

ODESIO ALFREDO STUTZ

**A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA
NO PERÍODO DE 1995-2005**

Trabalho apresentado como requisito parcial de avaliação à disciplina de Ciências Econômicas, do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná.

Prof.: Iara Vigo de Lima Onate

CURITIBA
2007

TERMO DE APROVAÇÃO

ODESIO ALFREDO STUTZ

A EVOLUÇÃO DA DIVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 1995 - 2006

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

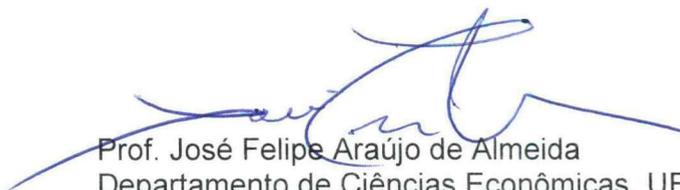
Orientador:



Prof.ª Dr.ª Tara Vigo de Lima Onate
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Luciano Nakabashi
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. José Felipe Araújo de Almeida
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 13 de dezembro de 2007

AGRADECIMENTOS

A meu Deus que com grandeza e sabedoria tudo arquitetou.

A meus pais, Altayr Fouly Stutz e Orinda Figueira Stutz, pelos valores, pelo amor ao trabalho e por tudo que me ensinaram.

De forma especial meus agradecimentos à professora e minha orientadora Iara Vigo de Lima Onate, que me auxiliou a realizar esta pesquisa. Toda a minha gratidão seria pouco para agradecer-lhe aos ensinamentos, orientações e motivação, fundamentais para a realização desta monografia.

Agradeço a todos os professores do Curso de Ciências Econômicas, responsáveis diretos por despertar em mim um novo entendimento da Economia. Não os citarei, mas gostaria de registrar que, seus ensinamentos se estenderão muito além em minha vida.

Aos amigos e companheiros do curso com os quais pude partilhar bons momentos. Aprender, compartilhar conhecimentos e experiências é algo que dá prazer.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS LISTA DE GRÁFICOS

1	INTRODUÇÃO.....	01
2	SETOR PÚBLICO BRASILEIRO – ASPECTOS CONCEITUAIS E TEÓRICOS.....	03
2.1	PODER PÚBLICO.....	03
2.2	FUNÇÕES DO GOVERNO.....	04
2.3	IDENTIFICAÇÃO DAS RECEITAS E DESPESAS DO SETOR PÚBLICO.....	05
2.4	AS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO GOVERNO.....	08
2.5	OS ENFOQUES TEÓRICOS DA DÍVIDA PÚBLICA.....	09
2.6	DÉFICIT E FINANCIAMENTO DO GOVERNO.....	12
2.6.1	A Formação Do Déficit.....	12
2.6.2	O Financiamento Do Déficit Público.....	13
2.6.3	A Dívida Pública E As Políticas Monetária E Fiscal.....	16
2.7	OS MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	20
2.7.1	O modelo Giavazzi-Pagano.....	20
2.7.2	O modelo Calvo-Guidotti.....	21
3	A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL.....	23
3.1	HISTÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL.....	23
3.1.1	A Dívida Pública da década de 1980 a 1994.....	23
4	A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO 1995 A 2006.....	28
5	A ESTRUTURA E DA DÍVIDA BRASILEIRA.....	40
5.1	DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA.....	40
5.1.1	Prazos da Dívida Externa Brasileira.....	43
5.2	DÍVIDA PÚBLICA INTERNA.....	45
5.3	INDEXADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFi).....	47
5.3.1	Vencimentos da DPMFi.....	50
06	CONCLUSÃO.....	55
7	BIBLIOGRAFIA.....	58

LISTA DE TABELAS

TABELA 01 - NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL, 2002 A 2006	16
TABELA 02 – BRASIL: PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB), 1990-2006.....	29
TABELA 03 - BRASIL: CRESCIMENTO PERCENTUAL REAL DO PIB, 1990-2006.....	29
TABELA 04 –NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO 1995 A 1998.....	30
TABELA 05 –NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO 2002 A 2006.....	31
TABELA 06 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO 1994-1998	31
TABELA 07 – RANKING DA TAXA DE JUROS REAIS, EM % AO ANO – SETEMBRO/ 2005	33
TABELA 08 – TAXA MÉDIA ANUAL DE JUROS REAIS BRASIL 1995 - 2006	33
TABELA 09 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1995 A 2006 (R\$) MILHÕES	36
TABELA 10 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA BRASILEIRA EM % DO PIB 1995 A 2006	37
TABELA 11 – PARTICIPAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA DO BRASIL EM RELAÇÃO AO DÓLAR (EM %) NO PERÍODO DE 1995 A 2005	41
TABELA 12 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA LÍQUIDA DO BRASIL, NO PERÍODO DE 1995 A 2005 (EM R\$ MILHÕES).....	42
TABELA 13 – DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA, DO GOVERNO FEDERAL, ESTADUAL E MUNICIPAL E ESTATAIS NO BRASIL EM % DO PIB -1994 A 2002	43
TABELA 14 – TAXA SELIC 1994 A 2006	44
TABELA 15 – BRASIL: EVOLUÇÃO DÍVIDA PÚBLICA TOTAL DO GOVERNO FEDERAL, DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS E DAS ESTATAIS, NO PERÍODO DE 1995 A 2006.....	45
TABELA 16 – TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS – POSIÇÃO DE CARTEIRA NO PERÍODO DE 2001 A 2006	46
TABELA 17 – EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS, PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR - 1995 – 2006	49
TABELA 18 – PRAZO E DURAÇÃO MÉDIOS DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS EM MERCADO – 1995-2006 – VALORES EM FIM DE PERÍODO	50
TABELA 19 – PRAZO DE VENCIMENTO DA DPMFI, POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2003, EM %	51
TABELA 20 – PRAZO MÉDIO DE VENCIMENTO DA DPMFDE 2003 (EM MILHÕES DE R\$).....	52
TABELA 21 – ESTRUTURA DE VENCIMENTO DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO DEZ/1999 A DEZ/2006	53

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA GLOBAL 2000-2005.....	39
--	----

RESUMO

A busca do desenvolvimento econômico e social através do endividamento público é um tema central dos estados nacionais modernos devido à sua importância como forma de financiamento estatal e como instrumento de controle da economia.

O endividamento público brasileiro atingiu níveis, em relação ao PIB, inéditos na última década, chegando a representar a arrecadação de quase dois anos em todos os níveis da administração pública, cujas indagações levaram a motivar o presente estudo.

O presente estudo pretende analisar quais os fatores que levaram à explosão do endividamento brasileiro no período após plano Real, abrangendo os anos de 1995 a 2006. O período tratado refere-se ao período após a implementação do Plano Real marcado por significativa evolução do déficit público, elevadas taxas de juros e ainda alteração do regime cambial de fixo para flutuante.

Para isso, será efetuada uma breve apresentação das principais referências teóricas relacionadas ao tema, caracterizando do Setor Público, suas funções e políticas econômicas. Serão também abordados: a formação do déficit e suas formas de financiamento; uma breve revisão histórica do endividamento brasileiro; dimensões da economia brasileira; e os principais modelos de administração da dívida pública.

Na abordagem do tema no período sob análise, procura-se apresentar algumas considerações sobre a evolução da dívida pública e sua estrutura, bem como, sua interação com os demais agentes macroeconômicos, tais como: taxa de juros, inflação e o déficit. Finalizando, conclui-se que o Governo utilizou a emissão de títulos mais do que as outras formas de financiamento, haja vista seu baixo impacto inflacionário, embora trouxesse um constante aumento da relação dívida/PIB e seus temores. Conclui-se também pela necessidade em se tornar a dívida de perfil mais eficiente quanto a sua administração e mais eficaz em apresentar proteção aos ataques especulativos e variações nos cenários econômico e social.

Palavras chave: dívida pública federal, déficit público, formas de financiamento.

1 INTRODUÇÃO

Em grande parte dos países em desenvolvimento, após a instabilidade financeira verificada na década de 80 e início da década de 90, a dívida pública tornou-se assunto prioritário na pauta de discussões dos últimos anos.

No Brasil, após o lançamento do Plano Real (1994), com a abertura econômica e a grande valorização do Real, a balança comercial tornou-se deficitária. Para solucionar o problema dos déficits o governo tinha basicamente três opções: aumento nos impostos, emissão de moeda ou lançamento de títulos no mercado interno, atraindo o capital externo.

A saída encontrada pelo governo diante de tal situação foi o endividamento interno, tendo lançado títulos em moeda nacional com o objetivo de atrair dólares, uma vez que necessitava de moeda forte. Porém, a dívida mobiliária nacional cresceu assustadoramente nos anos seguintes.

Além dos efeitos negativos resultantes do programa de estabilidade econômica, o Governo também sofreu com inúmeras crises dos chamados países emergentes, tais como: Rússia, Argentina e o próprio Brasil. Mas, qual foi o custo dessa estabilidade econômica e quais os fatores que levaram ao crescimento da dívida?

A hipótese a ser considerada é a de que a dívida brasileira cresceu mais que o planejado durante o Plano Real. O governo gasta mais de R\$ 100 bilhões todos os anos com os serviços da dívida (BACEN, 2006), sendo apontada como a principal causa pela falta de recursos para investimentos em áreas de infra-estrutura, educação e saúde.

O objetivo geral desta pesquisa é analisar a evolução da dívida pública brasileira no período após Plano Real (1995 – 2006), investigando as causas do seu crescimento, qual é sua estrutura e o comportamento das principais variáveis econômicas nesse período.

De forma complementar, esta pesquisa tem como objetivos específicos: apresentar, de maneira sintética, os aspectos conceituais e teóricos do setor público brasileiro e suas funções; apresentar breve discussão teórica sobre a importância das políticas econômicas e seus efeitos sobre a economia nacional; analisar, de forma breve e sucinta, o histórico da dívida pública brasileira no período anterior ao

focado neste estudo e, analisar o financiamento da dívida pública.

Para tanto, neste estudo serão utilizadas as principais divulgações teóricas relacionadas ao assunto, boletins e textos do Ministério da Fazenda e Banco Central, IBGE, IPEA, estando o mesmo dividido em 6 seções.

A primeira faz uma introdução apresentado o tema, a importância de seu estudo e suas implicações na economia; a segunda traz referências aos aspectos teóricos e conceituais do setor público, sendo abordados os conceitos, as funções, receitas e despesas, políticas econômicas, os principais enfoques teóricos da dívida pública e, a formação, o financiamento e os modelos de administração do déficit público; o terceiro capítulo traz breve histórico recente da dívida pública no Brasil; o quarto capítulo analisa a evolução da dívida pública brasileira no período sob estudo; o quinto capítulo analisa a estrutura da dívida no período focado, seus indexadores e vencimentos; finalizando, esta pesquisa traz algumas considerações finais sobre o tema discutido.

2 SETOR PÚBLICO BRASILEIRO – ASPECTOS CONCEITUAIS E TEÓRICOS

Neste capítulo faremos uma análise do setor público, suas funções e ações para que posteriormente fiquem claros todos os conceitos e contas expressas neste trabalho.

Para uma melhor compreensão da dívida pública é necessário, conhecer um pouco sobre o órgão responsável pela gestão da Administração Pública, receitas, despesas, investimentos e financiamento públicos, bem como as teorias mais representativas e difundidas sobre o endividamento público.

2.1 PODER PÚBLICO

Define-se “poder público” como a capacidade que tem o Estado para obrigar alguém a realizar um ato determinado. Constitui uma capacidade jurídica legítima que possuem os três poderes do governo para exercer de forma eficaz, mediante a coatividade as ações e cometidos que lhe são conferidos pela Constituição, a Lei Fundamental de um Estado.

O Estado nacional, por meio de seus órgãos administrativos, é o responsável pela gestão da máquina pública, e pela consecução do bem-estar social da população, sobretudo no que diz respeito à execução da política de atendimento de suas necessidades básicas.

Nesse sentido, o legislador constitucional definiu objetivos a serem almejados pelo Estado brasileiro, estabelecendo-os no art. 3º da Constituição Federal, a saber:

- Art. 3º - Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:
- I - construir uma sociedade livre, justa e solidária;
 - II - garantir o desenvolvimento nacional;
 - III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais;
 - IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

O citado dispositivo legal é, na verdade, uma norma constitucional dirigente, pois presta-se a estabelecer um plano para a evolução política do Estado, ocupando-se, assim, não com uma situação presente, mas com um ideal futuro, visto que condiciona a atividade estatal à sua concreta realização.

2.2 FUNÇÕES DO GOVERNO

Esta seção enfocará as principais funções do Governo, sem entrarmos no âmbito das discussões políticas, apenas mostrando de maneira simples, as funções básicas de um governo em sua abrangência econômica.

De acordo com MUSGRAVE (1980) e RIANI (1986), o governo detém três funções: função alocativa, função distributiva e função estabilizadora. Para este estudo consideramos primordial a função estabilizadora uma vez que o governo utiliza seus instrumentos de política fiscal procurando garantir o nível de emprego, crescimento e estabilidade dos preços, utilizando-se para isso, em muitos casos, de endividamento.

Na função alocativa temos o governo completando a ação do mercado no que diz respeito à alocação de recursos onde há falhas de mercado, enquanto na função distributiva o governo busca arrecadar impostos transferindo parte deles para famílias de baixa renda, “equilibrando” assim, o nível de renda dessas famílias (GREMAUD, 1999).

Dentro da função estabilizadora, muitos economistas defendem a intervenção do Estado na economia como forma contra-cíclica em períodos de recessão. Keynes defendia a teoria de que o governo deveria ser um Estado-investidor nos períodos de crise e para isso deveria permitir déficits orçamentários para tirar a economia da recessão.

Para MANKIW (2004), muitos economistas consideram que o déficit é por muitas vezes mais adequado que o equilíbrio. O autor acrescenta que desequilíbrios orçamentários contribuem para estabilizar a economia. Um orçamento equilibrado anularia os estabilizadores automáticos provocados pelo sistema de arrecadação e gastos. Outro ponto destacado é que o desequilíbrio orçamentário acarreta em um deslocamento do ônus para outras gerações.

... Cabe ao Estado o papel de restabelecer o equilíbrio econômico por meio de uma política fiscal, creditícia e de gastos, realizando investimentos ou inversões reais que atuem, nos períodos de depressão, como estímulo para a economia. Dessa política resultaria um déficit sistemático no orçamento. Nas fases de prosperidade, ao contrário, o Estado deve manter uma política tributária alta, formando com isso um superávit, que deve ser utilizado para o pagamento das dívidas públicas e para formação de um fundo de reserva a ser investido nos períodos de depressão. Este tipo de proposta orçamentária ficou conhecido como orçamento cíclico e decorreu da verificação feita por Keynes de que o equilíbrio não constitui um benefício para a economia; ao contrário, atua de forma prejudicial, já que contribui para agravar a conjuntura do ciclo, seja pela fase da expansão ou da depressão (SANDRONI apud OLIVEIRA, 2001, p 17).

2.3 IDENTIFICAÇÃO DAS RECEITAS E DESPESAS DO SETOR PÚBLICO

I - Receitas

Para o exercício de suas atividades e funções o Estado recorre a diferentes formas de receitas. ROSSETTI (1995) agrupou em três estas formas: i) empréstimos públicos; ii) arrecadação tributária, e iii) outras receitas. Assim o governo interfere direta e indiretamente na composição dos custos dos bens e serviços produzidos pela economia, bem como na destinação e apropriação da renda gerada.

Na obtenção de empréstimos públicos, o governo concorre com os demais agentes (unidades familiares, empresas e agentes externos), que operam no sistema financeiro, absorvendo uma parcela da poupança líquida do setor privado. Tal atividade é caracterizada por Rossetti (1995) como um simples processo de canalização de uma parte da poupança líquida dos agentes para o setor público, não interferindo, por si só, diretamente, nos fluxos de produção e no processo de formação de preços dos bens e serviços intermediários e finais.

A arrecadação tributária como fonte geradora de receitas do governo, interfere diretamente na composição dos preços da produção agregada dos agentes do sistema e, fundamenta-se em dois diferentes tipos de impostos: diretos e indiretos. Os impostos diretos representam as parcelas de arrecadação tributária que atingem as propriedades e as rendas dos agentes econômicos.

ZERKOWSKI (1994) identificou que a maior parte desses tributos é incidente sobre a remuneração dos fatores de produção – aluguéis, juros, lucros e salários, citando como exemplo os impostos sobre as rendas e proventos de qualquer natureza das pessoas físicas e jurídicas, além de variados itens caracterizados pela denominação de contribuições para a previdência social. Os impostos diretos caracterizam-se por reduzir o total do poder aquisitivo dos agentes econômicos privados, haja vista incidir sobre as diferentes categorias de renda.

Os tributos indiretos oneram as transações referentes ao movimento e à utilização dos bens e serviços produzidos. Embora sua arrecadação seja feita através das empresas, seu ônus geralmente se transfere ao consumidor final

pelo seu repasse de tais encargos aos preços dos produtos transacionados. Assim, na hipótese de serem arrecadados tributos indiretos, os preços dos bens e serviços finais deixam de ser constituídos apenas pelo somatório das remunerações dos fatores mobilizados no decurso de sua produção; uma parte será constituída por impostos cujo fator gerador é a agregação de valores que se verifica nas várias etapas do processo de produção.

São englobadas como outras receitas correntes, as receitas resultantes da propriedade mobiliária do governo, tais como, aluguéis, arrendamentos, foros e laudêmios e, receitas originárias de ativos mobiliários, como, juros, dividendos e bonificações.

II - Despesas

As despesas do governo estão estritamente associadas às atividades e funções atribuídas pela sociedade. Os fluxos de despesas correntes do setor público, preliminarmente, são classificadas por Rezende (2001) sob três ópticas principais: finalidade, natureza e do agente encarregado da execução do gasto.

Quanto à finalidade, os gastos são geralmente classificados em funções, programas e subprogramas, sendo tal classificação necessária à implantação do sistema de orçamento-programa, que visa dar à programação dos gastos governamentais maior racionalidade, qualidade operacional e controle.

Quanto à natureza, são quatro as principais categorias econômicas do gasto: custeio, investimento, transferências e inversões financeiras. Tal classificação de despesas coaduna-se com o esquema estabelecido no sistema de Contabilidade Nacional e, visa relacioná-la aos principais agregados macroeconômicos.

Com relação ao agente encarregado da execução do gasto, refere-se a forma de se executar, direta ou indiretamente, um dado programa e pela organização administrativa do governo. De acordo com o Decreto-lei nº. 200, de 25.02.1967, as entidades governamentais agrupam-se em dois tipos básicos:

- a) Administração Direta ou Central, constituída pelos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios;

- b) Administração Indireta ou Descentralizada compreende as entidades dotadas de personalidade jurídica própria, organizadas sob a forma de Autarquias, Fundações, Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista.

Os juros da dívida pública são classificados por Zerkowski (1994) como uma transferência, já que tal pagamento é unilateral e não há contrapartida. Embora, no caso dos juros, os pagamentos sejam feitos, em quase sua totalidade, para instituições financeiras, as transferências são caracterizadas como um agrupamento de despesas que flui do setor público em direção às famílias.

Quando confrontados, os valores das receitas e despesas públicas, dificilmente resultam em igualdade. Obtêm-se um valor residual identificado como poupança pública, que pode resultar positiva, isto é, quando as receitas sejam maiores que as despesas, caso contrário será negativa.

A poupança do governo, quando positiva, expressa a disponibilidade de recursos com que o setor público conta para financiar um diferenciado conjunto de despesas, identificado como investimento, ou despesa de capital, ou ainda, formação bruta de capital fixo do governo. Este conjunto de despesas diferencia-se das classificadas como consumo por representar adição ao capital fixo do sistema.

Enquadrando-se no processo de acumulação, a formação bruta de capital fixo é tipicamente representada por investimento em infra-estrutura. Se a poupança do setor público em conta corrente for insuficiente para financiar suas despesas de capital, o governo pode recorrer à dívida pública, contraindo empréstimos junto aos agentes econômicos, que desviarão uma parcela de suas poupanças líquidas para o financiamento dos investimentos públicos. O processo inverso pode também ocorrer, isto é, o setor público canaliza uma parcela da poupança pública para a formação bruta de capital fixo do setor privado.

2.4 AS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO GOVERNO

GREMAUD (1999) define política econômica como sendo a intervenção do governo dentro da economia. O objetivo desta intervenção é a manutenção de um alto nível de emprego, renda, demanda e desenvolvimento, sem perder a estabilidade de preços. Os principais instrumentos do governo para isso são: política fiscal, política monetária e política cambial.

A política fiscal pode ser compreendida, de acordo com Riani (1986), como ações do governo no sentido de arrecadar os impostos e no planejamento de quanto e como gastá-los. Os impostos afetam o nível de demanda da economia, pois diminuem a renda disponível dos cidadãos, portanto quanto maior a carga tributária, menor a renda destinada ao consumo ou poupança, e como isso, menor a demanda e menor o produto. Já os gastos do governo são diretamente proporcionais ao produto, ou seja, quanto mais o governo gasta, mais aumento o produto.

Faz-se importante destacar que, na Contabilidade Nacional, considera-se governo apenas a administração direta (União, Estados e Municípios) e seus respectivos órgãos que realizam funções do governo, como por exemplo: Banco Central e o Tesouro Nacional. A parcela pública produtora de bens e serviços, as empresas estatais, são classificadas no setor privado como “Empresas”.

... Porém para mensuração da dívida e do déficit público, considera-se setor público o setor público não financeiro mais Banco Central. Considera-se como setor público não financeiro as administrações diretas: federais, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais, além da Itaipu Binacional. Inclui também nesse conceito (não financeiro) os fundos públicos que não possuem características de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais ou parafiscais (BACEN, 2006)

2.5 OS ENFOQUES TEÓRICOS DA DÍVIDA PÚBLICA

Nesta seção serão analisadas as principais teorias a respeito das hipóteses mais comuns de causalidade entre a dívida pública e a atividade econômica, por consequência do endividamento público.

Estas teorias estão sendo mencionadas aqui para exemplificar algumas formas pelas quais a dívida pública pode influenciar o crescimento econômico, positiva ou negativamente e, também, através de quais mecanismos as variações do crescimento econômico, por sua vez, podem causar impactos na dívida pública.

- a) O enfoque Keynesiano - Mankiw (2004, p.284) destacou que o ponto de partida da teoria macroeconômica de Keynes é o princípio da demanda efetiva, segundo o qual são as decisões de gasto, em especial de gastos privados em investimentos, que determinam o ritmo da atividade econômica. Considerando-se o caráter instável das expectativas de longo prazo que orientam as decisões de investimento, Keynes conclui que o nível de produção e emprego da economia eram sujeitos às oscilações que caracterizam períodos de super-emprego e de desemprego involuntário. Desse modo, quando as expectativas se tornavam desfavoráveis ao investimento, gerando desemprego, não havia qualquer tendência endógena a sua recuperação.

Sendo assim, a teoria keynesiana atribui ao Estado um papel anticíclico no sistema econômico. O aumento dos gastos do governo, principalmente o déficit do governo, aqueceriam a economia que, aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns à economia de mercado (Mankiw, 2004). A administração da dívida pública é, portanto, parte integrante deste modelo.

Neste modelo, as recessões implicam a ocorrência ou o aumento de déficits fiscais através de dois canais distintos: endogeneamente, devido à queda da arrecadação de impostos sobre a atividade econômica e, exogeneamente, devido ao emprego de políticas fiscais anticíclicas, apoiadas em aumento dos gastos públicos. Os déficits, por sua vez, têm como contrapartida a expansão da dívida pública, seja sob a forma de emissão de moeda, de dívida contratual (bancária) ou de dívida mobiliária.

Cabe à autoridade monetária administrar o *mix* de emissão de moeda e de títulos de diferentes maturidades, de modo a manter o mais baixo possível o custo do financiamento do governo, sem prejuízo da estabilidade monetária da economia.

MANKIW (2004) salienta que quando há o aumento na renda, essa se desloca e faz com que a taxa de juros aumente, esse aumento nos juros faz com que a economia entre em um *trade off*, uma vez que o capital financeiro se torna muito mais valorizado do que o capital produtivo, diminuindo assim o investimento e no futuro a renda, diminuindo a capacidade de pagamento da dívida no futuro.

A teoria keynesiana serve-nos muito bem para explicar o que acontecia com as economias capitalistas, principalmente após a crise de 1930, seu receituário de gastos públicos fora utilizado em diversos países, porém esta teoria, pelo menos a princípio, não retrata o outro lado do endividamento do governo, no qual é obrigado a parar de investir para pagar os serviços da dívida.

b) A Equivalência Ricardiana

De acordo com MANKIW (2004, p.285), não há diferença na produção se o governo optar pelo aumento de impostos ao invés de se endividar. Essa equivalência entre dívida e impostos se sustenta em duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados: (i) prevalece o modelo de expectativas racionais, admitindo-se que os agentes conheçam as variáveis macroeconômicas e utilizem todas essas informações, por isso não cometem erros sistemáticos; (ii) a segunda hipótese é de que o modelo do ciclo de vida, segundo o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo e poupança visando manter um padrão estável de consumo e poupança ao longo da vida, apesar das oscilações ocorridas em suas rendas.

Diante da informação sobre a ocorrência de déficits governamentais e, portanto, do aumento da dívida pública, agentes racionais antecipariam a necessidade governamental de aumento futuro nos impostos ou redução em seus gastos para pagar os juros dessa dívida.

A teoria da equivalência Ricardiana está sustentada em três pilares. Primeiro, os agentes econômicos tomam suas decisões no presente olhando para o futuro... Além disso, o horizonte de planejamento é

suficientemente longo e ultrapassa o próprio sentido da vida, dado que se reflete na preocupação com os descendentes. Os indivíduos constroem um patrimônio para seus filhos, que é transmitido por meio de heranças. Um conjunto de agentes econômicos individuais com vidas finitas comporta-se como se fossem uma única e rica família com horizonte finito de vida. Portanto, pela teoria da equivalência Ricardiana não existem motivos para alterar a trajetória de consumo em razão da redução de impostos e do aumento do déficit público porque existem preocupações intergeracionais.

A segunda base de sustentação refere-se ao fato de que o setor público defronta-se com uma restrição orçamentária, que intertemporalmente precisa ser atendida. O governo, como outro agente qualquer, não pode acumular sua dívida indefinidamente. Portanto, menor carga tributária hoje significa maiores impostos no futuro. Os agentes econômicos não definem seu consumo pelo nível de imposto vigente, mas pelo valor presente desses impostos, inserido nas suas expectativas.

O terceiro pilar em que se apóia a equivalência Ricardiana é a hipótese da renda permanente. As famílias escolhem sua trajetória pelo consumo em função de sua renda permanente, não de sua renda disponível. A renda permanente é definida como valor presente esperado dos rendimentos líquidos (descontados os impostos). Portanto, flutuações abaixo e acima do valor presente dos impostos alteram a renda disponível das famílias em determinados períodos de tempo, porém essas famílias estão preocupadas em suavizar sua trajetória de consumo. A poupança das famílias é que acompanha os movimentos transitórios de renda e é utilizada como instrumento de suavização do consumo" (REZENDE, 2001, p.294).

Não haveria, assim, qualquer efeito multiplicador dos gastos governamentais sobre o consumo, ao contrário do que previa o modelo *keynesiano*, restando apenas o efeito expansivo direto destes gastos sobre a renda agregada.

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

- c) Em oposição às interpretações keynesianas, há uma linha de autores que defende que a redução do déficit fiscal e da dívida contribuem para o crescimento econômico¹.

Um país poderia auferir com um ajuste fiscal, redução nas taxas de juros, melhoria na imagem e credibilidade, redução das incertezas com aquecimento no ambiente de negócios favorecendo os investimentos privados.

Portanto este mecanismo consiste basicamente em estimular a troca de gasto público por investimento privado, via alteração das expectativas. A redução da dívida seria duplamente favorecida: pela redução dos gastos públicos e pela redução dos juros novos (ZILLOTTO, 2006 p 21).

¹ Por exemplo GIANNAZZI, FRANCESCO ; PAGANO, MARCO (1990).

A produção estaria em um balanço entre redução do produto pela redução dos gastos públicos e aumento do produto com maiores investimentos privados e produção adicional futura. O aumento ou resultante do produto, no final, dependeria do resultado líquido destes dois efeitos (GIAMBIAGI E ALÉM, 2000, p. 187).

Simetricamente, podemos considerar, quando os agentes passam a considerar que há riscos de inadimplência e, apenas uma taxa de juros extremamente atrativa pode servir como prêmio de risco, impactando o produto significativamente.

2.6 DÉFICIT E FINANCIAMENTO DO GOVERNO

Vários autores, como visto na seção “Funções do Governo”, defendem os déficits públicos em momentos adequados como parte de sua função estabilizadora. Nesta seção analisaremos a formação do déficit e sua administração.

2.6.1 A Formação do Déficit e a Administração da Dívida Pública

O Tesouro como agência do governo federal é responsável pela coleta das receitas e de efetuar os pagamentos dos gastos governamentais. Caso o governo aumente seus gastos e os impostos não acompanhem concomitantemente essa elevação, cria-se, neste momento, o déficit orçamentário.

A equação, apresentada por Bacha (1986, p. 61) demonstra que o governo tem gastos restritos aos gastos de consumo do orçamento fiscal (incluindo os juros sobre a dívida pública) e cuja receita é o imposto tributário, então se tem no orçamento fiscal do governo:

$$G - T = \Delta M/P + \Delta B$$

Esta identidade significa: gastos correntes, G, menos receitas fiscais, T, são iguais à emissão real da moeda mais emissão de títulos indexados, em termos reais. Têm-se então que (G - T) é o déficit fiscal e (AM/P + AB) é a forma de financiamento do déficit, ou seja, quando houver um desequilíbrio, ou

por um aumento dos gastos do Governo ou por diminuição dos tributos, haverá um déficit que poderá ser coberto via emissão de moeda ou via emissão de títulos da dívida pública.

2.6.2 O Financiamento Do Déficit Público

O déficit financiado pela dívida, que é a venda de títulos do governo ao público, podendo ser para empresas, bancos privados ou até mesmo pessoas físicas, traz algumas complicações. Uma delas é o aumento persistente do déficit. Isto ocorre quando a receita permanecer constante e as despesas aumentarem bruscamente devido ao pagamento de juros líquidos sobre a dívida pública. Assim a soma entre o déficit primário, que representa todas as despesas do governo sem os juros, e os pagamentos de juros formam o déficit total.

Pode-se afirmar, segundo Dornbush & Fisher (1991 p. 702) "Se houver um déficit primário no orçamento, então o déficit orçamentário total permanecerá crescendo quando a dívida cresce por causa do déficit, e os pagamentos de juros aumentam porque a dívida está crescendo."

Os déficits transitórios também podem ser financiados com a venda de títulos, sendo explicado da seguinte maneira, o déficit pode ocorrer também através de um corte nos impostos, no curto prazo o efeito do corte é a expansão da demanda agregada, este corte é revertido por meio do aumento da compra de títulos do governo, por parte do setor privado, a demanda agregada volta ao normal, mas supondo que os títulos são riqueza, considerando que o aumento da riqueza eleva a demanda por consumo, isto implica a uma demanda agregada maior, não tão expansiva como a primeira, no entanto temos no momento um maior estoque de títulos do governo. Tal situação acarreta novamente o problema abordado anteriormente, ou seja, maiores estoques de títulos da dívida, maior será o volume de pagamento de juros no orçamento federal.

O financiamento do governo por colocar títulos públicos no mercado tem a conseqüência de aumento da taxa de juros, influenciando o custo dos empréstimos para os empresários que estão querendo investir, que também aumenta. Esta alternativa de aplicar suas riquezas pode desenvolver-se uma

tendência a desestimular o empreendimento privado. É uma prática chamada de *crowding-out*, ou seja, o efeito de expulsão do setor privado pelo setor público.

Para Rezende (2001, p. 267) é preferível a utilização da dívida pública mobiliária federal a um aumento da tributação, como forma de financiamentos dos encargos do Governo, quando a economia se encontrasse em depressão, com capacidade ociosa generalizada e uma elevada taxa de desemprego. No caso oposto, quando a economia encontrar-se em pleno emprego, o recurso à dívida para o financiamento do déficit teria uma justificativa diferente, a qual seria de prover recursos não-inflacionários.

Um ponto importante para ser levado em conta, é a diferenciação segundo Sachs e Larrain (1998, p.254) sobre o preço dos títulos de longo ou de curto prazo, pois estes têm uma relação inversa à taxa de juros de mercado, contudo, os títulos a longo prazo são mais sensíveis às variações da taxa de juros que as de curto prazo. Quando o banco central faz uma compra da dívida governamental no Mercado Aberto, isto resulta em um aumento na demanda por títulos públicos, e a demanda maior pressiona para cima os seus preços, este aumento de preço equivale a uma redução na taxa de juros. Se, por outro lado, o tesouro vende títulos públicos, a oferta maior irá pressionar seu preço para baixo, provocando um aumento da taxa de juros interna.

Após esta demonstração sobre as vantagens e desvantagens do financiamento pela dívida, é necessário também o entendimento do financiamento através da moeda. O Bacen que é responsável pela emissão de moeda pode aumentar o estoque de base monetária, através de compras no mercado aberto, comprando parte da dívida que o Tesouro está vendendo.

Primordialmente deve-se saber que existem dois tipos de ligações possíveis entre os déficits orçamentários e o crescimento monetário. Um deles é no curto prazo, em que um aumento do déficit causado por um aumento dos gastos do governo tenderá a aumentar as taxas de juros reais e nominais, e o outro é no longo prazo, que neste caso o governo pode estar aumentando o estoque monetário como um meio de obter receita para si próprio.

Todas as vezes que o Bacen comprar parte da dívida vendida pelo Tesouro para financiar o déficit está monetizando os déficits, assim ele aumenta a oferta monetária, elevando a renda sem que haja um aumento nas

taxas de juros, mas se caso essa monetização levar a um crescimento monetário excessivo, pode incorrer com inflações mais altas.

Atentando melhor sobre a criação de base monetária pelo governo, existe uma alternativa para taxaçoão explícita, ou seja o governo pode obter volumes significantes de recursos por meio da emissão de moeda, como considera Mankiw (2002, p. 120) "Esta fonte de receita é às vezes conhecida como senhoriagem, que é a habilidade do governo para aumentar a receita através dos seu direito de criar moeda."

A principal razão da absorção pela população, da emissão de moeda seria a de compensar os efeitos da inflação, pois a inflação pode agir como um imposto, haja vista que as pessoas são forçadas a gastar menos do que sua renda e a pagarem a diferença ao governo em troca de moeda extra, este financiamento é chamado de imposto inflacionário.

Analisadas estas duas formas de financiamento, a avaliação do impacto relativo da emissão de moeda e da colocação de títulos públicos federais, segue o raciocínio de que a emissão de moeda é mais expansionista que emissão de títulos, haja vista que a emissão monetária não tende a reduzir o investimento privado, uma vez que não teria implicações para com a taxa de juros. Este é o raciocínio que está por trás da idéia de que a moeda é mais inflacionária, mas na verdade, a moeda é mais expansionista.

Após o Plano Real as necessidades de financiamento do setor público, conforme pode-se verificar na tabela 5 sempre mantiveram-se deficitárias, ou seja as despesas mais os juros foram superiores às receitas neste período, aumentando o estoque da dívida. Esta seqüência de déficits pode ser sentida nos sucessivos cortes no orçamento que o governo efetua, a fim de economizar e conseguir o superávit primário necessário.

TABELA 01 – NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL, 2002 A 2006 - R\$ MILHÕES

INDICADOR	VALOR (em R\$ milhões)		% do PIB		
Gasto com juros em 2006	160.027		6,89%		
Superávit Primário em 2006	90.144		3,88%		
Total do déficit nominal em 2006	69.883		3,01%		

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal	61.614	79.032	47.144	63.641	69.883
Governo Central ¹	10.029	65.153	23.033	73.284	74.475
Governos estaduais e municipais	51.493	27.003	33.982	5.416	16.607
Empresas estatais	92	-10.123	-13.872	15.060	-21.199
Primário	-52.390	-66.173	81.112	-93.505	-90.144
Governo Central ¹	-31.919	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352
Governos estaduais e municipais	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715
Empresas estatais	-9.838	-13.608	-13.872	-15.060	-19.077
Juros nominais	114.004	145.205	128.256	157.146	160.027
Governo Central ¹	41.948	100.896	76.419	129.025	125.827
Governos estaduais e municipais	62.126	34.851	51.464	26.739	36.322
Empresas estatais	9.930	3.484	-2.626	1.381	-2.121

1/ Governo federal, Banco Central e INSS

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios 2006/7

A seguir, analisar-se-á a relação da dívida pública e as políticas econômicas do governo, monetária e fiscal.

2.6.3 A Dívida Pública e as Políticas Monetária e Fiscal

A principal conexão entre as políticas monetária e fiscal refere-se à restrição orçamentária do governo. Conforme visto na seção anterior, na presença de uma ampliação do déficit público, Mendonça (2003) considerou duas formas básicas de se obter financiamento: aumento na quantidade de títulos emitidos pelo governo (que na maioria das vezes tem elevação dos juros para facilitar sua aceitação no mercado), ou aumento da base monetária.

Sob essa perspectiva, uma maior disciplina fiscal seria capaz de reduzir a taxa de juros incidente sobre o estoque da dívida. Além disso, a redução do déficit contribuiria para a consecução da estabilidade de preço daqueles governos que fazem uso da receita de senhoriagem ou possuem dificuldades no acesso ao mercado de crédito para financiar seus gastos.

A reciprocidade entre as políticas monetária e fiscal denota que a

estratégia adotada pelo Banco Central na busca de estabilidade de preço pode afetar a capacidade do governo no financiamento do déficit. Alguns autores como Calvo (1988), defendem a idéia de que a tendência do Banco Central inflacionar a economia é uma função da dívida pública. Assim, uma redução no estoque da dívida seria capaz de diminuir a pressão sobre o banco central implicando maior credibilidade à condução da política monetária. Conforme mostrado por Sikken e De Haan (1998), existem quatro formas básicas para que o aumento da dívida possa levar a uma expansão monetária: (i) pressões políticas para estabilizar a taxa de juros; (ii) problema da inconsistência temporal da política monetária; (iii) a teoria da senhoriação ótima; e (iv) a hipótese da dominância fiscal.

O primeiro ponto refere-se ao fato de que, na maioria das vezes, a conexão das políticas monetária e fiscal é analisada em um ambiente no qual a autoridade monetária é obrigada a estabilizar a taxa de juros. Deve-se salientar que embora a taxa de juros represente o principal instrumento para ação de política monetária, uma alta volatilidade acarreta aumento de incerteza, implicando efeitos indesejáveis para a economia (queda do investimento e do produto, aumento da taxa de desemprego, etc.). Dessa forma, se um incremento da dívida pública levar a um aumento da taxa de juros, o banco central será induzido a monetizar o déficit.

Com o objetivo de aumentar a clareza da idéia presente no segundo e no terceiro dos pontos supracitados (MENDONÇA, 2003), considere, a seguir, a equação que representa a restrição orçamentária intertemporal do governo:

$$B = D_t + i_t B_t - M$$

em que:

B = montante da dívida governamental;

D = déficit primário; i = taxa de juros;

M = base monetária;

que expressa em termos reais, corresponde a

$$b = d_t + [i_t - (p/p)]b_t - M/p_t$$

em que:

p = deflator;
 $b = B/p$;
 $dL = D_1 / p_t$.

De acordo com a equação (2), o estoque da dívida pode ser reduzido de três formas: (i) via redução do déficit primário; (ii) por meio de ganho de capital do governo no caso de a taxa de inflação atual exceder a inflação que compõe a taxa de juros; e (iii) via senhoriagem. O segundo ponto está relacionado à idéia da inconsistência temporal da política monetária. Sob essa visão, o público determina a taxa esperada de inflação e a autoridade monetária determina a taxa atual de inflação. Logo, existe a possibilidade de os governos serem tentados a provocar uma inflação surpresa como forma de reduzir o encargo real da dívida (sobretudo no caso de taxas de juros nominais de longo prazo fixas). Em relação ao terceiro ponto, pode ser mais bem compreendido pela equação:

$$S_t = M_t / P_t = (M/M)(M_t / P_t) = \alpha \cdot m$$

em que:
 α = taxa de expansão monetária;
 m = estoque real de moeda.

Pelo fato de países em desenvolvimento resistirem à tributação do produto (PIB), a senhoriagem torna-se um importante instrumento para o financiamento dos gastos do governo (MENDONÇA, 2003). Todavia, Sikken e De Haan (1998) fazem três observações em relação ao uso da senhoriagem pelo governo:

1. O uso permanente da expansão monetária deve reduzir a receita de senhoriagem (uma taxa de inflação elevada aumenta as expectativas inflacionárias e reduz a base – m – mais do que o aumento em a);
2. Diversos países em desenvolvimento utilizam um regime de câmbio no qual a moeda doméstica é atrelada a uma moeda com credibilidade elevada e, por conseguinte, não tem o poder de determinar a expansão monetária da economia;
3. O uso do imposto inflacionário implica perda do poder de compra do

público; logo, maximizar receita de senhoriagem pode não ser adequado do ponto de vista social.

O quarto ponto entre o aumento da dívida pública e a expansão monetária refere-se à hipótese de dominância fiscal. Sob esta interpretação, a autoridade fiscal define os déficits e os superávits no presente e no futuro sem consultar a autoridade monetária e, portanto, determina o montante da receita obtida com a venda de títulos e senhoriagem. Assim, a autoridade monetária, diante de uma restrição imposta pela demanda de títulos do governo, tende a financiar o restante da receita necessária para satisfazer a demanda da autoridade fiscal via senhoriagem. Destarte, há a tendência de que o responsável pela política não mantenha o equilíbrio fiscal em razão da expectativa de que o banco central garantirá os recursos necessários para satisfazer os gastos realizados. Logo, o resultado esperado de uma dominância fiscal é o incremento do déficit em razão da elevação dos gastos e da taxa de inflação resultante da emissão monetária feita pelo banco central.

Um outro aspecto a ser considerado refere-se à situação em que o estoque da dívida e o déficit público encontram-se em um patamar tão elevado que são capazes de provocar um aumento da taxa real de juros acima da taxa de crescimento da economia. Nesse caso, a tentativa de a política monetária reduzir a taxa de inflação pode ter um efeito perverso sobre a economia. Uma contração monetária hoje para reduzir a taxa de inflação provoca um incremento na razão dívida/PIB, que em razão da necessidade de pagamento de juros mais elevados e do tamanho do déficit culmina no aumento da base monetária no futuro. Nesse caso, conforme proposto por Taylor (apud MENDONÇA, 2003), uma redução da taxa de juros para níveis inferiores à taxa de crescimento da economia poderá restaurar a capacidade da política monetária no controle da inflação.

2.7 OS MODELOS DE ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Os modelos que são examinados nesta seção, Giavazzi e Pagano (1990) e Calvo e Guidotti (1990), representam duas das principais referências na literatura econômica contemporânea para análise da dívida pública. O objetivo principal desses modelos concentra-se no papel do gerenciamento da dívida como forma de assegurar a estabilidade financeira e, por conseguinte, minimizar crises de confiança.

2.7.1 O modelo Giavazzi-Pagano

O modelo Giavazzi-Pagano (apud LLUSSÁ, 1998) considera dois problemas potenciais para a manifestação de crises de confiança: i) temor do público em relação ao governo quanto à probabilidade de insolvência da dívida pública; e ii) possibilidade de o Banco Central abandonar o regime de câmbio fixo. Para efetuar a análise, o modelo admite quatro hipóteses básicas: economia aberta com regime de câmbio fixo, livre mobilidade de capitais, informações imperfeitas ao público sobre as preferências do governo ou capacidade do Banco Central em manter o regime de câmbio fixo e necessidade de rolagem do elevado estoque da dívida pública em todos os períodos. Além disso, no momento da rolagem da dívida, as condições presentes no mercado de títulos são fundamentais para o governo contornar uma crise de confiança. Tais condições podem ser resumidas em três fatores: i) o tamanho da dívida acumulada; ii) o prazo médio de vencimento; iii) a estrutura de concentração de vencimentos.

Quando o governo enfrenta condições adversas (elevado estoque da dívida, prazo médio de vencimento curto e vencimento concentrado) e há uma crise de confiança no mercado, o refinanciamento da dívida ocorre em condições desfavoráveis (aumento do prêmio de risco). Logo, a expectativa dos agentes econômicos para mudança significativa na condução da política econômica tende a aumentar. Em outras palavras, o problema de inconsistência temporal precisa ser levado em conta.

É importante destacar que os problemas considerados no modelo não se limitam ao gerenciamento da dívida pelo governo. Mesmo em uma situação em que o Banco Central têm êxito na manutenção da paridade cambial depois

de um ataque especulativo, o provável resultado é uma elevação da taxa de juros nominal. Esse resultado deve-se à arbitragem entre os ativos em moeda estrangeira e aqueles em moeda doméstica. Ademais, em razão da restrição cambial, o Banco Central fica impedido de financiar o Tesouro Nacional. Por conseguinte, o montante da dívida que precisa ser refinanciado a cada período aumenta e há uma probabilidade crescente de ocorrer uma desvalorização cambial.

A idéia intrínseca ao modelo é que uma política de administração da dívida pública adequada é capaz de aumentar a resistência diante de ataques especulativos. Sob essa ótica, uma estratégia que se baseia na dilatação do prazo médio para o vencimento da dívida (ou pulverizar os vencimentos de forma homogênea) é capaz de reduzir a necessidade da captação de recursos pelo governo, tendo como conseqüência uma menor variância na emissão da dívida.

2.7.2 O modelo Calvo-Guidotti

Da mesma forma que no caso anterior, o modelo em consideração possui quatro hipóteses fundamentais: o estoque da dívida é uma variável predeterminada; o nível de gastos governamentais é a fonte de incerteza no modelo; é assumida estrita paridade no poder de compra e na taxa de juros; e os governos podem limitar a ação dos próximos governantes no que se refere ao controle dos instrumentos de política econômica. O último ponto significa que o governo do período 0 pode limitar a ação do governo do período 1. Este, por sua vez, pode limitar a ação dos governantes do período 2, e assim por diante. Portanto, é estabelecida uma transitividade; entretanto, à medida que os períodos avançam, menor é a influencia do governo mais antigo.

O principal resultado obtido no modelo Calvo-Guidotti (apud MENDONÇA, 2003) sugere que o uso da indexação é uma estratégia razoável, pois impede o uso do imposto inflacionário como instrumento para reduzir o estoque da dívida.

Não obstante, a indexação total não é recomendada, uma vez que tende a ocorrer uma elevação na carga tributária em substituição à emissão monetária. Assim sendo, a solução mais próxima da ótima para o

gerenciamento da dívida seria a estrutura de vencimento de longo prazo e parcialmente indexada.

De acordo com o modelo Giavazzi e Pagano (1990), há sempre um prazo médio suficientemente longo para a dívida pública que é capaz de evitar uma crise de confiança. Sob essa perspectiva, um dos benefícios potenciais que uma dívida alongada poderia implicar seria a possibilidade de o Tesouro ser capaz de reorganizar o orçamento de forma que fossem evitados os problemas para o pagamento do serviço da dívida no futuro. No caso do modelo Calvo e Guidotti (1990), se o governo que der início ao processo analisado for capaz de determinar (por completo) a condução da política econômica dos próximos governos, a estrutura de vencimento da dívida e a indexação seriam substitutos perfeitos. Entretanto, no caso de as ações dos próximos governos não se encontrarem limitadas, é necessário à obtenção de uma combinação entre indexação e prazo médio de vencimento.

De acordo com o modelo Calvo e Guidotti (1990), no caso em que há liberdade para definir indexação ótima da dívida pública, a menor perda social seria resultado de uma estrutura concentrada em títulos de longo prazo. Por outro lado, se o uso da indexação não for viável, a melhor estratégia a ser utilizada seria a concentração de vencimento da dívida no curto prazo. Em suma, o modelo mostra que o alongamento da dívida e a indexação representam um mecanismo capaz de forçar os próximos governos a cumprirem as metas para a política fiscal e para a inflação de forma que seja assegurada a credibilidade da política econômica.

Em geral, os dois modelos sugerem que o alongamento da dívida representa uma boa estratégia para administração da dívida pública. Apesar de essa estratégia mostrar-se atraente, ela não é adequada para economias que apresentam baixa credibilidade. Sob tais condições, existe a tendência de o público priorizar a liquidez (por causa do risco do default, inflação, debilidade nos fundamentos econômicos, etc.), fazendo com que o alongamento do prazo de vencimento da dívida somente possa ser obtido a um custo muito elevado (pagamento de uma taxa real de juros muito elevada).

Nos próximos capítulos serão analisadas a evolução e a estrutura da dívida pública brasileira no período sob estudo.

3 A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

3.1 HISTÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Na história do estado brasileiro, indistintamente, o endividamento surgiu como tema central já a partir do nascimento do Brasil como um país independente, em 1822. A princípio se pode afirmar que o endividamento do setor público brasileiro ocorreu já em seu nascimento, pois no acordo de independência com Portugal o Brasil teve de assumir a dívida da coroa portuguesa de 1,3 milhões de Libras Esterlinas, correspondente a 30% das exportações brasileiras à época, o que nos dias de hoje equivaleria a US\$ 15 bilhões (GONÇALVES & POMAR, 2001).

O endividamento foi considerado suma importância quando da criação da estrutura estatal da nova nação, possibilitando aos novos estadistas a obtenção dos fundos sem os quais seria inviável atender às urgentes demandas de um país que tinha necessidades imediatas e que ultrapassavam suas possibilidades tributárias.

Apesar do endividamento ser tema recorrente na história brasileira, abordaremos neste capítulo somente a década de 1980 até a implementação do plano Real, período, extremamente importante para se compreender a origem do endividamento do Brasil.

3.1.1 A dívida da década de 1980 a 1994.

O crescimento mostrado na década de 1970 em muito se deve à grande liquidez internacional da época. A partir do momento em que essa liquidez começou a diminuir, o Brasil passa a apresentar dificuldades em continuar a crescer e em sustentar seus desequilíbrios orçamentários. Este foi apenas um dos vários problemas que o país enfrentou na década de 80.

Em 1979 ocorre o segundo choque do petróleo com o preço de barril passando de US\$ 15,00 a, aproximadamente US\$ 35,00. Esta alta no valor do petróleo fez com que nossas importações passassem de US\$ 13,6 bilhões em 1978, para US\$ 22,1 bilhões em 1981, isto considerando que a produção nacional passou de pouco mais de 100 mil barris/dia para 536 mil barris/dia em dezembro de 1984 (SANDRONI, 1989).

Além deste choque exógeno nas contas externas do país, outro problema ainda mais grave surgiu nas contas nacionais, houve, a partir do segundo choque, uma reversão nas condições de financiamento internacional com a elevação das taxas de juros em um momento em que o endividamento externo brasileiro era crescente. A alta do petróleo gerou pressões inflacionárias em todos os países importadores do produto, a tendência nas economias industrializadas era de alta inflação.

Para combater esta alta inflacionária, muitos países industrializados procuraram estabelecer controles da demanda, promovendo ajustes na política econômica no ano de 1979. Foram adotadas políticas de redução orçamentária, porém a principal forma de ajustamento foi através do “choque ortodoxo” na política monetária, através da alta na taxa de juros.

Com este aumento na taxa de juros utilizado pela maioria dos países industrializados, a liquidez internacional estreitou-se, isto fez com que a *prime rate*² pulasse para 20% a.a., sendo assim as taxas reais de juros que antes eram negativas, passaram a ser altamente positivas. Para se ter uma idéia do desequilíbrio conseqüente desta alta nas contas nacionais, o Brasil pagou em 1979 US\$ 4,1 bilhões em juros, já em 1982, ano em que houve o chamado “setembro negro”³, as despesas com juros chegaram ao patamar de US\$ 11,7 bilhões (GAROFALO, 2002).

Internamente, o governo já sentia a piora de sua situação orçamentária, principalmente devido à queda da arrecadação bruta, aumento dos gastos com dívida interna, constantes déficits das empresas estatais e déficits do chamado “*spread* negativo”, também chamada de ciranda financeira.

Diante de todo esse cenário em que o país vivia, ficava mais difícil manter a “rolagem” da dívida ou o crescimento via endividamento, como se fez em anos anteriores. O governo viu-se obrigado a promover um ajustamento externo cujo objetivo principal era gerar divisas para continuar honrando seus compromissos, haja vista que praticamente cessou o fluxo de capital voluntário para os países em desenvolvimento durante a década de 80.

² Prime rate – taxa de juros preferencial para empréstimos nos EUA.

³ Ano (1982) em que houve moratória de três países praticamente ao mesmo tempo: Argentina, México e Polônia.

Este processo (ajustamento externo) iniciou-se em 1980, a partir de 1982, teve a tutela do FMI⁴, cujas políticas, conforme descreve GREMAUD (1999), eram:

- Conter a demanda agregada via: redução do déficit público, redução dos gastos públicos, aumento da taxa de juros interna e redução do salário real.
- Tornar os preços favoráveis ao setor externo, via: desvalorização cambial, elevação dos preços dos derivados de petróleo e incentivos/subsídios às exportações.

Diante de todo o ajustamento externo feito pelo governo, surgiu um novo problema que pode ser chamado de “problema interno do ajustamento externo”, isto é, mais de 80% da dívida era de responsabilidade do setor público, devido ao processo de estatização da dívida externa, enquanto que o superávit comercial era basicamente privado, isso obrigaria o governo a comprar essa moeda do setor privado para honrar seus compromissos externos.

Para conseguir comprar essas divisas, o governo tinha três opções: (1) gerar um superávit primário de mesma magnitude que as divisas; (2) emitir moeda; (3) endividar-se externamente via emissão de títulos.

A primeira opção era inviável devido a deterioração das contas do governo, causadas pela recessão (diminuição da arrecadação bruta), altas taxas de juros (encarecimento dos serviços da dívida interna). A segunda opção era uma incoerência frente à política de combate à inflação e ao controle do consumo. A terceira opção era a única solução viável à época. emitir títulos no mercado interno, haja visto que com as altas taxas de juros esses títulos tornariam um excelente investimento, além de não pressionar a inflação. É, portanto, a partir deste período que tem início a explosão da dívida interna que se tornou crítica nos dias de hoje.

As políticas de cunho ortodoxo ditadas pelo FMI ao Brasil, não obtiveram êxito na busca pela estabilidade, os economistas que defendiam essa linha, caíram em descrédito. Abriam-se as portas, em decorrência deste fenômeno, a diversos planos econômicos alternativos elaborados por economistas de cunho heterodoxo, os quais não tinham como foco a preocupação com déficits fiscais. Estes planos: Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II não conseguiram obter um duradouro sucesso (GREMAUD 2007, pg. 432 a 460).

⁴ FMI – Fundo Monetário Internacional

A década de 80 apresentou a maior crise cambial do país até então, crise esta que culminou com a moratória em 1987. Considera-se “culpado” por este quadro, o plano cruzado (heterodoxo), uma vez que o mesmo gastou divisas além do necessário para abastecer o mercado com importações⁵, em decorrência disto, as reservas esgotaram-se quase que completamente, a não ser por reduzidos estoques de ouro.

Além da moratória, ocorreu ainda nesta década a renegociação da dívida externa. Tal renegociação teve início em 1983, e só veio a ser concluída em 1994, com a securitização da dívida, a troca da dívida bancária velha pela emissão de títulos da dívida negociáveis no mercado secundário. A dívida brasileira dobrou durante os anos 80, passando de US\$ 53,8 bilhões em 1980, para US\$ 96,5 bilhões em 1990.

Segundo GIAMBIAGI (1996), a partir de 1987, a relação dívida/PIB começa a arrefecer, atingindo em 1994, patamar muito semelhante ao observado no início da década de 80. Para tal redução, elenca duas possíveis causas fundamentais, quais foram: i) um elevado nível de senhoriagem observado na economia brasileira neste período, bem como a *monetização* gradual da dívida pública são capazes de explicar um montante significativo da queda desta. O crescimento da Base Monetária na década de 80, até meados da década de 90, foi um importante mecanismo de financiamento do setor público. Os economistas normalmente classificam esse processo denominando-o de *monetização da dívida*. ii) a corrosão do valor real do estoque da dívida passada. Esta corrosão depende não apenas de quanto o país gastou em relação à sua renda (“efeito-fluxo”), mas também de como sua dívida se valorizou ou não em relação à média dos preços da economia (“efeito-estoque”). Se o indexador da dívida for menor no período vigente do que em àquele observado no período anterior, mesmo sem efetuar qualquer amortização, o estoque da dívida pode diminuir.

Após o lançamento do Plano Real, com o intuito de atrair divisas, o governo passa a emitir títulos internamente. Devido às altíssimas taxas de juros oferecidas, tais títulos atraíam muito capital externo, disto decorre que o endividamento interno, já existente, fica cada vez maior e hoje já é consideração por alguns analistas como o grande problema do Brasil.

⁵ Para conter a onda de desabastecimento geral, por causa do tabelamento dos preços.

Para poder honrar seus compromissos externos, o governo precisava de dólares, porém com a abertura econômica que o Brasil sofreu no início do Plano Real e a grande valorização de nossa moeda frente ao dólar, nossa balança tornou-se deficitária. A única saída encontrada pelo governo para solucionar esse problema, ainda no intuito de cobrir o déficit em suas contas, foi o endividamento interno.

Para solucionar o problema dos déficits, o governo tinha basicamente três opções:

- Aumento nos impostos: este processo seria demorado, pois dependeria da aprovação por duas vezes pelo Congresso e Senado, além de que os impostos já haviam sido aumentados;
- Emissão de moeda: para um país que lutava contra a inflação, não seria muito inteligente “jogar mais gasolina no fogo”;
- Lançar títulos no mercado interno, forçando o capital externo a entrar no país: essa opção trazia ao país os dólares necessários para importação e para honrar seus compromissos com credores, fazia com que o câmbio se valorizasse, e desta forma permitia uma maior competitividade dos produtos externos, podendo apresentar decorrente queda da inflação.

O comportamento da dívida após o Real será mostrado nos capítulos seguintes.

4 A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA (1995 A 2006)

O PIB real brasileiro no período analisado (1995/2006), conforme tabelas 2 e 3, com exceções dos anos de 1997, 2000 e 2004 quando teve um crescimento de 3,6%, 4,3%, e 4,9%, tem apresentado um crescimento inferior a média mundial. Por outro lado, percebe-se que a dívida pública, principalmente no que se refere a dívida interna, em proporções do PIB, apresentava uma tendência de crescimento.

É sabido que “a taxa de crescimento do PIB real é determinado por fatores do lado da oferta – progresso tecnológico e crescimento populacional (...) ao passo que a dinâmica da dívida pública depende fundamentalmente do superávit primário e do comportamento da taxa de juros” (OREIRO e PAULA, 2003, p 1).

Dessa forma, percebe-se que a política monetária e fiscal altamente contracionista adotada nos últimos anos tem influenciado muito na evolução da dívida pública brasileira.

O problema da dívida não é, em hipótese alguma, a sua própria existência, mas sim, e principalmente, a sua capacidade de sustentabilidade no longo prazo. Sendo assim, a política monetária de juros altos conciliados ao baixo crescimento do PIB real dos últimos anos tem resultado em uma crescente proporção Dívida/ PIB que somente se estabilizará com um elevado superávit primário, muito ruim para a população, mas extremamente necessário para a melhoria do perfil da dívida pública.

É importante observar que a taxa real de juros praticada no Brasil era elevada devido a algumas razões básicas:

(...) em primeiro lugar, porque é necessário atrair capitais externos para atender a elevada necessidade de financiamento externo da economia brasileira, resultante da combinação de um elevado déficit em transações correntes como proporção do PIB com uma elevada dívida externa como proporção do PIB. Em segundo lugar, a manutenção da taxa de inflação num patamar compatível com a obtenção das metas de inflação, num ambiente macroeconômico caracterizado pela existência de câmbio flutuante e mobilidade de capitais, exige que a taxa doméstica de juros seja alta para evitar o repasse para os preços (efeito *pass-through*) da depreciação do câmbio nominal nos momentos em que ocorre um fluxo de saída de capitais. Como os fluxos de capitais têm apresentado uma volatilidade excessiva nos últimos anos, segue-se que a taxa nominal (e real) de juros tem que ser mantida permanentemente num patamar elevado (OREIRO & PAULA, 2003, p. 3-4).

TABELA 2 – BRASIL: PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB), 1994-2006

Ano	Produto interno bruto (PIB)		Variação % anual real
	em milhões		
	R\$ de 2006		
1994	1.696.301,00		5,33
1995	1.771.223,77		4,42
1996	1.809.313,92		2,15
1997	1.870.383,65		3,38
1998	1.871.044,75		0,04
1999	1.875.798,67		0,25
2000	1.956.574,07		4,31
2001	1.982.266,21		1,31
2002	2.034.956,71		2,66
2003	2.058.289,93		1,15
2004	2.175.865,46		5,71
2005	2.239.912,58		2,94
2006	2.322.818,38		3,70

FONTE(s): Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)
 Elaboração: IPEA. Série estimada a partir do valor do PIB nominal de 2006 (Contas Nacionais Referência 2000) e a taxa de variação real do PIB anual (IBGE)
 Atualizada em: 23/05/2007

TABELA 3 - BRASIL: CRESCIMENTO PERCENTUAL REAL DO (PIB) , 1994-2006

Crescimento real do PIB setorial brasileiro													
Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Agropecuária	5,45	4,08	3,11	-0,83	1,27	8,33	2,15	5,76	5,54	4,49	5,29	1,00	4,10
Indústria	6,73	1,91	3,28	4,65	-1,03	-2,22	4,81	-0,50	2,57	0,07	6,18	2,20	2,80
Serviços	4,73	1,30	2,26	2,55	0,91	2,01	3,80	1,75	1,61	0,61	3,32	3,40	3,70

FONTE: IBGE (2007)

Desse modo, percebe-se que a política monetária adotada na economia brasileira está centrada única e exclusivamente no controle da inflação, onde os juros reais (algo em torno de 12% a.a.) garantem um certo fluxo contínuo de capitais de curto prazo, mas um tanto quanto custosos para a economia brasileira, uma vez que o montante de juros pagos por esse capital

especulativo alcança patamares altíssimos e de difícil sustentabilidade no longo prazo.

Sendo assim, de acordo com a tabela 04 percebe-se que o montante de juros pagos pela dívida pública brasileira alcança níveis extremamente elevados, onde nos anos de 1995 a 1998, o montante de juros nominais pagos foi em torno de 216 bilhões de reais, demonstrando o tamanho do custo financeiro de se optar por uma política econômica que tinha como pressuposto básico, a elevação dos juros como forma de segurar a demanda interna ao mesmo tempo em que captava recursos financeiros para fazer frente ao déficit na balança de pagamento propiciado pela valorização cambial.

TABELA 04 – NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO 1995-1998 (R\$) MILHÕES

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Nominal	48.650	47.174	54.310	72.764
Governo federal e Banco Central do Brasil	15.632	20.514	23.456	49.623
Governos estaduais e municipais	24.141	21.822	26.897	18.519
Empresas estatais	8.877	4.838	3.958	4.622
Primário	-2.415	710	8.689	-123
Governo federal e Banco Central do Brasil	-3.922	-3.072	2.862	-5.161
Governos estaduais e municipais	1.149	4.431	6.452	1.858
Empresas estatais	358	-648	-625	3.179
Juros nominais	51.065	46.464	45.621	72.887
Governo federal e Banco Central do Brasil	19.555	23.586	20.593	54.784
Governos estaduais e municipais	22.992	17.392	20.445	16.660
Empresas estatais	8.519	5.486	4.583	1.443

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório 1998.

É importante observar que esses recursos para pagamento de juros foram em grande parte financiados por novos empréstimos por parte do Governo, uma vez que o mesmo não obtinha resultados fiscais para fazer frente aos compromissos estabelecidos com os juros e as amortizações das dívidas, mantendo-se crescentes ao longo do período 2002 a 2006, conforme pode-se observar na tabela 5.

Desse modo, o governo se via forçado a “rolar” algumas dívidas que estariam vencendo e amortizar outras com recursos advindos de lançamentos de novos títulos no mercado com taxas de juros extremamente atraentes.

TABELA 05 – NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO 2002-2006 (R\$) MILHÕES

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal	61.614	79.032	47.144	63.641	69.883
Governo Central ¹	10.029	65.153	23.033	73.284	74.475
Governos estaduais e municipais	51.493	27.003	33.982	5.416	16.607
Empresas estatais	92	-10.123	-13.872	15.060	-21.199
Primário	-52.390	-66.173	81.112	-93.505	-90.144
Governo Central ¹	-31.919	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352
Governos estaduais e municipais	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715
Empresas estatais	-9.838	-13.608	-13.872	-15.060	-19.077
Juros nominais	114.004	145.205	128.256	157.146	160.027
Governo Central ¹	41.948	100.896	76.419	129.025	125.827
Governos estaduais e municipais	62.126	34.851	51.464	26.739	36.322
Empresas estatais	9.930	3.484	-2.626	1.381	-2.121

^{1/} Governo federal, Banco Central e INSS

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil -- Relatórios 2005 e 2006

O governo tomava emprestado de agentes econômicos do mercado para pagar agentes econômicos do próprio mercado, fazendo com que, de acordo com a tabela 06, a dívida líquida do setor público aumentasse cada vez mais, demonstrando uma espécie de círculo vicioso que o governo se encontrava, uma vez que o governo se comprometeu em não financiar suas despesas com excessiva emissão de moeda, mas apenas o suficiente para não comprometer a estabilidade econômica, proporcionando apenas a liquidez necessária à economia.

TABELA 06 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO 1994-1998 (R\$) MILHÕES

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998
Dívida interna	108.806	170.328	237.600	269.968	329.190
Governo federal e Banco Central do Brasil	33.395	66.693	115.736	150.254	192.822
Brasil					
Governos estaduais e municipais	49.285	70.211	90.332	111.710	124.887
Empresas estatais	26.126	33.424	31.532	8.004	11.481
Dívida externa	44.357	38.132	31.593	38.580	59.973
Governo federal e Banco Central do Brasil	32.441	23.713	12.677	17.488	38.803
Brasil					
Governos estaduais e municipais	1.806	2.266	3.006	4.303	6.147
Empresas estatais	10.110	12.153	15.910	16.789	15.023
Dívida líquida total	153.163	208.460	269.193	308.548	389.163
Governo federal e Banco Central do Brasil	65.836	90.406	128.413	167.742	231.625
Brasil					
Governos estaduais e municipais	51.091	72.476	93.338	116.013	131.034
Empresas estatais	30.236	45.578	47.442	24.793	26.504

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios 1997 e 1998.

A tabela 06 demonstra que a dívida líquida do setor público saltou de R\$ 153,16 bilhões em 1994, para mais de R\$ 389 bilhões em 1998, um aumento de mais de 200% em apenas quatro anos.

Segundo VERSIANI (2003, pg. 08 a 11). esse aumento não se deveu única e exclusivamente aos juros altos praticados na economia, nem a má gestão das finanças públicas, pois conciliado aos juros altos, estão o fato do governo ter saneado as contas de estados e municípios, também ter fortalecido os bancos públicos federais e ter reconhecido alguns “esqueletos” da dívida pública, tais como o Fundo de Compensação das Variações Salariais - FCVS. Superintendência de Incentivo à Marinha Mercante - SUNAMAM e também a Rede Ferroviária Federal, onde somente esses e outros “esqueletos” representaram mais de R\$ 60 bilhões no crescimento do montante da dívida pública denotando a responsabilidade da transparência e do compromisso de uma boa qualidade na área fiscal demonstrada pelas autoridades públicas brasileiras.

De fato, o fortalecimento dos bancos, embora tenha contribuído para aumentar o montante da dívida, trouxe recursos que foram destinados a capitalizar o Banco de Brasil já em 1996, pois o mesmo se encontrava em uma situação difícil em consequência de problemas originados em períodos anteriores e essa capitalização pode tornar possível sua competitividade e sua capacidade de obter lucros.

Mas, por mais coerentes que sejam as intenções do Governo em demonstrar transparência na divulgação do montante da dívida pública, é inequívoca a idéia de que os juros altos praticados na economia brasileira foram e ainda são umas das variáveis mais relevantes na explicação da sua evolução, pois o montante de recursos exigidos para sua manutenção (mais de R\$ 200 bilhões entre 1994 e 1998) é sem dúvida nenhuma, a principal variável explicativa para as grandes necessidades de financiamento do governo, pois se os juros fossem menores, menos recursos emprestáveis seriam necessários para a manutenção dos serviços da dívida e conseqüentemente, menor seria o seu crescimento e mais fácil seria a sua administração.

Um outro fato relevante na compreensão da evolução da dívida pública brasileira, é que as taxas de juros reais praticadas pelas autoridades monetárias são uma das mais altas do mundo se comparada aos outros países.

pois, de acordo com a tabela 07, percebe-se que a taxa de juros reais brasileira atingiu em setembro de 2005 a marca de 14% ao ano, mais que o dobro da segunda colocada, que é a China (6,3%), demonstrando assim a liderança absoluta do Brasil entre as demais nações do mundo.

TABELA 07 – RANKING DA TAXA DE JUROS REAIS, EM % AO ANO – SETEMBRO/ 2005

País	Taxa*	Colocação
Brasil	14,03	1º
China	6,3	2º
México	6,1	3º
Turquia	5,8	4º
Índia	3,7	5º
Polônia	3,4	6º
Hungria	3,4	7º
Austrália	3,1	8º
África do Sul	3,1	9º
Israel	2,2	10º

Fonte: GRC Visão *apud* Folha de S. Paulo. Dinheiro, p.B6, 17/09/05

* descontada a inflação projetada para os próximos 12 meses, em setembro de 2005.

A taxa de juros reais da economia brasileira é, desde 1994, uma das mais altas do mundo, onde, conforme o tabela 10 abaixo, atingiu 24,8% em 1994, 33,1% em 1995, caindo para 16,4% e 16,3% em 1996 e 1997 respectivamente, e voltando a subir para 26,2% em 1998, demonstrando assim que a taxa de juros reais da economia brasileira é, sem dúvida alguma, uma das mais altas do mundo desde 1994.

TABELA 08 – TAXA MÉDIA ANUAL DE JUROS REAIS BRASIL 1995 - 2006

Ano	juros reais
1995	33.1%
1996	16,4%
1997	16,3%
1998	26.2%
1999	17.11%
2000	11.21%
2001	9.83%
2002	12.95%
2003	6,39%
2004	10.01%
2005	13.3%
2006	11.8%

FONTE: Banco Central do Brasil e IBGE

Destarte, para se manter a sustentabilidade da dívida pública em meio a

um cenário onde as altas taxas de juros reinam sobremaneira na economia, somente com um crescimento econômico consistente, será possível tornar a dívida pública administrável. O problema é que, segundo a teoria econômica, as altas taxas de juros inibem o investimento, fazendo com que haja restrição ao crescimento econômico.

De fato, o que se percebe é que a economia brasileira vem demonstrando uma taxa de crescimento extremamente medíocre, se comparado a outros países em desenvolvimento, como por exemplo, México, Chile, Coréia do Sul, isso sem citar a China, que atinge taxas médias de crescimento de 9% ao ano. O fato mais preocupante advém de que a taxa de crescimento da economia brasileira também apresenta uma taxa menor que a média de crescimento mundial, demonstrando que a política de juros altos como ferramenta para captar recursos financeiros têm um ônus muito grande, que acaba anulando qualquer tentativa de crescimento econômico persistente e sustentável, fazendo com que a potencialidade de crescimento da economia brasileira seja restringida e até mesmo diminuída, pois recursos que poderiam ser destinados a investimentos produtivos estão sendo utilizados no mercado financeiro com intuito de buscar as grandes rentabilidades proporcionadas pelas altas taxas de juros.:

Após o ano de 1999, por exigência do FMI, o país vem obtendo consecutivos superávits primários para serem usados no pagamento de juros da dívida pública, como forma de demonstrar aos credores a capacidade de pagamento da dívida. De acordo com a tabela 09, percebe-se que o valor do superávit primário obtido pelas três esferas governamentais (municipal, estadual e federal) atingiu valores relativamente altos, onde ainda em 1999 obteve-se um pequeno superávit primário de R\$ 106 milhões, e após isso, esse valor vem crescendo anualmente, atingindo R\$ 31,087 bilhões em 1999, R\$ 38,157 bilhões em 2000 e em 2004, atingiu incríveis R\$ 81,112 bilhões.

Mesmo assim, esses valores não foram suficientes para pagar o montante de juros nominais, pois os superávits acumulados desde 1999 até 2004 representaram um montante de R\$ 312,574 bilhões, que mesmo sendo um valor relativamente elevado, representou apenas 48,9% do valor total de R\$ 639,239 bilhões de juros pagos pelo governo nesse mesmo período, fazendo com que a necessidade de financiamento do setor público alcançasse R\$

326,67 bilhões e isso influenciou na evolução da dívida pública, onde a mesma aumentou de R\$ 385,87 bilhões no final de 1998, para mais de R\$ 950 bilhões no final de 2004, um crescimento de 146,2% em apenas 6 anos (BACEN, 2006)

É importante também observar o fato de que, no período de 1998 a 2004, o valor das privatizações alcançou um montante de R\$ 47,436 bilhões, valor esse que ajudou a diminuir o impacto do aumento da dívida, ou, em outras palavras, as receitas advindas das privatizações ajudaram o país a resgatar títulos emitidos pelo governo, diminuindo assim, a elevação da dívida pública.

É claro que, como dito anteriormente, os juros nominais não são a única variável explicativa na evolução da dívida pública, pois as desvalorizações cambiais foram responsáveis por 37,84% do total de R\$ 571.124 bilhões de aumento que a dívida pública líquida sofreu de 1998 a 2004, pois somente de ajustes cambiais representaram R\$ 216,11 bilhões, valores esses advindos da desvalorização do Real, pois uma parte da dívida interna é corrigida pela variação cambial e conjugada com a totalidade da dívida externa ajudaram a aumentar o valor da dívida.

TABELA 09 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO 1998 A 2006 (R\$) MILHÕES

Discriminação	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Juros nominais	68.335	87.372	77.963	86.444	114.004	145.203	128.256	68.335	160.027
Superávit primário	-106	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144
NFSP	68.229	56.285	39.806	42.789	61.614	79.030	47.142	63.641	69.883
Dívida interna indexada ao câmbio	4.261	39.873	9.479	19.182	76.662	-22.715	-3.336	-4.554	-2.222
Dívida externa indexada ao câmbio	2.592	29.511	8.866	18.249	71.317	-24.882	-5.721	-13.648	-2.659
Ajuste cambial¹	6.853	69.384	18.345	37.814	147.225	-47.597	-9.057	-18.202	-4.881
Reconhecimento de dívida	15.215	14.014	8.673	18.466	14.286	604	6.516	3.262	-375
Privatizações	-12.854	-8.973	-20.238	-981	-3.637	0	-753	-954	-2.049
Variação da dívida líquida	77.443	130.710	46.586	97.704	220.240	32.039	43.848	45.488	64.879
Saldo dívida líquida total	385.870	516.579	563.165	660.869	881.109	913.148	956.996	1.002.485	1.067.363

¹ inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

* valores em US\$

FONTE: Boletim do BACEN – Relatórios Anuais 1997, 2001 e 2004.

Uma outra variável explicativa na evolução da dívida é, como já dito anteriormente, o reconhecimento de dívidas, por parte do governo, onde esse valor ultrapassa os R\$ 77 bilhões de reais no período de 1997 a 2005, demonstrando a clareza e transparência das demonstrações contábeis da União.

Apesar de já esperado, porém em proporções menos expressivas, a relação dívida líquida/PIB, mesmo com todos os esforços do governo, apresentou uma trajetória de alta até 2003, pois de acordo com a tabela 10 essa relação aumentou de 30,6% do PIB do final de 1995 para 55,9% no final de 2002. Embora no período posterior a 2002, a relação reduziu-se, trazendo o indicador para, aproximadamente, 45% do PIB ao final de 2006, para um Produto Interno Bruto (PIB) de R\$ 2.322 bilhões (dez/2006), a dívida pública líquida atingiu R\$ 1.067 bilhão (Banco Central do Brasil, Boletim Mensal de Janeiro/2007). Parte desse decréscimo deveu-se ao aumento do PIB e parte à valorização do real frente ao dólar, que reduziu o custo da parcela da dívida indexada à moeda americana.

Demonstra-se a dificuldade na geração de superávits primários para diminuição da dívida, pois o crescimento econômico foi relativamente ínfimo, se comparado com o dos outros países emergentes, demonstrando a incapacidade de estabilização da relação dívida/NB, baseado no crescimento econômico alcançado nos últimos anos.

TABELA 10 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA BRASILEIRA EM % DO PIB 1995 A 2006

Ano	% PIB	Ano	% PIB
1995	30,6	2001	52,6
1996	33,3	2002	55,9
1997	34,4	2003	52,4
1997	41,7	2004	47,0
1999	48,7	2005	46,5
2000	48,8	2006	44,9

Fonte: Brasil – Programa Econômico e Boletins do Banco Central 2005/2006

O problema é que esse indicador é, sem dúvida nenhuma, um dos indicadores mais relevantes na análise da sustentabilidade da dívida pública de qualquer país, pois os agentes econômicos interpretam que, quando esse

indicador se eleva, isso é um sinal de que a economia não está conseguindo um crescimento econômico suficiente para diminuir ou até mesmo estabilizar essa relação, e isso poderá acarretar em uma perda futura de capacidade de pagamento da dívida, acarretando numa insolvência econômica.

Por tudo isso, percebe-se que novamente o país se encontra em uma espécie de armadilha. Os juros altos, que servem tanto para segurar a demanda e controlar a inflação quanto para atrair recursos financeiros, necessários para o desenvolvimento econômico em uma economia como a brasileira, é a mesma variável que faz com que o crescimento econômico seja reprimido.

Tal situação faz com que o nível de desenvolvimento fique abaixo da potencialidade da economia brasileira, sem contar que os juros altos fazem com que os serviços da dívida também aumentem, diminuindo assim os efeitos de um superávit primário e comprometendo a sustentabilidade da dívida.

A economia brasileira sofre com um problema crônico de baixo crescimento. Na média, há duas décadas nosso crescimento é menor que o crescimento mundial. O último ano em que o Brasil cresceu mais que a média do restante do mundo foi em 1995. Nos últimos onze anos, o PIB brasileiro aumentou cerca de 1,6 ponto percentual ao ano, menos que o PIB mundial. Em 2005, assim como em 2006, o PIB mundial expandiu-se a um ritmo que é o dobro do brasileiro, 4,9% e 5,1% contra 2,3% e 2,7%, respectivamente⁶. Isto significa que perdemos posição relativa na economia mundial e ampliamos o fosso entre o Brasil e os países avançados e até mesmo, em relação às economias emergentes.

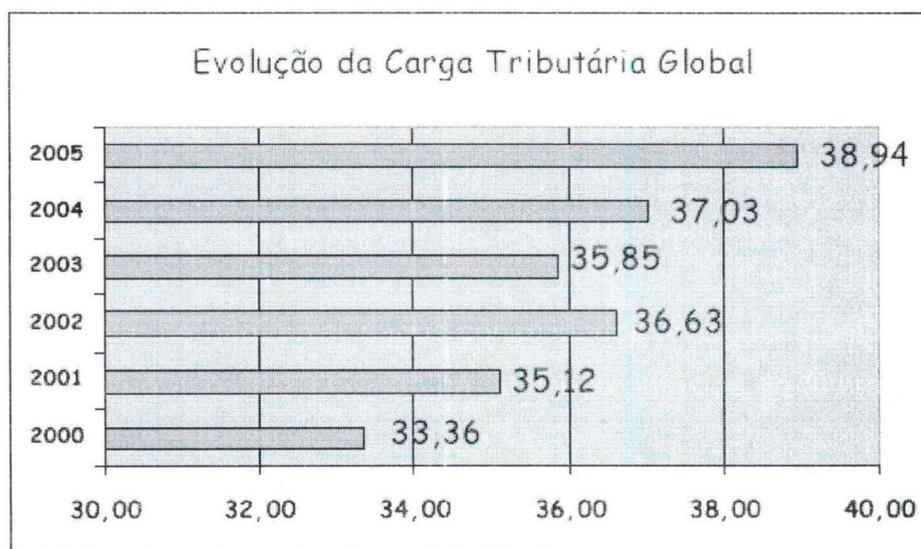
É importante salientar que a sustentabilidade da dívida pública não deve ser encarada apenas e tão somente do ponto de vista econômico, mas também deve ser mensurada e analisada do ponto de vista político, pois é sabido que um superávit primário elevado não é politicamente sustentável, se for praticado por um longo período de tempo, ainda mais se demonstrado a insuficiência de tal medida perante o objetivo proposto, baseado num cenário econômico de juros altos, que aumentam o valor dos juros sobre a dívida tornando-as insustentáveis.

⁶ Fonte IBGE/ Contas Nacionais e Fundo Monetário Internacional (2007)

No caso brasileiro especificamente, um superávit primário elevado parece ser a melhor estratégia para que se consiga estabilizar ou até mesmo reduzir a relação dívida/PIB. O problema é que no longo prazo se torna uma armadilha para o governo, haja vista que para obtê-lo, o governo onera a sociedade, no que tange a falta de investimentos em infra-estrutura. Ou seja, boa parte do esforço fiscal feito pelo governo é de certa forma anulada pelos efeitos que os juros altos provocam no montante da dívida.

A carga tributária brasileira no período pós Plano Real, mantendo-se a tendência já verificada na década anterior, vem apresentando significativo crescimento expresso em proporção ao PIB, principalmente após o ano de 2000, quando saltou de 33,36% para 38,94% em 2005, conforme destacado no gráfico 01. Apesar de não haver dados consolidados divulgados pelo Ministério da Fazenda para o ano de 2006, não há quaisquer indícios de alteração nesse quadro.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA GLOBAL 2000-2005



Fonte: http://www.receita.fazenda.gov.br/Historico/Arrecadacao/Carga_Fiscal/default.htm

A elevação do superávit primário, pelo incremento das receitas, via aumento significativo e, no curto prazo, na tributação não se apresenta como medida politicamente aconselhável, haja vista os atuais níveis de serviços públicos prestados e estagio de desenvolvimento social.

5 A ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO DE 1995 A 2006

Analisar a estrutura da dívida é importante para se verificar o grau de vulnerabilidade de um país a crises externas e a capacidade deste em honrar seus compromissos. É importante aos administradores da dívida e investidores saber como a mesma é composta, seus indexadores e seus prazos de vencimento.

A dívida pública brasileira cresceu fortemente no período analisado, porém, sua estrutura modificou-se ao longo desses anos após o início do Plano Real. Houve fases em que a dívida externa era maior que a dívida interna e fases de predomínio de títulos pré-fixados na composição da Dívida Pública Mobiliária, tais títulos passaram a ser posteriormente, em sua grande maioria, títulos pós- fixados.

Pode-se salientar, também, que o setor público possui ativos que podem ser deduzidos da dívida total bruta, criando o conceito de Dívida Líquida do Setor Público. Este conceito considera um fato importante, até agora não mencionado, trata-se da possibilidade de o governo financiar seus déficits de uma forma não convencional, ou seja, desfazendo-se de um ativo, por exemplo, com a venda de ações de uma empresa estatal.

No capítulo anterior verificaram-se quais foram os principais fatores que contribuíram para o crescimento da dívida no Brasil. Este capítulo mostrará como está estruturada a dívida pública brasileira pós-Real e quais foram as principais mudanças ocorridas no período em análise que fizeram com que a dívida sofresse importantes variações.

Considerando o conceito da dívida líquida, o capítulo será dividido em duas seções: a primeira tratará da dívida externa, mostrando seus componentes e prazos e a segunda parte verifica a dívida interna, seus componentes, participações e prazos.

5.1 DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA

A dívida externa sempre foi um dos grandes problemas do país, principalmente após a década de 1980, marcada pelo fechamento do mercado externo ao Brasil e também pela renegociação da dívida externa brasileira. O

Plano Real surge em meio à conclusão do acordo da dívida externa brasileira (Plano Brady), permitindo que o governo controle o problema da dívida com programas de lançamento de títulos com maiores prazos e melhores taxas.

Devido ao fato desse tipo de dívida ter sido negociada, obrigatoriamente, em moedas estrangeiras, principalmente dólar, a variação da taxa de câmbio influi preponderantemente no estoque total dessa dívida. Como no período do Plano Real, o câmbio em relação ao dólar, oscilou consideravelmente, passando de R\$ 0,84 e chegando, por vezes, ao patamar de R\$ 3,80, conforme os Boletins do BACEN (1994 e 2002), a dívida externa apresenta variações que devem ser creditadas ao câmbio.

Pode-se notar, na Tabela 11, a relação dívida externa/PIB, quando calculada em Reais, apresenta uma grande variação, passando de 3,9% no seu mínimo a 13,8% no auge da crise eleitoral em 2002. Porém, quando se calcula a dívida externa/PIB em dólares, esta relação se mantém estável até 2003, isto mostra que a dívida externa calculada em Reais aumentou por consequência da desvalorização da taxa de câmbio. Tal situação se altera a partir do ano de 2003, quando nova estratégia é adotada pelo órgão responsável pela gestão da dívida pública que, a partir da administração conjunta, dívida interna e dívida externa, passa a adotar a política de gradativa redução do endividamento público externo, mediante amortizações e internalização das dívidas, bem como o alongamento dos prazos de vencimento.

TABELA 11 – PARTICIPAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA DO BRASIL EM RELAÇÃO AO DÓLAR (EM %) NO PERÍODO DE 1995 A 2006

Data	% do PIB	
	Dívida em R\$	Dívida em US\$
1995	5,60	6,70
1996	3,90	4,00
1997	4,30	4,00
1998	6,40	5,40
1999	10,40	6,20
2000	9,70	5,20
2001	10,60	4,70
2002	13,80	4,80
2003	12,00	4,30
2004	7,52	2,83
2005	2,58	1,10
2006	6,17	1

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

A dívida externa pertence, em sua maior parte, à grandes empresas privadas do que ao próprio governo. Isso porque, na média dos últimos anos, aproximadamente 60.% dessa dívida, é do setor privado.

A Tabela 12 mostra a Dívida Externa Líquida do Setor Público no período de 1995 a 2005. Nota-se como o valor da dívida cresce ao longo do tempo, principalmente no ano de 1999, ano em que houve a desvalorização do Real. Estes valores mostram o risco do endividamento externo, pois deixa o país mais vulnerável a crises externas, uma vez que qualquer oscilação do câmbio compromete anos de esforço para o pagamento da dívida pública.

TABELA 12 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA LÍQUIDA DO BRASIL, NO PERÍODO DE 1995 A 2005 (EM R\$ MILHÕES)

Ano	Valor	Varição em %
1995	42.000	-
1996	32.000	-23
1997	38.580	21
1998	59.973	55
1999	108.769	81
2000	111.322	2
2001	130.845	18
2002	226.796	73
2003	186.458	-18
2004	138.931	-25
2005	50.300	-64
2006	-63.538	-
TOTAL	936.743	343.95

Fonte: Elaboração feita pelo autor a partir de BACEN (2006).

Dividindo a dívida externa em três esferas diferentes, o Governo Federal e o BACEN; os Estados e Municípios; e as empresas estatais, pode-se observar, conforme a Tabela , que a trajetória ascendente da dívida externa é motivada pelo crescimento por parte do Governo Federal. Isto se deve ao fato de que a dívida das estatais diminui consideravelmente no período analisado por consequência das privatizações. As dívidas estaduais passaram ou para o setor privado ou para o Governo Federal. Nota-se que a participação dos Estados e Municípios na dívida também cresceu, acompanhando a trajetória do câmbio.

TABELA 13 – DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA, DO GOVERNO FEDERAL, ESTADUAL E MUNICIPAL E ESTATAIS, NO BRASIL 1994 A 2002 (EM % DO PIB).

Ano	DLSP/PIB em %		
	Gov. Fed. e BACEN	Estados e Municípios	Empresas Estatais
1994	12,60	9,70	6,90
1995	13,20	10,60	6,70
1996	15,90	11,50	5,90
1997	18,80	13,00	2,80
1998	21,50	14,70	2,70
1999	25,70	16,40	2,70
2000	26,80	16,20	2,20
2001	28,90	18,50	1,60
2002	33,40	18,80	2,00

FONTE: HERMANN, J. (2004). "A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)". IE/UFRJ.

5.1.1 Prazos da Dívida Externa Brasileira

Uma característica importante do endividamento público vista nos modelos de administração de Giavazzi-Pagano (1990) e Calvo-Guidotti (1990) é o prazo de vencimento da dívida. Países com prazos curtos ou médios de vencimento, encontrarão dificuldades em honrar com os compromissos, gerando crises de desconfiança no mercado internacional e elevando o prêmio de risco da dívida.

No Brasil os prazos da dívida externa são superiores aos prazos das dívidas internas, esta característica de alongamento da dívida externa se deve em função do mercado externo estar mais acostumado a títulos com prazos mais longos. Além disso, os títulos externos da dívida brasileira são colocados sempre em janelas favoráveis ao país, tornando possíveis prazos mais favoráveis que os da dívida interna, obrigada a leilões semanais.

Assim, segundo dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (2005) com relação à dívida externa bruta, pública e privada, ao final do ano de 2005, 11,08% apresentava vencimentos no curto prazo e 88,92% no médio e longo prazos. Dados caracterizando a política de recomposição iniciado em 2003, focada na amortização, alongamento do vencimento e internalização da dívida externa brasileira, haja vista favorabilidade dos cenários econômicos internos e externos. Esse cenário favorável motivou o Tesouro Nacional e o Bacen a anunciarem que irão recomprar os títulos da dívida externa brasileira originários da renegociação da dívida (bradies) e outros títulos com vencimento até 2010 num montante não totalmente definido mas que poderá chegar a US\$ 20

bilhões (o que praticamente zeraria a dívida líquida externa do setor).

A taxa SELIC projetada é uma taxa teórica criada a partir da somatória da taxa de juros americana, do risco Brasil e da inflação acumulada e essa projeção da SELIC, teoricamente, é a taxa mínima que o mercado deseja investir no país. A taxa SELIC efetiva é definida nas reuniões do Comitê de Política Monetária. A tabela 14 traz a evolução da taxa SELIC efetiva para o período 1995 — 2006.

TABELA 14 TAXA SELIC – 1995 A 2006

MÊS/ANO	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Janeiro	0.00 %	2.58 %	1.73 %	2.67 %	2.18 %	1.46%	1.27%	1.53%	1.97%	1.27%	1.38%	1.43%
Fevereiro	3.63 %	2.35 %	1.67 %	2.13 %	2.38 %	1.45%	1.02%	1.25%	1.83%	1.08%	1.22%	1.15%
Março	2.60 %	2.22 %	1.64 %	2.20 %	3.33 %	1.45%	1.26%	1.37%	1.78%	1.38%	1.53%	1.42%
Abril	4.26 %	2.07 %	1.66 %	1.71 %	2.35 %	1.30%	1.19%	1.48%	1.87%	1.18%	1.41%	1.08%
Mai	4.25 %	2.01 %	1.58 %	1.63 %	2.02 %	1.49%	1.34%	1.41%	1.97%	1.23%	1.50%	1.28%
Junho	4.04 %	1.98 %	1.61 %	1.60 %	1.67 %	1.39%	1.27%	1.33%	1.86%	1.23%	1.59%	1.18%
Julho	4.02 %	1.93 %	1.60 %	1.70 %	1.66 %	1.31%	1.50%	1.54%	2.08%	1.29%	1.51%	1.17%
Agosto	3.84 %	1.97 %	1.59 %	1.48 %	1.57 %	1.41%	1.50%	1.44%	1.77%	1.29%	1.66%	1.26%
Setembro	3.32 %	1.90 %	1.59 %	2.49 %	1.49 %	1.22%	1.32%	1.38%	1.68%	1.25%	1.50%	1.06%
Outubro	3.09 %	1.86 %	1.67 %	2.94 %	1.38 %	1.29%	1.53%	1.65%	1.64%	1.21%	1.41%	1.09%
Novembro	2.88 %	1.80 %	3.04 %	2.63 %	1.39 %	1.22%	1.39%	1.54%	1.34%	1.25%	1.38%	1.02%
Dezembro	2.78 %	1.80 %	2.97 %	2.40 %	1.60 %	1.20%	1.39%	1.74%	1.37%	1.48%	1.47%	0.99%

FONTE: Receita Federal - Pagamentos -08/2007

Com relação à composição da dívida bruta em dezembro de 2005, segundo dados do Bacen (BACEN 2005), era a seguinte: 35,5% relativos a empréstimos em moeda; 41,7% relativos a bônus e 25,8% financiamento de comércio., deste total a maior participação do setor público está nos Bônus (essencialmente do setor público).

Quanto às taxas de juros, a maior parte da dívida está vinculada às taxas de juros fixas, que eram cerca de 59% em 2004, e cresceu para 68,6% em 2005: enquanto que os outros 31,4% estão vinculadas às taxas variáveis, sendo que desse total, 55,1% está atrelado à libor (BACEN, 2005).

O principal problema da dívida externa está na volatilidade da taxa de câmbio, pois qualquer crise externa altera o câmbio consideravelmente fazendo com que a dívida adquira valores insustentáveis em pouco tempo. Portanto, os formuladores de políticas econômicas brasileiras utilizam-se do endividamento interno para eliminar o temor da desvalorização.

5.2 DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

A partir do Plano Real, com o mercado externo fechado ao Brasil devido à fase final de renegociação de sua dívida externa e à grande entrada de capital no país devido à nova moeda que era transformada em reserva através da emissão de títulos públicos, a dívida interna passou a ser o principal fator do endividamento nacional.

Conforme visto no capítulo anterior, a maciça entrada de reservas no país e as altas taxas de juros do período fizeram com que a dívida começasse a sair do controle. A partir de então, o endividamento interno cresceu o custo da rolagem dos títulos públicos.

A Tabela 15 mostra a evolução do endividamento interno. Nota-se que houve uma explosão da dívida, principalmente do Governo Federal, devido aos altos juros, como já exposto no capítulo anterior. Os títulos desta dívida passaram a ser pós-fixados. Qualquer variação de política monetária, ou mesmo crise externa, faz com que a dívida aumente uma vez que estes títulos são remunerados por diversos indexadores macroeconômicos, tais como taxa de juros, câmbio e índice de preço, portanto qualquer variação positiva de uma dessas variáveis aumenta a dívida.

TABELA 15 – BRASIL: EVOLUÇÃO DÍVIDA PÚBLICA TOTAL, DO GOVERNO FEDERAL, DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS E DAS ESTATAIS. NO PERÍODO DE 1995 A 2006.

Ano	Federal e BACEN		Est. E Municípios		Estatal		Total	
	Valor (R\$)	% do PIB	Valor (R\$)	% do PIB	Valor (R\$)	% do PIB	Valor (R\$)	% do PIB
1995	66.693.00	9,80	70.211.00	10,30	33.424.00	4,90	170.328.00	24,90
1996	128.413.00	15,90	93.338.00	11,50	47.442.00	5,90	269.193.00	33,30
1997	150.254.00	16,80	111.710.00	12,50	8.004.00	0,90	269.968.00	30,20
1998	192.822.00	21,10	124.887.00	13,70	11.481.00	1,30	329.190.00	36,10
1999	233.058.00	21,90	161.383.00	15,20	13.368.00	1,30	407.809.00	38,40
2000	267.572.00	23,20	174.264.00	15,10	10.004.00	0,90	451.841.00	39,10
2001	411.772.00	32,70	229.656.00	18,30	19.350.00	1,60	660.867.00	52,60
2002	560.828.00	35,30	292.978.00	18,40	27.302.00	1,10	881.108.00	55,50
2003	578.748.00	37,20	316.719.00	20,40	17.678.00	1,10	913.145.00	58,70
2004	601.477,72	32,50	351.058,33	19,00	4.460,34	0,20	956.996,39	51,70
2005	664.223,62	30,80	350.055,10	16,30	-11.794,07	-0,60	1.002.484,65	46,50
2006	735.800,00	31,00	363.937,00	15,50	-32.373,00	-1,40	1.067.363,00	44,90

FONTE: Elaboração feita pelo autor a partir de BACEN (2005).

Observa-se que no começo do plano a dívida estava distribuída entre as três esferas do governo. Porém, com as privatizações, a dívida das estatais

diminuiu e passa a ser negativa. Por outro lado, com os fatores não repetitivos, ou passivo contingente, a dívida federal praticamente quadruplica no período e a dívida dos estados e municípios dobra devido aos juros elevados. Deve-se ressaltar, no entanto, que estas dívidas estatais são repassadas para a União, por consequência, da renegociação das dívidas do Estado.

A maior parte da dívida interna pública está na forma de títulos, ou seja, dívida mobiliária, em sua maioria de responsabilidade Federal, como pode ser visto na Tabela 16. Nota-se que o valor total dos Títulos Federais interna (DPMFi) é de imprescindível verificação. Para tal análise, dois aspectos são fundamentais: a composição por indexadores e os prazos de vencimento da dívida.

TABELA 16 – TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS – POSIÇÃO DE CARTEIRA NO PERÍODO DE 2001 A 2006

Saldos em R\$ milhões						
Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Responsabilidade do TN	687.329	838.796	978.104	1.099.535	1.252.510	1.390.694
Carteira do Banco Central	189.442	282.730	276.905	302.855	279.663	297.198
LTN	27.970	45.775	101.376	126.184	119.323	164.989
LFT	114.986	145.614	99.646	117.405	120.270	72.737
NTN	44.943	89.664	74.026	57.275	36.823	59.472
Créditos securitizados	1.543	1.678	1.857	1.990	3.247	0
Fora do Banco Central	497.887	556.066	701.199	796.680	972.847	1.093.495
LTN	48.791	13.596	91.055	159.960	263.436	346.984
LFT	322.153	372.584	443.180	457.757	504.653	412.034
BTN	67	100	74	62	48	39
NTN	87.488	127.399	126.721	133.700	167.379	296.598
CTN/CFT-A/CFT-B/CFT-C/CFT-D/CFT-E	19.366	19.214	18.236	17.343	15.799	14.533
Créditos securitizados	16.044	15.406	15.001	21.103	16.555	17.793
Dívida agrícola	1.689	5.761	4.879	4.345	1.529	1.302
TODA	2.276	2.005	2.052	2.411	3.448	4.213
CDP	11	1	1	0	0	0
Responsabilidade do Banco Central	126.198	67.125	30.659	13.584	6.815	0
LBC	-	-	-	-	-	-
BBC/BBCA	-	-	-	-	-	-
NBCE	124.707	67.125	30.659	13.584	6.815	-
NBCF	1.490	-	-	-	-	-
NBCA	-	-	-	-	-	-
Total fora do Banco Central	624.084	623.191	731.858	810.264	979.662	1.093.495
Em % do PIB	49,7	39,3	45,8	43,8	45,4	46,0

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios 2006 e 2007

5.3 INDEXADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFi)

O Governo Federal disponibilizou ao mercado uma série de títulos com remunerações diferentes, com títulos pré-fixados e papéis indexados ao câmbio e a índices de inflação. Portanto não é somente a taxa de juros que tem importância na análise do crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi).

Durante os períodos de crises externas a procura por títulos indexados ao câmbio aumenta e com a desvalorização do Real a dívida se eleva. Com a relativa estabilidade econômica criada pelo lançamento do Real, o governo conseguiu colocar no mercado títulos pré-fixados, para a administração da dívida esta possibilidade é excelente uma vez que elimina o risco de uma crise ou o aumento dos juros deixando política monetária livre. A participação destes papéis na composição da dívida começou a diminuir com as freqüentes crises externas que abalaram o país.

A Tabela 19 mostra a relação entre títulos pré e pós-fixado no começo do Plano, mostrando a tendência de fortalecimento dos pré-fixados. Após seguidas crises e conseqüente queda da confiança do investidor na perspectiva futura sobre o país, o mercado passou a não mais aceitar papéis pré-fixados. Este tipo de títulos que chegou, a comprar 61% do total da DPMFi em 1996, encerrou em 2002, em seu nível mais baixo, a 2.2%, recuperando-se ao fim de 2003, compondo 12,5% do total da DPMFi, quando, seguindo a estratégia adotada pelo responsável pela gestão da dívida, passa a apresentar posições crescentes chegando ao índice de 36,1% do total da DPMFi ao final de 2006.

Entretanto, ainda há a predominância dos títulos pós-fixados na dívida, títulos estes indexados a algum fator de remuneração que podem ser desde papéis atrelados à SELIC (os mais comuns) a títulos indexados ao câmbio e à inflação.

Apesar desse tipo de indexação da dívida a diferentes variáveis macroeconômicas possibilitar que o governo diversifique melhor o risco de explosão da dívida, seguem sendo implementadas as estratégias defunidas após 2003 a saber: mantém-se, ainda, a premissa de não emitir títulos domésticos atrelados ao câmbio, reforçando-se para o biênio 2006-2007 o objetivo de

diminuir a exposição externa, através da redução do ritmo de rolagem da Dívida Pública Federal externa; aumentar a participação de títulos prefixados, que já subiu de 2% da DPMFi no começo de 2003 para 36% ao final de 2006, e remunerados por índices de preços, e, especialmente, diminuir a participação dos títulos remunerados pela Selic (LFT) (Bacen 2007).

Por outro lado, o Tesouro Nacional continuará desenvolvendo esforços para ampliar o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado doméstico de títulos públicos, valendo-se da excelente regulamentação e infra-estrutura de transação já existente.

A Tabela 17 mostra que ao longo do tempo o governo vem diversificando os seus indexadores na tentativa de diminuir os riscos e tornar seus títulos mais atrativos. Porém, o problema apresentado aos administradores da dívida brasileira é que a maioria destes títulos é de curto prazo. O governo está constantemente realizando leilões para a rolagem da dívida, isso obriga a lançar no mercado somente aqueles títulos demandados, indexados às variáveis instáveis no momento. Como ocorreu no período 1998 a 2002, em que a instabilidade do câmbio levou os investidores a demandar títulos indexados ao câmbio e obrigou o governo a aumentar consideravelmente a oferta desse tipo de papel, conforme mostra a Tabela 17, fato ocorrido em um momento completamente desfavorável ao governo.

Entre os títulos pós-fixados, os mais destacáveis são os indexados à taxa SELIC, ao câmbio, que vem sendo superados pela TR e a índices e preços uma vez que essas variáveis prendem o BACEN e diminuem seu poder de política monetária, pois para combater a inflação o governo tem que aumentar a SELIC e isto faz com que a dívida aumente. Se o governo libera a inflação, há um aumento da demanda por papéis indexados a ela e com isso a dívida cresce, e se há alguma instabilidade na economia o resultado se verifica na alta do câmbio e por conseqüência no crescimento da dívida.

TABELA 17 – EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS, PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR - 1994 – 2006

– Posição de carteira

Índice Correção	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pós-fixados	59,8	57,3	39,0	59,1	96,5	90,8	85,2	92,2	97,8	87,5	79,9	72,1	63,9
Câmbio	8,3	5,3	9,4	15,4	21,0	24,2	22,3	28,6	22,4	10,8	5,2	2,7	1,3
TR	23,0	9,0	7,9	8,0	5,4	3,0	4,7	3,8	2,1	1,8	2,7	2,1	2,2
IGP-M	12,5	5,2	1,8	0,3	0,3	0,0	1,6	4,0	7,9	8,7	9,9	7,5	6,0
Over/Selic	16,0	37,8	18,6	34,8	69,1	61,1	52,2	52,8	60,8	61,4	57,1	51,8	37,8
TJLP	-	-	1,3	0,6	0,2	0,1	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IGP-DI	-	-	-	-	-	-	4,4	3,0	3,1	2,4	1,8	1,1	0,9
INPC	-	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IPCA	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	2,4	3,1	6,9	15,6
Outros	-	-	-	-	0,5	2,1	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pré-fixados	40,2	-	61,0	40,9	3,5	9,2	14,8	7,8	2,2	12,5	20,1	27,9	36,1
Total	100	100	100	100	100	100	100	100,0	100	100	100	100	100

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios 2005 e 2006

5.3.1 Vencimentos da DPMFi

O prazo médio de vencimento da dívida é um dos principais índices utilizados pelo mercado para a decisão de investimento. Uma dívida de longo prazo, conforme visto nos modelos de administração da dívida pública, faz com que a capacidade de endividamento do país aumente e também que permita juros menores a esta dívida. Esta seção mostrará a estrutura dos vencimentos da DPMFi brasileira.

A Tabela 18 mostra o comportamento dos prazos médios da DPMFi durante 10 anos de Plano Real. Observa-se que o prazo da dívida interna é menor que o da dívida externa, fato que pode ser explicado por características do mercado interno, pois os investidores resistem aos prazos mais longos devido, principalmente, à instabilidade do país.

TABELA 18 – PRAZO E DURAÇÃO MÉDIOS DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO – 1995-2006 – VALORES EM FIM DE PERÍODO

ITEM	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prazo médio	2,2	2,7	6,3	6,3	27,1	29,8	34,9	33,2	31,3	28,1	27,4	31,1
Duração média	n.d.	3,9	7,5	3,3	2,1	3,0	8,2	8,8	9,7	nd	nd	nd

Fonte: Banco Central do Brasil - Demab e Depec

Notas: 1 Inclui apenas títulos de responsabilidade do Tesouro emitidos em ofertas públicas.

2 O prazo médio é o prazo para resgate dos títulos ajustado pelas antecipações efetuadas por meio de cupons intermediários, ambos expressos em meses.

3 A duração corresponde ao período médio de ajuste no preço dos títulos, decorrente de variações na taxa de juros.

4 Valores de dezembro até 1998. A partir de outubro de 2002 (dados a partir de 1999), o Bacen passou a divulgar os valores de prazos médios e duração do total dos títulos emitidos, incluindo papéis de colocação direta e em ofertas públicas.

Observando a estrutura dos vencimentos, vista pela Tabela 19, nota-se que os títulos nos quais o mercado aceita maiores prazos são os indexados a algum índice relacionado à inflação, isso mostra que o mercado busca diminuir os riscos, pois se houver um descontrole da inflação no futuro o investidor estará protegido.

Os papéis pré-fixados têm mais de 85% do total em até 1 ano. Esta ocorrência é devido ao fato de que nenhum investidor compraria títulos sem indexação por um período de tempo longo, pois qualquer instabilidade econômica faria com que os rendimentos fossem diminuídos. O mesmo pode

ser dito dos títulos indexados ao câmbio, pelos mesmos motivos dos papéis pré-fixados os títulos cambiais são, em geral, de curto prazo.

TABELA 19 – PRAZO DE VENCIMENTO DA DPMFI. POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2003, EM %

Rentabilidade	Até 1 ano	1 a 2	2 a 3	3 a 4	4 a 5	> 5 anos	Total
Pré-fixado	85,92	13,61	-	-	0,47	-	100
SELIC	28,96	30,09	25,66	9,93	2,80	2,56	100
Índices de Preço	1,44	19,25	4,11	0,03	10,83	64,34	100
Câmbio	42,73	16,93	16,89	0,38	2,22	20,85	100
TR	5,28	5,23	1,42	17,09	1,11	69,87	100
Outros	-	-	100	-	-	-	100

Fonte: Elaboração feita pelo autor a partir de BACEN (2005).

Os administradores devem levar em consideração no alongamento da dívida o fato de que apenas os títulos indexados a preços conseguem grandes prazos, deve-se, neste sentido, evitar a emissão de títulos de curto prazo, ou seja, os pré-fixados e os cambiais que em sua maioria são de curto prazo.

Os papéis com swap cambial são, em grande parte, de curtíssimo prazo e emitidos em períodos de crises como sustentação para o mercado financeiro, com acréscimos ao custo da dívida em épocas de instabilidade. Todavia, os títulos pré-fixados, apesar de serem de curto prazo, são admitidos por ser de baixo custo e por não acarretarem riscos para o governo, uma vez que já se sabe o total de juros a serem pagos.

Com relação ao montante da dívida que vence no curto prazo, pode-se dizer que a tendência da dívida brasileira é de que grande parte de seus títulos vença antes de 12 meses. A Tabela 20 mostra exatamente isso, um terço da DPMFi é de curto prazo, 53% vence a médio prazo e apenas 14% da dívida é de longo prazo. Para que o Brasil consiga diminuir a dívida interna é necessário alongar essa dívida, possibilitando ao país colocar no mercado títulos no momento adequado. O governo é obrigado, todo ano, a rolar mais de R\$ 244 bilhões em dívida, conforme apresentado na Tabela 22.

TABELA 20 - PRAZO MÉDIO DE VENCIMENTO DA DPMFI EM 2003 (EM MILHÕES DE R\$)

Rentabilidade	Até 1 ano	1 a 2	2 a 3	3 a 4	4 a 5	> 5 anos	Total
Pré-fixado	78,84	12,46	-	-	0,43	-	91,53
SELIC	130,03	135,12	115,20	44,58	12,59	11,50	449,02
Índices de Preço	1,43	19,08	4,07	0,03	10,73	63,74	99,08
Câmbio	33,62	13,32	13,29	0,30	1,74	16,40	78,67
TR	0,69	0,68	0,19	2,24	0,15	9,15	13,10
Outros	-	-	0,03	-	-	-	0,03
Total	244,41	180,06	132,78	47,15	25,64	100,79	731,43

Fonte: Elaboração feita pelo autor a partir de BACEN (2005).

A atual estrutura da DPMFi mostra que a tendência de troca dos títulos indexados ao câmbio pelos indexadores a índices de preços pode ser benéfica para a administração da dívida no futuro, uma vez que essa variável é controlada com extrema força pelo governo brasileiro e dificilmente sairá do seu controle, pois, antes da inflação estar controlada, o governo gastará todas as suas defesas, tais como: câmbio e taxa de juros.

Quantos aos prazos médios de vencimento da dívida, a grande quantidade de títulos vencendo no curto prazo preocupa a administração da

TABELA 21 – ESTRUTURA DE VENCIMENTO DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO DEZ/1999 A DEZ/2006

Mês	Em R\$ bilhões												Total	100,00%
	Até 1 ano		De 1 a 2 anos		De 2 a 3 anos		De 3 a 4 anos		De 4 a 5 anos		Acima de 5 anos			
Dezembro/99	242,51	54,94%	102,68	23,26%	10,89	2,47%	9,97	2,26%	9,48	2,15%	65,88	14,92%	441,41	100,00%
Dezembro/00	224,90	44,04%	63,24	12,38%	102,06	19,98%	32,23	6,31%	16,64	3,26%	71,62	14,02%	510,70	100,00%
Dezembro/01	173,12	27,74%	146,67	23,50%	75,98	12,17%	47,29	7,58%	106,42	17,05%	74,61	11,95%	624,08	100,00%
Dezembro/02	255,90	41,06%	106,93	17,16%	72,42	11,62%	90,22	14,48%	20,38	3,27%	77,34	12,41%	623,19	100,00%
Dezembro/03	258,52	35,34%	187,49	25,63%	137,27	18,77%	52,89	7,23%	27,77	3,80%	67,48	9,23%	731,43	100,00%
Dezembro/04	373,33	46,08%	227,36	28,06%	72,56	8,96%	39,58	4,89%	16,45	2,03%	80,98	9,99%	810,26	100,00%
Dezembro/05	407,91	41,64%	253,36	25,86%	150,81	15,39%	67,33	6,87%	18,46	1,88%	81,79	8,35%	979,66	100,00%
Fevereiro/06	388,26	38,43%	259,09	25,65%	146,63	14,51%	79,80	7,90%	47,10	4,66%	89,32	8,84%	1.010,20	100,00%
Março/06	409,50	40,10%	261,19	25,58%	133,23	13,05%	84,52	8,28%	39,72	3,89%	93,06	9,11%	1.021,22	100,00%
Abril/06	403,98	40,29%	254,09	25,34%	122,79	12,25%	86,56	8,63%	41,56	4,14%	93,79	9,35%	1.002,78	100,00%
Mai/06	400,53	40,09%	249,25	24,95%	155,87	15,60%	57,07	5,71%	46,91	4,70%	89,48	8,96%	999,10	100,00%
Junho/06	417,97	41,13%	250,45	24,65%	141,89	13,96%	57,79	5,69%	57,77	5,69%	90,24	8,88%	1.016,10	100,00%
Julho/06	417,70	41,20%	243,29	23,99%	139,74	13,78%	58,44	5,76%	62,47	6,16%	92,31	9,10%	1.013,93	100,00%
Agosto/06	407,18	39,19%	266,97	25,69%	131,31	12,64%	96,40	9,28%	37,33	3,59%	99,83	9,61%	1.039,01	100,00%
Setembro/06	424,59	39,99%	270,57	25,48%	148,90	14,02%	73,19	6,89%	43,18	4,07%	101,43	9,55%	1.061,86	100,00%
Outubro/06	402,07	37,82%	265,62	24,99%	160,35	15,08%	82,75	7,78%	45,74	4,30%	106,50	10,02%	1.063,03	100,00%
Novembro/06	377,84	34,93%	275,87	25,50%	166,94	15,43%	103,42	9,56%	47,03	4,35%	110,55	10,22%	1.081,66	100,00%
Dezembro/06	390,05	35,67%	277,77	25,40%	167,38	15,31%	92,83	8,49%	51,55	4,71%	113,92	10,42%	1.093,49	100,00%

Obs: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos, considerando-se os pagamentos intermediários em suas datas efetivas.

Percentual em relação ao total dos títulos

Fonte: Banco Central do Brasil -- Relatório mensal dez/2006

dívida no futuro. As saídas do governo para controlar essa vulnerabilidade da Dívida Pública são oriundas de um conjunto de ações: colocação de títulos indexados ao nível de preços no mercado, que me geral aceitam maiores prazos, gerar recursos para que não seja necessário ao país rolar esses títulos. Uma outra ação que poderia ser adotada pelo governo seria o lançamento de títulos soberanos da dívida no mercado externo para captar recursos necessários para rolar parte desses títulos internos por externos de curto prazo. Um possível problema desta troca de endividamento interno por externo decorre do fato de que os riscos da dívida externa são maiores vistos que há possibilidade de desvalorização cambial, além do que esses títulos externos só podem ser colocados em situações de liquidez internacional e em períodos em que o Brasil apresenta-se estável.

Segundo relatórios do Banco Central (BACEN 2006), o prazo médio do estoque da DPF situava-se em 36,6 meses em dezembro de 2006, enquanto a DPMFi apresentava um prazo médio de 31,06 meses ao final de 2006. O percentual da DPF vincendo em 12 meses apresentava o índice de 33,3% enquanto o mesmo percentual da DPMFi apresentava o índice de 35,67% em dezembro de 2006,

6 CONCLUSÃO

Através da observação dos dados anteriormente elencados, pode-se verificar que as ações adotadas com o Plano Real conseguiram estabilizar a economia, com repressão à inflação, através da utilização de juros extremamente atrativos ao capital externo, apresentando, porém, reflexos diretos no crescimento da dívida pública.

A evolução do estoque da dívida líquida pública tem sido determinado, principalmente, pelos encargos financeiros incidentes sobre os seus títulos, especificamente os elevados níveis de taxa de juros praticados no período recente e as eventuais pressões de taxa de câmbio. Os ajustes patrimoniais também foram importantes fatores expansionistas, sobretudo os decorrentes de renegociação com estados, municípios e bancos públicos. Dados esses elementos, os resultados fiscais primários e as receitas de privatização acabaram tendo impactos relativamente pouco expressivos (VERSIANI, 2003 e ZILLOTTO 2006).

O mercado de títulos tem se mostrado a mais vigorosa ferramenta de financiamento para os países emergentes, desde início dos anos 90. Os Títulos da dívida pública se tornaram conhecidos e, principalmente, utilizados com objetivo de sanear a política econômica monetária do país, visto que, é uma forma de financiamento que não traz impacto inflacionário. Entretanto, se for utilizada sem limites e sem propósitos rígidos, pode trazer para a economia outros problemas como a recessão, que acabam tendo efeitos tão danosos quanto a inflação.

A estratégia anunciada pelo governo, ao final de 1999, de que seria buscado um alongamento da dívida pública mostra-se correta. Entretanto, uma economia que ainda não conta com credibilidade suficiente para neutralizar choques e possui um elevado estoque da dívida pública pode acarretar uma elevação da taxa real de juros acima da taxa de crescimento da economia. Esse resultado está em consonância com o modelo de administração da dívida pública apresentado por Calvo e Guidotti em 1990, de que embora a estratégia de alongamento da dívida seja recomendada para economias que possuem uma razão dívida/PIB elevada, o custo desse alongamento pode ser muito alto por causa da elevação da taxa de juros.

Uma possível forma de ampliar o prazo médio da dívida pública é realizar uma mudança na composição de sua estrutura de indexação. É preciso que se reduza a proporção de títulos atrelados à taxa Selic e ao Câmbio e seja aumentado o volume de títulos indexados à inflação. Isso porque, se o governo cumpre as metas de inflação, mantendo-a em níveis baixos, é “recompensado” com um decréscimo do custo da dívida pública.

Desse modo, a elevação da taxa de juros para atenuar pressões inflacionárias também contribui para redução na razão dívida/PIB. Por conseguinte, haveria um incremento na credibilidade da política antiinflacionária que favorecia a estratégia de ampliação do curto prazo da dívida pública (MENDONÇA, 2003).

Cabe mencionar que as sucessivas crises internacionais prejudicaram a tomada de decisão com relação a manter a política de estabilidade de preços. Tais crises contribuíram para o aperto fiscal. A desvalorização cambial em 1999 foi o reflexo do tremor das economias emergentes em anos anteriores. O esforço em controlar a estabilidade de preço recaiu sobre as taxas de juros, implicando custos econômicos e sociais tais como: elevação do estoque da dívida pública, desemprego, investimentos em educação e saúde e elevação da carga tributária do país.

A dívida externa que era o foco principal do endividamento dá lugar ao endividamento interno, dadas as condições criadas pelo Real. Há a permissão de um fluxo de capitais nunca antes visto para o Brasil, capitais estes que incharam a base monetária e tiveram como contra-resposta governamental o lançamento de títulos no mercado interno. Tal expectativa de recompras com a venda de títulos de longo prazo resultaria, assim, em estabilidade das reservas e alongamento do perfil da dívida pública. Entretanto, não se pode esquecer que o governo estaria trocando dívida externa por dívida interna, bem mais cara.

Durante o Plano Real e no período imediato, o Governo não aumentou consideravelmente os seus gastos com investimento, sendo a maior parcela do déficit ou superávit primário gerado, utilizado no pagamento de juros, o capital produtivo migrou para o mercado financeiro.

Quanto à evolução da Dívida Pública, pode-se notar que após o Plano Real, isto é, a partir do ano 2003, a mesma vem apresentando mudanças

sensíveis em seu perfil e demonstrando mais estabilidade em sua gestão, não obstante cenários internos e externos favoráveis.

Certamente, não há solução pronta e exequível para a questão do endividamento público brasileiro, mas apenas um conjunto de opções a longo prazo, que apresentam custos e benefícios para os diversos setores da sociedade.

Quanto ao crescimento econômico e dos indicadores sociais, estes virão lentamente e com medidas tópicas uma vez que as sociedades mudam mais por adaptações graduais e alterações imperceptíveis do que por revoluções de inversão.

Onde um histórico de déficits fiscais elevados no passado se traduz no presente em uma dívida pública alta e de má qualidade, que impõe um custo exacerbado ao país inibindo os investimentos públicos e privados. Condicionam-se também, tais investimentos, a rigidez institucional do orçamento público que, apesar de estar munido de técnicas e recursos humanos compatíveis com que há de melhor no resto do mundo, apresenta restrições de flexibilidade quando do planejamento do gasto público.

BIBLIOGRAFIA

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ORÇAMENTO PÚBLICO. Disponível em: <http://www.abop.org.br/>.

BACHA, Edmar. **Introdução à macroeconomia**: uma perspectiva brasileira. 4ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

BAER, Werner. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 20.08.2006 e 18.09.2007.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Hiperinflação e estabilização. **Revista Brasileira de Economia**. São Paulo, v.41, n.3, p. 251-273, 1987.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios anuais 1995, 1998, 2003, 2005 e 2006**. Brasília, 2007

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios mensais - dez/2006 Jan/2007**. Brasília, 2007

BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br>. Acesso em abr 2006.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

CALVO, G. **Servicing the public debt: the role of expectation**. 1988. Disponível em <www.bso.umd.edu/econ. Acesso em abr.2006.

CALVO, G.; GUIDOTTI, P. **Indexation and maturity of government bonds: exploratory model**. 1990. Disponível em www.eco.unicamp.br/publicações/economia_sociedade. Acesso em: out. 2005.

CARVALHO, F.J.C. et alii. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

DIEESE, Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos. Disponível em: <http://www.dieese.org.br>. Acesso em: 10.09.2006.

DORNBUSH, Rudiger; FISHER, Stanley. **Macroeconomia**. 2ed. São Paulo: Makron, MacGraw, 1991.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Dinheiro**, p.B6, 17/09/2005

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 4ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2001.

GAROFALO FILHO, E. **Câmbio, ouro e dívida externa: de Figueiredo a FHC.** São Paulo: Saraiva, 2002.

GIACOMONI, James. **Orçamento público.** 10ed. São Paulo: Atlas, 2001.

GIAMBIAGI, F. ; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil,** Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. **Confidence crises and public debt management.** 1990. Disponível em www.eco.unicamp.br/publicações/revista_.html. Acesso em out. 2005

GOLDFAJN, I. **Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é Sustentável?** Banco Central do Brasil, Nota Técnica n.º 5, julho/2002;

GOLDFAJN, I. e PAULA, Á. – **Uma Nota Sobre a Composição Ótima da Dívida Pública – Reflexões para o Caso Brasileiro.** Revista de Economia Aplicada, 4(4), 2000.

GONÇALVES, R.; POMAR, V.. **O Brasil endividado: como nossa dívida aumentou mais de 100 bilhões de dólares nos anos 90.** São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2000.

GREMAUD, A P. **Economia brasileira contemporânea.** São Paulo: Atlas, 1999.

GREMAUD, A P.; VASCONCELOS, M.A.S.; TONETO, R. **Economia brasileira contemporânea.** São Paulo: Atlas, 2007.

HERMANN, J. **A macroeconomia da dívida pública: nota sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002).** 2004. Disponível em <www.ie.ufrj.br/moeda/pdf> Acesso em agosto 2005

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acessos em 08/08/2007.

LLUSSÁ, F. A. J. **Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil.** Rio de Janeiro: BNDES, 1998.

MANKIIV, Gregory N. **Macroeconomia.** 3ª ed. Rio de Janeiro: JC Editora, 2002.

MANKIIV, Gregory N. **Macroeconomia** 5ª ed. Rio de Janeiro: JC Editora, 2004.

MENDONÇA, H. F. **Três ensaios sobre a dívida pública e a determinação da taxa de juros na economia brasileira.** Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2003

MUSGRAVE, R. A. e MUSGRAVE, P. B. **Finanças Públicas - Teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

OLIVEIRA, M. A. **Endividamento do setor público**. Evolução histórica: década de 60 a 90. 2001. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2001.

OREIRO, J. L. C.; PAULA, L.F.R. **Uma estratégia keynesiana para a sustentabilidade de longo prazo da dívida pública**, 2003. Disponível em: <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/artigo.php?idart=16>. Acesso em 25/05/2007.

ORTOLANI, Edna M. **Operações de crédito no mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2000.

PES, J. H. P. **A dívida externa e o Mercosul: a dívida externa como problemática para desenvolvimento do Mercosul**. MILA/UFSM, 2003.

PNUD, Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento. **Atlas do desenvolvimento humano no Brasil**. Disponível em: www.pnud.org.br/atlas.

REZENDE, Fernando. **Finanças públicas**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2001.

RIANI, F. **Economia do setor público: uma abordagem introdutória**. São Paulo: Atlas, 1986

ROSSETTI, J.P. **Contabilidade social**. 7ed. São Paulo, Atlas, 1995

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN, Felipe. **Macroeconomia**. Edição Revisada. São Paulo: Makron Books, 1998.

SANDRONI, P. **Balanço de pagamentos e dívida externa**. São Paulo: Ática, 1989.

_____. **Dicionário de economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SANTA HELENA, Eber Zoehler. O processo de alocação dos recursos federais pelo Congresso Nacional. 2006. **Jus Navigandi**. Disponível em: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=5611>.

SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/spe/site/home/default.asp>.

SIKEN, B. J.; DE HAAN, J. **Budget deficit, monetization and central bank independence in developing countries**. 1998. Disponível em <www.federalbudget.com> Acesso em: junho 2005.

SILVA, J.G. **O orçamento público, conceitos e disposições gerais**, 2005. Disponível em <www.vemconcursos.com/opiniao/index> Acesso em maio 2006.

STN - SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: 19 jul. 2007.

STN - SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.stn.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2007.

TOPECON, Tópicos Econômicos. **Orçamento público**. Disponível em: <http://www.topecon.hpg.ig.com.br/orca1.html>.

VASCONCELLOS, Marco A. S., RUDINEI, Toneto Jr.; GREMAULD, Amaury P. **Economia brasileira e contemporânea**. 3ed. São Paulo: Atlas, 1999.

VERSIANI, F.R. **A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente**. Universidade de Brasília - Departamento de Economia, Texto Para Discussão No 284, 2003, Disponível em <http://www.unb.br/ih/eco>.

ZERKOWSKI, R. M. Contas nacionais do Brasil, conceitos e metodologia. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. IPEA, Rio de Janeiro, v.4, n.1, fevereiro, p 16-42, 1994.

ZILIOOTTO, G.A. **Dívida Pública Brasileira (1822-2004)** – sua história e os efeitos sobre o crescimento econômico. Dissertação de Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Economia da UNESP, ARARAQUARA, 2006