Rienner/Americas Society, 1997, p.43-61.
- FRAGA, Arminio. O papel do Banco Central no século 21. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 23 de junho de 1999.

FRANCO, Gustavo H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro, Francisco Alves, 1995. 360p.

_____. *O desafio brasileiro*. São Paulo, Ed. 34, 1999. 352p.

GALVANI, Claudemir (Org.). *Brasil e América Latina no processo de estabilização econômica. Cadernos PUC Economia*. São Paulo: EDUC, 1995. 56p.

GIAMBIAGI, Fábio. O pagamento da dívida interna. *Revista de Economia Política*, vol. 15, n.2 (58), p.76-92, abril-junho 1995.

_____. A crise fiscal da União: o que aconteceu recentemente? *Revista de Economia Política*, vol. 17, n. 1(65), p.60-79, janeiro-março 1997.

GONTIJO, Cláudio. Política de estabilização e abertura externa: uma análise comparativa das experiências do Chile, da Argentina e do México. *Revista de Economia Política*, vol. 15, n.1 (57), p.41-57, janeiro-março 1995.

JHA, Raghbendra. *Macroeconomics for developing countries*. London: Routledge, 1994. 321p.

KRUGMAN, Paul R. *Peddling prosperity: economic sense and nonsense in the age of diminished expectations*. New York: Norton, 1994.

LANDI, Mônica (Org.). *Setor externo: os impasses da política cambial. Cadernos PUC Economia*. São Paulo: EDUC, v. 5, 1997, 118p.

LARA RESENDE, André. Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual. *Revista de Economia Política*, v.09, n. 1, p.7-20, 1989.

LLUSSÁ, Fernanda A. J. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. São Paulo: EAESP/FGV, 1997. (Dissertação de mestrado).

LOZARDO, Ernesto (Org.). *Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.

MACHINEA, Jose Luis. Transcrição de palestra proferida no Parlamento Latinoamericano. São Paulo, s/d. Mimeo.

_____. Uma mirada a mitad de camino: dos años de convertibilidad. In: IPEA/CEPAL. *Dois anos de Plano Real: comparação com outras experiências de estabilização*. Brasília: 1996. Mimeo.

MENDES, Marcos J. A controvérsia a respeito do caráter fiscal ou financeiro do déficit público brasileiro: três diagnósticos e uma conclusão. *Revista de Finanças Públicas*, n. 373, ano 48, p.27-35, 1988.

MENDONÇA DE BARROS, José Roberto & ALMEIDA JR., Mansueto Facundo. *A reestruturação do sistema financeiro no Brasil*. Brasília, Min. da Fazenda-Secretaria de Política Econômica, agosto de 1996, 19p. In: www.fazenda.gov.br

_____. *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*. Brasília, Min. da Fazenda-Secretaria de Política Econômica, abril de 1997. 24p. In: www.fazenda.gov.br

MESSEMBERG, Roberto Pires. Inflação e estabilização: déficit público e taxa de juros na formulação dos programas antiinflacionários no Brasil. In: MEYER, Arno (Org.). *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA; São Paulo:FUNDAP, 1997. p.417-58.

MEYER, Arno (Org.). *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP, 1997. 458p.

MIKESELL, John L. *Fiscal Administration: analysis and applications for the public sector*. 5th ed. Forth Worth: Harcourt Brace College, 1999. 647p.

MINEIRO, Adhemar dos Santos, ELIAS, Luiz Antônio, BENJAMIN, César (Org.). *Visões da Crise*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

BRASIL (MINISTÉRIO DA FAZENDA). *Programa de Ação Imediata*, junho de 1993. Mimeo.

_____. O Plano Real: 26º mês (setembro 1996). In: www.fazenda.gov.br

_____. Balanço do Real: 12 meses (01.07.95). In: www.fazenda.gov.br

MORLEY, Samuel A. and FISHLOW, Albert. Deficits, debt and destabilization: the perversity of high interest rates. *Journal of Development Economics*, n.27, p.227-244, 1987.

MUNDELL, Robert A. Debts and Deficits in Alternative Macroeconomic Models. In: BALDASSARRI, Mario; MUNDELL, R. & MCCALLUM, John (Eds.). *Debt, Deficit and Economic Performance*. New York: St. Martin's Press, 1993. p. 5-129.

MUSGRAVE, Richard Abel and MUSGRAVE, Peggy B. *Finanças públicas: teoria e pratica*. Rio de Janeiro: Campus; São Paulo: Edusp, 1980. 673p.

MUSSI, Carlos & GIAMBIAGI, Fábio. Déficit e dívida do setor público: notas e conjecturas. *Revista do BNDES*, vol. 2, n.4, p. 89-102, Dezembro 1995.

OLIVEIRA, Gesner. *Brasil Real: desafios da pós-estabilização na virada do milênio*. São Paulo: Mandarin, 1996. 212p.

PASSANEZI FILHO, Reynaldo. Impactos fiscais da privatização: aspectos conceituais e a análise do caso brasileiro. In: MEYER, Arno (Org.). *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP, 1997. p.367-415.

PÊGO FILHO, Bolívar, LIMA, Edilberto C. P. e PEREIRA, Francisco. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Brasília: Ipea, Texto para discussão n. 668, 1999. 30p.

PEREIRA, Luiz C. Bresser. *A crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 1992. 195p.

PEREIRA, Luiz C. Bresser & DALL'ACQUA, Fernando M. A composição financeira do déficit público. In: LOZARDO, Ernesto (Org.). *Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987, p.15-31.

PETTIS, Michael. La trampa de la liquidez. *Bodegon Mexicano*, nº 2, febrero 1997, p.69-72.

PINHEIRO, Armando Castelar. Privatização no Brasil: por quê? Até onde? Até quando? Rio de Janeiro: BNDES In: www.bndes.gov.br, 1999.

PINTO, Celso. O tamanho ideal das reservas. *Folha de São Paulo*, 2000, 09 de janeiro, p.1-11.

PIRES DE SOUZA, Francisco E. Fixar ou não fixar: lições de experiências recentes de uso da âncora cambial. *Boletim de Conjuntura*, UFRJ, v.14, n. 3, p.72-83, outubro de 1994.

_____. Fundamentos econômicos da crise do peso. *Política externa*, v. 4, n. 1, p. 51-69, junho de 1995.

PRADO, Sérgio. Prefácio. In: MEYER, Arno (Org.). *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP, 1997. p.13-37.

BRASIL (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA). E.M.Interministerial 047/MF/MPS/MTb/SAF/EMFA/Seplan/ MJ, de 27/02/1994. Mimeo.

RAMALHO, Valdir. Caráter "financeiro" do déficit público: apreciação de um diagnóstico. *Revista de Finanças Públicas*. n. 367, ano 46, p.43-59, 1986.

_____. Revendo a variedade de conceitos de déficit público. In: MEYER, Arno (Org.). *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP, 1997. p. 39-150.

- REIS VELLOSO, João Paulo dos (Coord.). *O Real e o futuro da economia*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1995. 248p.
- REZENDE, Fernando. *Finanças Públicas*. São Paulo: Atlas, 1983. 368p.
- RICUPERO, Rubens et al. E.M. Interministerial 205/MF/Seplan/MJ/MTb/MPS/MS/SAF. Diário Oficial da União, 30 de junho de 1994, p. 9766-9771.
- ROSEN, Harvey S. *Public finance*. Chicago: Irwin, 1995. 623p.
- SÁINZ, Pedro y CALCAGNO, Alfredo. La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis. Temas de coyuntura, n. 4 Santiago de Chile: División de estadísticas y proyecciones económicas - CEPAL, julho de 1999.
- SALLUM JR., Brasília. Transição política e crise do Estado. *Lua Nova*, n. 32, 1994, p.133-167.
- SAWAYA, Rubens R. (Org.). *O Plano Real e a política econômica*. Cadernos PUC Economia, v. 2, 1996.
- SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. *Revista de Economia Política*, vol. 16, n. 2 (62), p.71-85, abril-junho 1996.
- SILVA, Marcos Fernandes Gonçalves. A moral da dívida pública. *Revista de Economia Política*, vol. 18, n.2(70), p.31-48, abril-junho 1998.
- SILVA, Maria da Conceição. *A dívida do setor público brasileiro: seu papel no financiamento dos investimentos públicos*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976.
- SINGER, Paul. A formiguinha e o elefante. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 13 out. 1996, p.2-2.
- SMITH, ADAM. *A riqueza das nações*. 2.Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. V.2.
- SOLA, Lourdes & PAULANI, Leda M. (Orgs.) *Lições da década de 80*. São Paulo: Edusp, 1995. 287p.
- STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*. New York: W. W. Norton, 1988. 692p.
- SUMMERS, Lawrence. Ten lessons to learn. *The Economist*, p.46-48, 23 dezembro 1995-05 de janeiro de 1996.
- THE ECONOMIST. The burdensome national debt (fallacies about government debt). v. 338, n7952, p.68(2). 10 de fevereiro de 1996.
- VELLOSO, Raul W. R. Origem e dimensões da crise fiscal brasileira. *Estudos Econômicos*, v. 23, n. especial, p.17-34, 1993.
- _____. Perspectivas das contas do governo federal em 1994-96. *Novos Estudos Cebrap*, n. 41, p.6-19, março de 1995.
- VERILLO, Josmar. O membro desequilibrado da família Brasil. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 14 out 1996, p.2-2.
- WILLIAMSON, John (ed.). *Latin American adjustment: how much has happened?* Washington, DC: Institute for International Economics, 1990.
- ZINI JR., Álvaro Antônio. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo: Edusp, 1995. 192p.