



Universidade de Brasília
Departamento de Economia

Série Textos para Discussão

A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente

Flávio Rabelo Versiani
Universidade de Brasília

Texto nº 284
Brasília, março de 2003

Department of Economics Working Paper 284
University of Brasilia, March 2003

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 284

A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente

Flávio Rabelo Versiani

Universidade de Brasília

Brasília, 28 de março de 2003

© Flávio Rabelo Versiani, 2003

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
Campus Universitário Darcy Ribeiro
Instituto Central de Ciências
Caixa Postal 04302, 70910-900 Brasília, DF, Brasil
Tel.: (55-61) 3072498, 2723548
Fax: (55-61) 3402311
E-mail: econ@unb.br
<http://www.unb.br/ih/eco>

Chefe do Departamento

Prof. Jorge Madeira Nogueira

Sub-Chefe do Departamento

Prof. Rodrigo Peñaloza

Coordenador de Pós-Graduação

Prof. Paulo César Coutinho

Coordenador de Pesquisa e Extensão

Prof. Maurício Soares Bugarin

Coordenador de Graduação

Prof. Roberto Ellery Jr.

SÉRIE DE TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Comissão Editorial, mandato junho de 2001 a março de 2003

André Rossi de Oliveira

Bernardo Mueller

Flávio Versiani

Jorge Nogueira

Maurício Bugarin (editor)

Mauro Boianovsky

Apoio: CESPE UnB

A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E SUA TRAJETÓRIA RECENTE

FLÁVIO RABELO VERSIANI

Departamento de Economia

Universidade de Brasília

Novembro de 2002

1. Introdução¹

Entre dezembro de 1994 e junho de 2002, a dívida líquida do setor público no Brasil passou de R\$ 192 bilhões (28,1 % do Produto Interno Bruto) para R\$ 709 bilhões (55,9 % do PIB)². Esse aumento relativamente grande, de quase trinta pontos percentuais do PIB, deu origem a preocupações quanto às perspectivas futuras do endividamento público, no País. Houve quem temesse que o crescimento da dívida pública pudesse assumir uma trajetória explosiva, de expansão a taxas crescentes, o que poderia torná-la insustentável, abrindo caminho talvez para alguma forma de moratória ou confisco patrimonial dos credores. O aumento do endividamento governamental foi, também, motivo de críticas à condução da política econômica nos últimos oito anos — presentes, por exemplo, na campanha eleitoral de 2002 —, centradas especialmente sobre o pesado ônus que o serviço da dívida traz para o orçamento governamental, numa situação de juros altos, restringindo a capacidade do governo de despender recursos em itens mais obviamente relacionados ao bem-estar social, como os referentes à educação ou a saúde pública.

De fato, o debate sobre o endividamento público transcendeu em muito os círculos técnicos, no período recente. As causas do crescimento da dívida nos últimos anos, a possibilidade da continuidade ou recorrência desses fatores no futuro próximo, a

¹ Eximindo-o de qualquer culpa, o autor agradece os úteis comentários de Edmar Lisboa Bacha a uma versão anterior deste texto.

² Relatório do Banco Central do Brasil – 1986; Boletim do Banco Central do Brasil 38(9), set. 2002. Disponíveis em : <http://www.bcb.gov.br>. Valores de final de período. O valor em reais para 1994 está expresso a preços de dezembro de 1996.

sustentabilidade da dívida — são indagações que têm aparecido com frequência, não só na literatura de Finanças Públicas, como num âmbito mais amplo: na imprensa, no Parlamento, ou mesmo entre o público leigo. E não é raro que tais indagações expressem uma visão simplista das origens e dos males associados ao endividamento público. Para isso contribuiu, sem dúvida, o fato de que os debates relacionados à sucessão presidencial tenham dado certo destaque a esse tema; e não faltaram, nesse contexto, diatribes hiperbólicas sobre o suposto “escândalo” de uma situação em que parcela significativa da receita tributária é destinada apenas a “engordar os cofres de banqueiros”, e onde juros “estratosféricos” dão lugar a uma “jogatina desenfreada” por parte de especuladores; tudo isso em meio a inquirições ferozes sobre “para onde foi todo esse dinheiro”.

Essa crítica desabrida pode ser eficaz como tática de propaganda política, mas evidentemente contribui pouco para o entendimento das questões envolvidas. Para esse último propósito, será mais útil procurar traçar um quadro objetivo, a partir do exame dos dados mais relevantes. Esse é o intuito do presente texto. No que se segue, serão examinadas algumas definições pertinentes (Seção 2) e a evolução da dívida interna nos anos recentes (Seção 3). A 4ª Seção trata de alguns fatores cruciais da expansão do endividamento, e a seguinte das perspectivas futuras da dívida pública (Seção 5). Uma última seção resume as principais conclusões.

2. Algumas definições

Os números mencionados acima referem-se à Dívida Líquida Total do Setor Público (DLTSP), abrangendo o governo federal, o Banco Central do Brasil, os estados, municípios e empresas estatais, e inclui tanto a dívida interna quanto a dívida externa. Nosso interesse aqui é, essencialmente, no primeiro desses componentes. Não só porque a expansão da dívida interna foi o principal fator do aumento da dívida total do setor público, no período considerado (tendo respondido por cerca de 90 % do incremento total da DLTSP, como proporção do PIB, entre 1994 e 2002), mas também porque a evolução da dívida externa é influenciada por fatores distintos dos que afetam a dívida interna. Em particular, o endividamento externo do governo sofreu o forte impacto da desvalorização do real, nos últimos anos. Esse último ponto fica claro se compararmos o

aumento da Dívida Externa Líquida do Setor Público, como porcentagem do PIB, com sua evolução em dólares: entre dezembro de 1994 e junho de 2002, essa dívida passou de 8,1 % para 11,1 % do PIB; em contraste, seu valor em dólares de fato decresceu em quase dez por cento.³

A Tabela 1 mostra a evolução da Dívida Interna Líquida do Setor Público (DILSP) entre 1994 e 2002. Essa grandeza é líquida pois exclui créditos diversos do setor público, entre os quais sobressaem depósitos no sistema bancário e no Banco Central, e disponibilidades e aplicações derivadas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), criado em 1990 (Lei nº 7.998/90), e de vários fundos constitucionais.

Tabela 1 – Dívida Interna Líquida do Setor Público, 1994-2002^a

ANO	DILSP (% do PIB)	AUMENTO NO ANO ^b (%)
1994	20,0	--
1995	25,5	27,5
1996	29,4	15,3
1997	30,2	2,7
1998	36,9	22,2
1999	39,2	6,2
2000	39,7	1,3
2001	42,7	7,6
2002	44,8	4,9

^(a) Valores referentes ao final de dezembro (1994-2001) e final de junho (2002).

^(b) Como proporção do PIB.

Fonte - Relatório do Banco Central do Brasil – 1986; Boletim do Banco Central do Brasil 32(10), out. 1996; 34(4), abr. 1998; 36(12), dez.. 2000; 38(9), set. 2002.

³ Para os números neste e nos próximos parágrafos, v. fontes citadas na nota anterior.

Dívida mobiliária - Grande parte da DILSP corresponde á dívida mobiliária, ou seja, a títulos emitidos pelas várias esferas de governo. O total da dívida mobiliária do setor público correspondia, em junho de 2002, a 48,9 % do PIB: é uma proporção maior do que a da própria DILSP (cf. Tabela 1), em decorrência do fato de que parte dos títulos emitidos por uma dada entidade governamental é detida por outras entidades, e os valores se compensam na apuração da dívida líquida.

A parcela principal da Dívida Mobiliária do Setor Público (DMSP) se refere aos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional (40,1 % do PIB, em junho de 2002). São títulos emitidos tipicamente para cobertura de déficits orçamentários, por meio de oferta pública, em leilões eletrônicos. No caso de certas operações especiais (como o refinanciamento de dívidas de estados e municípios pelo governo federal) os títulos são lançados por emissão direta aos agentes a que se destinam. Os principais títulos do Tesouro são: Letras do Tesouro Nacional (LTNs), de rentabilidade prefixada; Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), de rentabilidade pós-fixada; e Notas do Tesouro Nacional (NTNs), de rentabilidade pós-fixada, em diversas séries, cada qual com índice de atualização próprio (dólar, Índice Geral de Preços de Mercado, Taxa Referencial de Juros, etc.).

Os títulos que compõem a dívida mobiliária do Banco Central (que correspondia a 8,5 % do PIB, em junho de 2002) destinam-se a operações de compra e venda no mercado aberto, para controle da oferta monetária. Os Bônus do Banco Central (BBCs) são títulos de rentabilidade pré ou pós-fixada; as Letras do Banco Central (LBCs) têm rentabilidade pós-fixada, assim como as Notas do Banco Central (NBCs), estas em diversas séries, com diferentes índices de correção.

A dívida mobiliária dos estados e municípios, que equivalia, em 1994, a 4,5 % do Produto Interno Bruto (e a mais de dois quintos da Dívida Mobiliária do Setor Público), diminuiu muito em importância depois de 1997, e corresponde, em 2002, a não mais que 0,2 % do PIB (e menos de 0,1 % da DMSP). Essa queda se relaciona às operações de refinanciamento das dívidas dos estados e municípios, procedidas pelo governo federal em 1997 (v. abaixo).

3. Evolução da dívida

A introdução da correção monetária dos títulos públicos, em 1964 (Lei nº 4.357/64), marcou o início da evolução recente da dívida pública, no Brasil. Antes disso, a legislação estabelecia que compromissos financeiros para o futuro só podiam ser fixados em moeda nacional, sendo expressamente vedada a adoção da chamada “cláusula ouro”, que indexasse valores contratados a seu equivalente em ouro, ou em moeda estrangeira estável. Com o crescimento das taxas de inflação, essa restrição praticamente inviabilizava a existência de um mercado para títulos públicos, emitidos com valor nominal fixo. A importante inovação institucional adotada em 1964 suprimiu esse obstáculo, e abriu ao governo a possibilidade de financiar seu déficit pela emissão de títulos, em lugar da emissão de moeda.

O desenvolvimento do mecanismo de operações de mercado aberto como forma de controle monetário, a partir do início da década de 1970, fez ampliar o mercado de títulos públicos. Ao mesmo tempo, estabelecia-se certa confusão entre a emissão de títulos como instrumento de política fiscal ou como instrumento de política monetária. De fato, o Banco Central, quando comprava papéis do governo federal para execução de operações no mercado aberto, estava efetivamente financiando o déficit governamental; de outra parte, mesmo na ausência de déficits, a expansão de títulos em circulação se refletia num aumento da dívida do Tesouro, especialmente na medida em que foi concedida ao Banco Central, pela Lei Complementar nº 12, de 1971, a faculdade de lançar títulos de responsabilidade do Tesouro.⁴

O constituinte de 1988 preocupou-se em fixar limites entre as ações de política fiscal e de política monetária, ao estabelecer a proibição de que o Banco Central financiasse o Tesouro Nacional (art. 164 da Constituição); várias outras medidas têm sido tomadas, ao longo das últimas décadas, com esse objetivo. Por outro lado, é claro que persiste uma interação entre essas duas áreas de política, quando mais não seja pelo efeito, sobre o déficit do Tesouro, de variações da taxa de juros determinadas pela política monetária, numa situação em que o peso do serviço da dívida no orçamento do

⁴ Sobre esse e outros problemas institucionais que dificultaram, nos anos setenta e oitenta, tanto o controle da oferta monetária quanto o equilíbrio das contas públicas, ver Simonsen (1985).

governo seja significativo. Um aumento expressivo na taxa básica de juros pode, nesse caso, ser um obstáculo importante à consecução do equilíbrio fiscal, ou à obtenção de determinada meta de superávit nas contas públicas.

Evolução do déficit público – Os números da Tabela 2 mostram a evolução do déficit do setor público no período 1991-2002, distinguindo o déficit operacional (que exclui a correção monetária da dívida pública, a qual não impacta o valor real dessa dívida; tal exclusão é especialmente importante no período de alta inflação, até 1994) e o déficit primário (que exclui também os pagamentos de juros sobre a dívida, e portanto dá uma medida do esforço fiscal presente, desconsiderando o efeito dos compromissos herdados do passado).

Tabela 2 – Déficit do Setor Público, 1991-2001

(Em porcentagem do PIB)

ANO	DÉFICIT OPERACIONAL (*)				DÉFICIT PRIMÁRIO (*)			
	Governo Federal e Banco Central	Estados e Municípios	Empresas Estatais	TOTAL	Governo Federal e Banco Central	Estados e Municípios	Empresas Estatais	TOTAL
1991	- 0,3	- 1,2	0,1	- 1,4	- 0,9	- 1,4	- 0,7	- 3,0
1992	0,8	0,8	0,6	2,2	- 1,3	- 0,4	- 0,7	- 2,3
1993	0,0	- 0,2	0,0	- 0,2	- 1,4	- 0,5	- 0,7	- 2,6
1994	- 1,6	0,6	- 0,3	- 1,3	- 3,1	- 0,9	- 1,2	- 5,2
1995	1,7	2,4	0,9	5,0	- 0,6	0,2	0,0	- 0,4
1996	1,62	1,82	0,31	3,75	-0,38	0,55	-0,08	0,09
1997	1,76	2,24	0,28	4,28	0,32	0,72	-0,07	0,98
1998	5,21	1,80	0,51	7,52	-0,56	0,19	0,36	-0,01
1999	3,63	0,46	-0,24	3,85	-2,36	-0,23	-0,64	-3,23
2000	1,31	0,68	-0,82	1,17	-1,92	-0,57	-1,06	-3,55
2001	1,05	0,45	-0,52	0,98	-1,91	-0,90	-0,94	-3,75

(*) Sinal negativo indica superávit.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil 32(4), abr. 1996, Tabela III.16; 32(10), out. 1996, Tab. III-16; 34(7), jul. 1998, Tabela III.16; 35(7), jul. 1999, Tabela IV-16 (com desvalorização cambial); 36(7), jul. 2000, Tab. IV-16 (com desvalorização cambial); 37(7), jul. 2001, Tab. IV.17 (com desvalorização cambial); 38(7), jul. 2002, Tab. IV-18.

Nota-se que aquele período pode ser dividido em três fases, no que toca ao comportamento do déficit. Em 1991-1994, obtiveram-se superávits operacionais (com exceção do politicamente conturbado ano de 1992) e expressivos superávits primários. O período 1995-1998, ao contrário, foi uma fase de resultados operacionais negativos, culminando com o vultoso déficit de 7,5% do PIB, em 1998; nesses anos, também o resultado primário foi negativo, em média. Já na fase mais recente, 1999-2001, observou-se uma tendência à redução do déficit operacional, e obtenção de superávits primários crescentes (tendência que se mantém em 2002).

A importância do resultado das contas públicas na evolução do endividamento pode ser apreciada a partir de um exercício contrafactual efetuado por Goldfajn. Esse autor mostrou o caminho que teria percorrido a dívida, no período desde 1994, caso se tivessem obtido, em todos os anos a partir de 1995, superávits primários equivalentes a 3,5% do PIB, mantendo-se todos os demais fatores como observados na realidade. A conclusão é que a Dívida Líquida Total do Setor Público teria, nesse caso, seguido uma trajetória decrecente, como proporção do PIB, caindo do nível de aproximadamente 30%, em 1994, para 28%, em 2002, em contraste com o valor projetado para o final desse último ano, de cerca de 56% do PIB (Goldfajn, 2002).

Taxa de câmbio – Na medida em que parte da dívida interna é indexada à taxa de câmbio, a desvalorização cambial tem efeito relevante sobre a evolução temporal da Dívida Interna Líquida do Setor Público. Assim, a queda do valor externo do real após 1998, e novamente em 2002, impactou de forma significativa essa evolução.

Fatores não-repetitivos – Considerando-se que a desvalorização cambial, observada a partir da flutuação do real, representa essencialmente um ajuste a uma nova situação, e não uma tendência, pode-se supor que o efeito de variações da taxa de câmbio sobre o endividamento público, observado nos últimos anos, não deve repetir-se no futuro próximo (a menos de ocorrências imprevistas no cenário internacional). O mesmo pode-se dizer quanto a outros fatores não-repetitivos de elevação da dívida, que foram importantes no período recente. A próxima seção examina esse ponto.

4. Crescimento da dívida interna: causas não-repetitivas

Nos últimos oito anos, três elementos tiveram impacto significativo no aumento do endividamento do governo federal: os acordos de refinanciamento de estados e municípios, o reconhecimento e contabilização de dívidas latentes (os chamados “esqueletos”, na linguagem jornalística, ou “passivos contingentes”, no jargão técnico), e o programa de fortalecimento dos bancos federais. Cabe examinar as principais características dessas ações.

Refinanciamento de estados e municípios - Em 1994-1997, os estados e municípios tiveram participação majoritária no déficit operacional do setor público (ver a Tabela 2). Isso reflete uma tendência ao desequilíbrio, no período anterior a 1998, que se manifestou no aumento do endividamento das entidades subnacionais: entre 1989 e 1998, a dívida líquida dos estados e municípios passara de 5,8% para 14,4% do PIB.⁵ Isso se deu apesar do fato de que a Constituição de 1988 tenha alterado significativamente a repartição da receita tributária em favor dos estados e municípios, seguindo uma tendência de descentralização já presente desde o início dos anos oitenta.⁶ Disso decorreu uma redução de cerca de dez pontos percentuais, entre 1981/85 e 1991/95, na fatia da receita tributária que ficou disponível para a União (de 67% para 57% do total, em números redondos), aumentando correspondentemente em 4% a parcela disponível para os Estados (de 23% para 27%), e em 6% a dos Municípios (de 10% para 16%).⁷

A tendência ao desequilíbrio nas finanças estaduais e municipais parece decorrer tanto de demandas e pressões legítimas da sociedade por uma expansão de gastos públicos, tornadas mais aparentes após o processo de redemocratização (e que talvez se façam sentir com mais força sobre os governos locais), quanto de um possível comportamento estratégico do poder público, nessas unidades. Esse último ponto se refere ao fato de que os governos estaduais e municipais, percebendo sua capacidade de influenciar politicamente as decisões na esfera federal, podem adotar uma postura de desinteresse em relação à consecução de um equilíbrio entre receitas e despesas, fiados

⁵ Ver Rigolon & Giambiagi (1999).

⁶ Para pormenores sobre a evolução das receitas tributárias e sua repartição, v. Varsano (1997).

⁷ Giambiagi & Além (1999: Tab. 9.3).

numa intervenção salvadora, *ex-post*, do governo central.⁸ Esse comportamento poderia ter sido reforçado pela ocorrência de várias intervenções federais dessa natureza, especialmente a partir de 1985, como a renegociação da dívida externa dos estados (Lei nº 7.976, de 1989) e a renegociação das dívidas dos estados com as instituições financeiras federais (Lei nº 8.727, de 1993). Além disso, os bancos estaduais, que eram freqüentemente usados para financiar gastos das unidades federadas, e em decorrência disso chegaram, muitos deles, à beira da insolvência, foram também socorridos pelo governo central em várias oportunidades, no final dos anos oitenta e início dos noventa (Puga, 1999). Pode ter-se desenvolvido, assim, uma situação de “risco comportamental”, nos governos dos estados e municípios: a segurança da obtenção de apoio financeiro federal para cobertura de seus déficits induzia nesses governos uma atitude complacente, com relação ao desequilíbrio fiscal.⁹

De uma forma ou de outra, o governo federal decidiu, em 1997, empreender um refinanciamento das dívidas dos estados e municípios, desta vez mediante contratos que previam penalidades, no caso de inadimplência, como a retenção da transferência das quotas dos Fundos de Participação (associados à repartição, com as unidades subnacionais, de impostos arrecadados pela União). Isso foi feito sob o amparo da Lei nº 9.697, de 1997. Para quitação dos débitos dos estados e municípios (dívidas mobiliárias, dívidas contratuais e obrigações junto a bancos), cuja responsabilidade assumiu, o governo federal emitiu títulos cujo valor, em junho de 1999, montava a cerca de R\$ 120 bilhões (STN, 2002-b).

Outra forma de apoio aos estados foi o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – PROES, estabelecido pela Medida Provisória 1.514, de 1996, e legislação posterior. Sob esse programa, o governo federal estendeu empréstimos a estados para o propósito de privatização ou liquidação de seus

⁸ Para uma discussão desse ponto, com referências à literatura internacional sobre o tema, v. Rigolon & Giambiagi (1999).

⁹ A idéia de “risco comportamental” (ou, em inglês, *moral hazard*) refere-se a situações em que a existência de um mecanismo (por ex., uma forma de financiamento) pode induzir agentes econômicos a um comportamento indesejável, do ponto de vista da coletividade (como o detentor de um seguro de saúde que, não pagando diretamente as consultas ou exames, usa indiscriminadamente seu direito de fazê-los; a generalização desse comportamento forçará uma alta nos custos do seguro).

bancos, ou sua transformação em instituição não-financeira. O programa teve a adesão de 21 estados e alcançou 36 instituições financeiras (Puga, 1999; STN, 2002-b).

O valor total da Dívida Mobiliária Federal relacionada a esses apoios financeiros a estados e municípios era, em abril de 2002, de R\$ 275,2 bilhões (STN, 2002-a).

Passivos contingentes - O governo federal realizou diversas operações, na última década, com o objetivo de assumir dívidas latentes, ou seja, compromissos assumidos no passado, de diversas formas, pela União, mas que não tinham sido contabilizados como dívidas efetivas.

Um exemplo é o Fundo do Compensação de Variações Salariais, instituído pelo Decreto-Lei nº 2.065, de 1983, com o propósito de subsidiar os mutuários do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O Fundo cobriria, no fim do contrato de financiamento, a diferença entre o montante pago pelos mutuários, cujas prestações fossem corrigidas proporcionalmente a seus aumentos de salário, e o total da dívida destes perante o SFH, a qual era corrigida pela inflação integral, e portanto atingia um valor superior ao montante pago (antes de 1994, com os altos índices de inflação, essa diferença podia ser substancial). O Fundo mostrou-se estruturalmente deficitário, e seu déficit foi assumido formalmente pela União, por meio da Lei nº 10.150, de 2000.

Outros passivos contingentes derivaram da assunção, pelo governo federal, de débitos e obrigações de entidades extintas ou privatizadas, como o Lloyd Brasileiro, a Rede Ferroviária Federal, a SUNAMAM, o Instituto do Açúcar e do Alcool, etc. (STN, 2002-b).

O valor da Dívida Mobiliária Federal referente a assunção desses “esqueletos” montava, em abril de 2002, a R\$ 143,4 bilhões (STN, 2002-a).

Fortalecimento de bancos federais - O Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF) foi estabelecido pela Medida Provisória nº 2.155, de junho de 2001. Seu objetivo foi permitir aos bancos federais adequarem-se aos padrões de capitalização e de provisão de riscos de crédito estabelecidos pelo Acordo de Basileia. Esse acordo, tendo em mira uma maior solidez do sistema bancário

internacional, definiu diversas normas prudenciais quanto à relação entre elementos do ativo e do passivo, quanto à definição de critérios de classificação de risco, aos níveis adequados de provisão, etc. Verificou-se que os quatro bancos federais — Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco da Amazônia (BASA) e Banco do Nordeste do Brasil (BNB) — necessitavam de medidas saneadoras, para enquadrá-los nas regras acordadas.

Como resultado do PROEF, a Caixa Econômica, o BASA e o BNB tiveram seu capital aumentado (o do Banco do Brasil já o fora, pela Medida Provisória nº 2.072-66, de março de 2001), e procedeu-se também a uma troca de ativos de pouca liquidez por outros líquidos, e remunerados a taxas de mercado. Houve também uma transferência do risco de créditos para o Tesouro Nacional, no caso de operações ligadas a programas de governo, e a uma empresa especialmente criada (Empresa Gestora de Ativos).¹⁰

A parcela da Dívida Mobiliária Federal correspondente às operações do PROEF atingia, em abril de 2002, o valor de R\$ 69,5 bilhões (STN, 2002-a).

O refinanciamento de estados e municípios, a efetiva contabilização de passivos contingentes e o saneamento de bancos federais têm em comum a característica de serem operações que visam corrigir distorções herdadas do passado. Nesse sentido, pode-se supor, com pouca margem de erro, que se trata de ações *once-and-for-all*, que não deverão se repetir no futuro. Considerando que a soma, em abril de 2002, do valor da Dívida Mobiliária Federal referente a essas operações (como explicitado acima), eleva-se a R\$ 488,1 bilhões, conclui-se que uma grande parte do acréscimo dessa dívida, nos últimos anos, decorreu de fatores não-repetitivos.

De fato, como mostra documento da Secretaria do Tesouro Nacional, acima citado, o acréscimo líquido da Dívida Mobiliária Federal, entre julho de 1994 e abril de 2002, foi da ordem de R\$ 572,6 bilhões (STN, 2002-a). Se se compara esse montante com o total referente a operações não-repetitivas, do parágrafo anterior, conclui-se que não menos que 85% do incremento da Dívida Mobiliária Federal, verificado nos últimos oito anos, correspondeu a ações que não se reproduzirão novamente.

¹⁰ Ver, sobre o PROEF: STN (2002-b).

5. Perspectivas

Uma indagação fundamental, quando se considera o grande aumento da Dívida Interna Líquida do Setor Público, nos últimos anos, é quanto a sua sustentabilidade: pode-se supor que a dívida assuma uma trajetória que a torne inadmissível, e faça pensar na possibilidade de algo como uma moratória?

Um artigo recente de Goldfajn procura responder a essa indagação. A partir de simulações, sob diversos pressupostos, ele conclui que “sob hipóteses razoáveis e mesmo conservadoras, a relação dívida/PIB deve começar a declinar ao longo dos próximos anos”; sendo essa conclusão válida “mesmo se houver resultados negativos dos determinantes relevantes — taxa de juros real, crescimento do PIB, taxa de câmbio real e passivos contingentes.” (Goldfajn, 2002:22-23). É relevante acrescentar que ele considerou como eventos não-recorrentes, influenciando no aumento da dívida, somente o reconhecimento de passivos contingentes. Como visto acima, no entanto, houve outros eventos dessa natureza, no passado recente, em especial o socorro a estados e municípios, que atingiu um valor equivalente a cerca de duas vezes a assunção de passivos contingentes. Pode-se supor, assim, que a consideração desses outros eventos reforça a conclusão de Goldfajn.

Um outro aspecto muito positivo da evolução recente da política fiscal é o que decorre do aperfeiçoamento institucional associado à aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 100, de 2000), e da legislação posterior que atribui penalidades aos agentes governamentais que não a cumprirem. Essas medidas representam um avanço da maior importância, e podem trazer uma efetiva mudança de regime fiscal, na medida em que as práticas aí normatizadas se consubstanciem numa nova cultura de gestão financeira responsável.

Uma proposição importante que deriva do estudo de Goldfajn é a grande relevância da manutenção de um superávit primário, para a obtenção de um eventual decréscimo da relação dívida / PIB. Como já mencionado acima, Goldfajn mostrou que, caso um superávit primário de 3,5% do PIB tivesse sido obtido desde 1995, aquela relação seria, em 2002, aproximadamente a metade do valor efetivamente observado. Como afirma o autor, “a condição-chave necessária [para uma trajetória declinante da

relação dívida / PIB] é a manutenção de superávit primário de 3,75% do PIB.” (Goldfajn, 2002:23).

Esse dado adiciona uma qualificação da maior importância à conclusão do autor. A obtenção de um superávit dessa ordem mostrou-se possível, nos dois últimos anos, mas à custa de uma política econômica austera, sancionada por acordo com o Fundo Monetário Internacional. No contexto de um novo governo, pode-se temer que surjam fortes pressões contrárias à manutenção dessa política, tanto mais que membros influentes do partido do novo Presidente da República foram, no passado, críticos ácidos das conseqüências do ajuste fiscal adotado a partir de 1998. Nesse sentido, a manutenção, no próximo governo, da mesma austeridade fiscal seguida no passado recente é a grande incógnita, quando se consideram as perspectivas do endividamento público nos próximos anos.

Cabe referir, ainda, que o montante da dívida pública não é o único aspecto relevante a se levar em conta, quando se olha para o futuro: a qualidade dessa dívida é também importante. Um trabalho de Bevilaqua *et al.* (2001) chama atenção para esse ponto, ao lembrar que os ativos do governo federal derivados do programa de refinanciamento de estados e municípios (que entram, no cômputo da dívida federal, com sinal negativo, como créditos da União) podem não vir a ser efetivamente honrados. Nesse caso, o endividamento federal (e, portanto, o montante total da dívida do setor público) deveria ser corrigido para cima, num montante que dependeria da probabilidade que se associe à liquidação desses débitos, por parte dos estados e municípios.¹¹

Outro fator que deve ser ressaltado refere-se ao possível efeito das expectativas do mercado quanto à trajetória da dívida e, em particular, quanto à sua sustentabilidade (isto é, quanto à possibilidade de chegar-se ou não a uma situação de ruptura, com moratória ou reestruturação unilateral da dívida). Como assinalou Williamson (2002), a experiência das crises cambiais internacionais, nas últimas duas décadas, sugeriu a alguns autores a hipótese de que, sob determinadas circunstâncias, expectativas com relação à dívida possam ter influência decisiva em sua sustentabilidade. Ou seja, as

¹¹ Cabe assinalar, no entanto, que, pelo menos até meados de 2002, a inadimplência associada a esses débitos é inexpressiva.

expectativas predominantes no mercado — fossem boas ou más — seriam, de certa forma, cumpridas por si mesmas. A partir dessa perspectiva de análise, Williamson concluiu que não basta, no caso brasileiro atual, que os dados fundamentais da economia apontem para uma trajetória favorável do endividamento público: será necessário também que os mercados financeiros aceitem essa avaliação como correta.¹² Isso acrescenta um elemento de natureza essencialmente subjetiva ao quadro da sustentabilidade da dívida.

6. Conclusão

O exame da evolução da dívida pública, nos últimos oito anos, mostra uma grande expansão, o que tem às vezes dado origem a prognósticos pessimistas, e a uma avaliação negativa da condução da política fiscal no período.

Um exame mais de perto dos fatores que estiveram por trás dessa expansão mostra, no entanto, que grande parte dela foi devida a fatores não recorrentes, o que reforça a idéia de que, como sugerido por resultados recentes na literatura, seja razoável projetar uma trajetória decrescente da relação dívida / PIB, nos próximos anos, sob hipóteses não muito exigentes. Deve-se observar, contudo, que se tal idéia não for aceita pelo mercado financeiro (e persistirem as expectativas desfavoráveis observadas em meses recentes), isso poderá influir negativamente na evolução futura da dívida.

É importante ressaltar que a manutenção de um superávit primário significativo, da ordem de 3,5 % do PIB, é um condicionante fundamental de uma trajetória favorável da dívida. Se essa meta tivesse sido perseguida, no período 1995-1998, da forma como o foi, a partir de 1999, a relação dívida / PIB seria hoje próxima da metade do valor hoje efetivamente observado. Nos próximos anos, será crucial que esse objetivo seja de fato encampado pelo novo governo, ou de outra forma corre-se o risco de uma situação de déficits públicos recorrentes e um endividamento fora de controle.

¹² Nas palavras do autor, : “[It is necessary] that the appraisal that Brazilian fundamentals are in relatively good shape carries conviction with the financial markets, so that the current situation is seen as a favorable time to buy into Brazil rather than any recovery being viewed as an opportunity to cut and run.” (Williamson, 2002:17).

REFERÊNCIAS

- BEVILAQUA, A., CARNEIRO, D.D., GARCIA, M.G.P. & WERNECK, R.L.F. The Structure of Public Sector Debt in Brazil. Washington: Inter-American Development Bank, Apr. 2001. (Research Network Working Paper, R-424)
- GIAMBIAGI, F. & ALÉM, A.C. Finanças Públicas; Teoria e Prática no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- GOLDFAJN, I. Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável? Brasília: Banco Central do Brasil, jul. 2002. (Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 25).
- PUGA, F.P. “Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial”. Em: F. Giambiagi & M.M. Moreira (orgs.). A Economia Brasileira nos Anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- RIGOLON, F. & GIAMBIAGI, F. “A Renegociação das Dívidas e o Regime Fiscal dos Estados”. Em: F. Giambiagi & M.M. Moreira (orgs.). A Economia Brasileira nos Anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- SIMONSEN, M.H. “A Inflação Brasileira: Lições e Perspectivas”. Revista de Economia Política 5(4):15-30, out./dez. 1985.
- STN (2002-a). SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. A Administração da Dívida Interna: Resultados, Desafios e Perspectivas. Disponível em:
<http://www.fazenda.gov.br/portugues/releases/2002/dpublica_amcham.ppt>
Acesso em: 19 set. 2002.
- STN (2002-b). SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Detalhamento dos Principais Fatores de Variação da Dívida Pública. Disponível em:
<<http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/fatoresvariacao.htm>>
Acesso em: 20 ago. 2002.

VARSANO, R. “A Evolução do Sistema Tributário Brasileiro ao Longo do Século: Anotações e Reflexões para Futuras Reformas”. Pesquisa e Planejamento Econômico 27(1), abr. 1997.

WILLIAMSON, J. Is Brazil Next? Washington: Institute for International Economics, Aug. 2002. (International Economics Policy Briefs, PB 02-7). Disponível em:
<http://www.iie.com/policybriefs/briefs.htm>

The ECO/UnB Working Paper Series

The Department of Economics of the University of Brasilia publishes its Working Papers Series since April 1972. On August 30, 2002 the series was renewed with the on-line publication of the papers. All Working Papers may be freely downloaded from the Department site: <http://www.unb.br/ih/eco>.

Working papers published since August 2002:

- 231 Posse de escravos e estrutura da riqueza no agreste e sertão de Pernambuco: 1777-1887. Flávio Rabelo Versiani and José Raimundo O. Vergolino, 30 August 2002, 29p.
- 232 On the natural rates of unemployment and interest: the Robertson connection. Mauro Boianovsky and John R. Presley, 30 August 2002, 34p.
- 233 Contas Nacionais e o meio ambiente: reflexões em torno de uma abordagem para o Brasil. Charles C. Mueller, 30 August 2002, 25p.
- 234 Economics of air pollution: hedonic price model and smell consequences of sewage treatment plants in urban areas. Sérgio A. Batalhone, Jorge M. Nogueira and Bernardo P. M. Mueller, 30 August 2002, 25p.
- 235 The Brazilian depression of the 80s and 90s. Mirta Bugarin, Roberto de G. Ellery Jr., Victor Gomes and Arilton Teixeira, 30 August 2002, 30p.
- 236 Informal employment in Brazil – A choice at the top and segmentation at the bottom: a quantile regression approach. Maria Tannuri-Pianto and Donald M. Pianto, 30 August 2002, 23p.
- 237 False contagion and false convergence clubs in stochastic growth theory. Stephen de Castro and Flávio Gonçalves, 30 August 2002, 20p.
- 238 Spot and contract markets in the Brazilian wholesale energy market. Paulo C. Coutinho and André Rossi de Oliveira, 30 August 2002, 19p.
- 239 Tributação da renda e do consumo no Brasil: uma abordagem macroeconômica. Valter Borges de Araújo Neto e Maria da C. S. de Sousa, 30 August 2002, 31p.
- 240 Vote splitting, reelection and electoral control: towards a unified model. Maurício S. Bugarin. 30 August 2002, 26p.
- 241 Shadow-prices in payment systems. Rodrigo Peñaloza, 6 September 2002, 31p.
- 242 Welfare implications of the Brazilian social security system. Roberto de G. Ellery Jr. and Mirta N. S. Bugarin, 13 September 2002, 28p.
- 243 Os agentes econômicos em processo de integração regional – Inferências para avaliar os efeitos da ALCA. Renato Baumann and Francisco Galvão Carneiro, 13 September 2002, 29p.
- 244 Leading by example: a simple evolutionary approach. André Rossi de Oliveira and João R. O. de Faria, 20 September 2002, 25p.
- 245 The role of institutions in sustainable development. Bernardo Mueller and Charles Mueller, 20 September 2002, 25p.
- 246 Incentivos em consórcios intermunicipais de saúde: uma abordagem de teoria dos contratos. Luciana Teixeira, Maria Cristina MacDowell and Mauricio Bugarin, 27 September 2002, 19p.
- 247 Liquidity constraints and the behavior of aggregate consumption over the Brazilian business cycle. Mirta Bugarin and Roberto de G. Ellery Jr, 27 September 2002, 19p.
- 248 Pricing water and sewage services in urban areas: Evidences of low level equilibrium in a developing economy. Ricardo Coelho de Faria, Jorge M. Nogueira and Bernardo

- Mueller, 4 October 2002.
- 249 Wrong incentives for growth in the transition from modern slavery to labor markets: Babylon before, Babylon after. Stephen de Castro, 4 October 2002, 23p.
- 250 Vintage capital, distortions and development. Samuel Pessoa and Rafael Rob, 11 October 2002, 40p.
- 251 Consórcios intermunicipais de saúde: uma análise à luz da teoria dos jogos. Luciana Teixeira, Maria Cristina MacDowell and Mauricio Bugarin, 11 October 2002, 30p.
- 252 Preços de escravos em Pernambuco no século XIX. Flávio R. Versiani and José Raimundo O. Vergolino, 18 October 2002, 20p.
- 253 A model of capital accumulation and rent seeking. Paulo Barelli and Samuel de Abreu Pessoa, 18 October 2002, 47p.
- 254 Anchors away: the cost and benefits of Brazil's devaluation. Edmund Amann and Werner Baer, 25 October 2002, 20p.
- 255 Um seguro agrícola "eficiente". Aécio S. Cunha, 25 October 2002, 57p.
- 256 Campaign contributions with swing voters. Manfred Dix and Rudy Santore, 1 November 2002, 15p.
- 257 Incentivos para os administradores de empresas estatais: O papel dos dividendos mínimos obrigatórios e o desenho ótimo de salários. André Luís G. Carcia and Maurício Bugarin, 1 November 2002, 28p.
- 258 Impostos e a História. Aécio S. Cunha, 8 November 2002, 12p.
- 259 Determinantes do endividamento dos estados brasileiros: Uma análise de dados de painel. Isabela Fonte Boa Rosa Silva e Maria da Conceição Sampaio de Sousa, 8 November 2002, 27p.
- 260 Technology adoption: On the nonequivalence of tariffs and quotas. Arilton Teixeira, 15 November 2002, 25p.
- 261 Constitutional regimes, growth and stagnation in the Brazilian economy: 1947-1999. Marco Antônio Campos Martins, 15 November 2002, 39p.
- 262 Price caps and electoral cycles. César Mattos, 22 November 2002, 16p.
- 263 Os pobres que levantem a mão (mas será que são mesmo pobres?) - Uma tentativa de validar o cadastro único. Carlos Alberto Ramos and Ricardo Santana, 29 November 2002, 100p.
- 264 Relative earnings of immigrants and natives under changes in the US wage structure, 1970-1990: A quantile regression approach. Maria Tannuri-Pianto, 29 November 2002, 40p.
- 265 Bidding strategies in the Brazilian Treasury auctions. Anderson Caputo Silva, 6 December 2002, 34p.
- 266 Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil. Mauro Costa Miranda, 13 December 2002, 26p.
- 267 Poverty and environment degradation: the Kuznets environmental curve for the Brazilian case. Fabio G. e Barros, Augusto F. Mendonça and Jorge M. Nogueira, 20 December 2002, 27p.
- 268 On shadow-prices of banks in real-time gross settlement systems. Rodrigo Peñaloza, 20 December 2002, 31 p.
- 269 A characterization of renegotiation-proof contracts via random fixed points in Banach

- spaces. Rodrigo Peñaloza, 20 December 2002, 9 p.
- 270 Existence of time-invariant settlements in FEDWIRE-like payment systems. Rodrigo Peñaloza, 27 December 2002, 13p.
- 271 Principal-Agent problem with continuum of constraints: the infinite dimensional approach. Rodrigo Peñaloza, 27 December 2002, 43p.
- 272 Structural analysis of multiple-unit auctions: recovering bidders' valuations in auctions with dominant bidders. Anderson Caputo Silva, January 3, 2003, 18 p.
- 273 Financiamento público de campanhas eleitorais: efeitos sobre bem-estar social e representação partidária no Legislativo. Adriana C. Portugal and Maurício S. Bugarin, January 10, 2003, 25p.
- 274 Wicksell on technical change, real wages and employment. Mauro Boianovsky and Harald Hagemann, January 17, 2003, 28p.
- 275 Quão pobres são os pobres. Brasil: 1992-2001. Carlos Alberto Ramos and Ricardo Santana, January 24, 2003, 20p.
- 276 Dois anos da Lei de Responsabilidade Fiscal do Brasil: uma avaliação dos resultados à luz do modelo do fundo comum. Selene Peres Peres Nunes and Ricardo da Costa Nunes, January 31, 2003, 45p.
- 277 Políticas de geração de emprego e renda: Justificativas teóricas, contexto histórico e experiência brasileira. Carlos Alberto Ramos, February 7, 2003, 28p.
- 278 Long run implications of the Brazilian capital stock and income estimates. Victor Gomes, Mirta N. S. Bugarin and Roberto Ellery Jr., February 14, 2003, 25p.
- 279 Taxation on intergenerational bequest and redistribution of wealth in a class-setting. Mauro Baranzini, Sheila Oliveira Benjuino and Joanílio Rodolpho Teixeira, February 21, 2003, 23p.
- 280 On portfolio management. Paulo Coutinho and Benjamin Miranda Tabak, February 28, 2003, 21p.
- 281 Decentralized portfolio management. Paulo Coutinho and Benjamin Miranda Tabak, March 7, 2003, 22p.
- 282 The IS-LM model and the liquidity trap concept: From Hicks to Krugman. Mauro Boianovsky, March 14, 2003, 43p.
- 283 À espera da reforma orçamentária: um mecanismo temporário para redução de gastos públicos. Carla G. Protásio, Maurício S. Bugarin and Mirta N. S. Bugarin, March 21, 2003, 31p.
- 284 A dívida pública interna e sua trajetória recente. Flávio Rabelo Versiani, March 28, 2003, 16p.

Forthcoming working papers:
(Subject to change)

- 285 Investment and capital accumulation in Brazil from 1970 to 2000: a neoclassical view. Roberto Ellery Jr., Mirta N. S. Bugarin, Victor Gomes and Arilton Teixeira, April 4, 2003, 20p.
- 286 Setting the right expectations: a note on Carl Walsh's market discipline paper. Fábria Carvalho and Maurício Bugarin, April 11, 2003, 37p.

- 287 The fifth consumer's surplus: An extension of the concept of Marshallian surplus to preferences with non-null income effects. Cassia Helena Marchon and André Luís Rossi de Oliveira, April 18, 2003, 34p.
- 288 Volume, composição e sustentabilidade da dívida pública de liquidez brasileira no período 1994-2002. Fernando de Aquino Fonseca Neto and Joanílio Rodolpho Teixeira, April 25, 2003, 35p.
- 289 A tarifa de acesso na indústria de telecomunicação quando a hipótese de monopólio natural é quebrada. Rafael de Melo Silveira and André Rossi de Oliveira, May 2, 2003, 20p.