

# CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS

*ORLANDO*

*OSCAR ROSAR\**

## Resumo

O presente trabalho sintetiza os determinantes do processo de endividamento público experimentado a partir da segunda metade da década de 70 e dos anos 80, buscando estabelecer uma comparação com o processo de endividamento vivido na década atual, quando se verificou uma nova reinserção financeira internacional, num contexto de crescente desintermediação bancária.

A principal justificativa para a seleção deste tema está relacionada a importância que a Dívida Pública (principalmente a Dívida Pública Federal), assume na economia brasileira a partir da segunda metade da década de 70. Embora se pretenda analisar o processo de endividamento público no período mais recente, mais precisamente a partir do início dos anos 90, se faz necessário observar que o processo de deterioração das finanças públicas no Brasil, remonta o período 1974-80 e resulta da natureza e envergadura da política anticíclica levada a cabo pelo Estado naquele período.

A execução daquela política anticíclica, que contemplava a montagem de novos setores produtivos (substituidores de importação) e a sustentação de outros envolvendo uma diversidade de subsídios fiscais e creditícios, além de incentivos e isenções fiscais, no contexto de uma política monetária restritiva, originou uma dívida pública que, progressivamente, se descolou dos gastos ativos e passou a ter seu crescimento alimentado pelo próprio giro.

Naquelas circunstâncias, o endividamento externo que havia sido estimulado pela política econômica em vigor no II PND, tornou-se fator de expansão da dívida interna. No final da década, como as condições de financiamento externo se deterioraram, o financiamento público era duplamente pressionado pelos encargos das dívidas interna e externa.

---

\* Professor do Departamento de Economia da UFMA e doutorando em economia no IE-Unicamp.

A origem de natureza financeira do processo de deterioração das finanças públicas, deve ser entendida no contexto da política de ajuste monetário do balanço de pagamentos, praticada após 1976, com elevação da taxa interna de juros que visava reduzir a absorção doméstica e, pela ampliação do diferencial de juros, incrementar a tomada de recursos externos. O acúmulo de reservas decorrente dessa política criava um excesso de liquidez não desejado que, no contexto da política econômica então em vigor, era controlado pela emissão de dívida pública (dívida mobiliária federal).

Por outro lado, a elevação da taxa de inflação e das taxas de juros nominais criava sérios problemas para o financiamento de vários setores considerados prioritários, como energia, agricultura e exportação, neste último caso agravados pela valorização do câmbio. Para sustentar o nível de renda desses setores e viabilizar sua expansão, foram criadas inúmeras linhas de crédito seletivas com juros subsidiados, geridas pelo Banco Central. Essas linhas de crédito possuíam um custo expressivo, uma vez que os pagamentos de maneira geral eram insuficientes para cobrir a correção monetária.

O financiamento de tal política anticíclica foi baseado numa combinação entre expansão dos gastos e restrição do ponto de vista monetário, resultando na expansão da dívida pública, ou seja, o crescimento da dívida decorreu da expansão dos gastos públicos financiada por dívida pública, a uma taxa de juros elevada em função de uma estratégia de ajuste do balanço de pagamentos.

O setor público bancou o refinanciamento do setor privado, em parte com recursos fiscais, mas preponderantemente pela expansão da dívida pública. A acumulação de reservas internacionais, constituiu um fator de pressão adicional sobre a dívida pública, em razão da política de juros elevados, utilizada para incentivar a captação de recursos externos.

No período 1979-80, foi adotada uma série de medidas de política econômica de cunho heterodoxo, como tentativa de reforma fiscal, recuperação de preços e tarifas públicas, a maxidesvalorização com o intuito de reduzir incentivos e subsídios às exportações e a prefixação das correções monetária e cambial com o objetivo de desagiar a dívida pública. Tais medidas se constituíram numa estratégia de recuperação das finanças públicas, porém, as autoridades da área econômica subestimaram a profundidade da restrição externa. O deságio da dívida pública através da prefixação das

correções monetária e cambial<sup>1</sup> em 1980, e a recuperação da carga tributária pela redução dos subsídios, supunham condições de estabilidade externa, inclusive com a manutenção de financiamentos para ancorar a retomada do crescimento e evitar nova expansão descontrolada da dívida pública interna. A rápida deterioração das condições de financiamento e a contínua perda de reservas internacionais, sepultaram as possibilidades de continuidade do padrão de financiamento que sustentou o ciclo de crescimento precedente<sup>2</sup>.

Nos anos 80, a crise do padrão de financiamento do setor público, que havia sido gestada em grande parte na segunda metade da década de 70, explicita-se na sua integralidade. Aquela crise foi marcada pela ruptura do padrão de financiamento externo, culminando em 1982, com a extinção do mercado voluntário de crédito para países em desenvolvimento. Essa ruptura exigiu, a partir de 1983, a inversão dos fluxos de recursos, ou seja, a transferência de recursos reais ao exterior.

O constrangimento externo atingiu duplamente as finanças públicas a partir de 1983. Por um lado, o setor público intensificou sua ação no sentido de viabilizar a rápida geração de um superávit comercial para fazer frente a transferência de recursos reais, o que implicou a ampliação do volume de incentivos e subsídios. De outro lado, por ser o principal devedor em moeda estrangeira, foi obrigado a arcar com o ônus do pagamento de uma carga de juros elevada. Nesse sentido, o ano de 1983 foi absolutamente crucial, em razão da maxidesvalorização cambial que desequilibrou a capacidade de pagamento do Estado vis-à-vis suas receitas, em função do crescimento excessivo dos encargos da dívida externa.

Na verdade, existem dois problemas distintos: um global do balanço de pagamentos, que diz respeito à geração de divisas necessárias para servir a dívida externa, outro é o problema orçamentário. Sendo o orçamento de divisas do setor privado superavitário e o do setor público deficitário, torna-se relevante como o setor público adquiriu ao setor privado internamente as divisas<sup>3</sup>.

No enfrentamento do desequilíbrio financeiro do setor público, várias medidas no campo tributário foram implementadas entre 1982-84, visando mudar a composição da receita em favor dos impostos diretos, com o aumento das alíquotas do IRPF e IRPJ, criação do FINSOCIAL e maior taxação da riqueza financeira. No entanto, a carga tributária continuou a se reduzir, em função da recessão e da aceleração inflacionária,

---

1 Prefixação visava a subcorreção da dívida, com juros reais negativos.

2 Neste período inicia-se o processo de evasão das taxas de juros internos nos Estados Unidos, que se acentuaram entre 1981-83.

mas sobretudo em função do *drive* exportador, que acarretou uma redução mais que proporcional nos impostos indiretos. Essa redução tornou-se ainda mais nítida em 1984, com o retorno ao crescimento da economia.

Embora a maxidesvalorização de 1983 tenha permitido reduzir incentivos e subsídios às exportações, o maior coeficiente exportado em relação ao PIB, aumentou o valor daqueles incentivos e subsídios em caráter permanente em função da necessidade de obter superávites comerciais durante os anos seguintes.

Analisando-se o gasto público entre 1980-84, fica evidente a insustentabilidade do ajuste fiscal tentado no período. O corte de gastos apesar de generalizado, atingiu mais que proporcionalmente as despesas com investimento, cuja redução no período foi da ordem de 50%. Os gastos com custeio são reduzidos em 33,4%, destacando-se no final do período o corte de gastos com pessoal, enquanto as despesas correntes mantiveram o valor em função da rigidez das transferências correntes. Mesmo com o corte nos gastos, o ajuste se mostrou inviável, uma vez que, a orientação do crescimento (voltado para obtenção de superávites comerciais) continuava erodindo a carga tributária, o que para a continuidade do controle do déficit público, exigia a sustentação dos gastos públicos em um patamar baixíssimo, quando não resultou na realização de novos cortes, o que era incompatível com as necessidades do crescimento econômico.

### **Tabela 1**

---

3 Aquisição foi financiada em grande parte, com a emissão de títulos da dívida mobiliária federal.

**DESPESA ANUAL REALIZADA DA UNIÃO, ADMINISTRAÇÃO CENTRAL,  
SEGUNDO ITENS ORÇAMENTÁRIOS – 1980-88**

(participação %)

ANOS		DESPEZA TOTAL						
		TOTAL	DESPESAS CORRENTES			DESPESAS DE CAPITAL		
TRANSF.	FIN.	DE CAP.	TOTAL	DESP.	TRANSF.	TOTAL	INVEST.	INV.
				CUST.			CORREN.	
1980	100,0	65,8	19,1	46,7	34,2	7,7	1,1	25,3
1981	100,0	62,0	18,5	43,6	38,0	16,0	1,7	20,2
1982	100,0	76,2	19,1	57,2	23,8	10,2	4,2	9,4
1983	100,0	76,9	16,3	60,3	23,1	7,4	3,2	12,5
1984	100,0	79,9	15,0	64,9	20,1	5,6	3,5	11,0
1985	100,0	80,5	15,8	64,7	19,5	6,8	4,7	8,0
1986	100,0	66,3	10,8	55,5	33,7	8,1	13,7	11,9
1987	100,0	66,7	15,2	51,5	33,3	10,6	5,3	17,4
1988	100,0	65,1	12,7	52,3	34,9	7,4	2,5	25,0
PERÍODOS		CRESCIMENTO						
TOTAL %								
1980/88	124,7	122,1	50,0	151,6	129,7	113,6	414,6	122,3
1980/84	(11,0)	8,0	(30,2)	23,6	(47,5)	(36,0)	187,3	(61,2)
1984/88	152,3	105,6	114,6	103,5	337,8	233,8	79,1	473,4

FONTE: MF/Secretaria do Tesouro Nacional – Balanços Gerais da União – Extraído de CARNEIRO, R.M. Crise, Estagnação e Hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80, 1991.

O ajuste baseado no corte de gastos, sem o correspondente aumento das receitas, quer por uma reforma tributária de profundidade, ou uma ampla revisão de incentivos e subsídios se revelou episódico, além do que, a geração de superávites comerciais, dependia enormemente da redução da carga tributária, ao mesmo tempo em que a política cambial agressiva e a taxa de juros internos elevada, aumentavam a carga de juros.

Os anos 1982-84 constituíram o período de maior crescimento da dívida na década de 80, com expansão simultânea das dívidas interna e externa como proporção do PIB. Nesse período, o financiamento ao setor público por meio de várias formas de

endividamento externo, só não foi mais intenso, porque, no final do período, precisamente em 1984, verificou-se um expressivo aumento das reservas. Tal movimento prosseguiu entre 1985 e 1987, porém com menor intensidade, tanto em função da redução do crescimento adicional de novos financiamentos, quanto pela redução do ritmo de estatização da dívida do setor privado, principalmente via Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DERME). No entanto, o setor público financiava-se adicionalmente pela acentuada perda de reservas internacionais.

A insuficiência do financiamento externo constituiu-se em fator de crescimento da dívida pública interna, uma vez que o próprio processo de rolagem da dívida externa do setor público implicou em uma expansão da dívida interna. Por outro lado, a expansão da dívida pública não pode ser entendida fora do contexto de uma política monetária restritiva, que visava reduzir a absorção doméstica e garantir a geração de superávites comerciais. A expansão da dívida interna, que além do financiamento do déficit público, explica-se também, pela elevação da taxa de juros, se revelou contraditória com o pretendido ajuste das finanças públicas.

A crise do financiamento do setor público, manifestada no ajustamento promovido para permitir a transferência de recursos reais para o exterior, continuou a se agravar na segunda metade da década de 80, com a substituição da fonte de financiamento do setor público.

Entre 1985-87 ocorre o declínio da carga de juros, refletindo o movimento mais geral de retomada do crescimento do PIB. No que se refere às taxas de juros, verificou-se uma queda da taxa de juros externa ao longo do período, enquanto a redução da taxa de juros interna pode ser atribuída a redução da remuneração dos títulos públicos. Já no período seguinte (1988-89), verificou-se movimento oposto, com elevação das taxas de juros interna e externa, o que explica em parte a elevação da carga de juros, que também foi influenciada pela estagnação do PIB.

Nesses dois anos, a elevação deliberada da taxa de juros tinha como justificativa o alongamento dos prazos da dívida interna. Tal medida se revelou inócua, ao passo que, o elevado patamar inflacionário e, portanto, os riscos de perdas patrimoniais através de defasagens no indexador que corrige a dívida, bem como a desconfiança na capacidade de pagamento do Estado, revelou outra face da deterioração do financiamento público.

Os anos 1985-89 mostraram um déficit operacional, em média, superior ao período 1981-84. Além do que, a magnitude crescente desse déficit sugeria um

descontrole das finanças públicas. O declínio do superávit primário na segunda metade dos anos 80 apontou para uma política fiscal menos contracionista do que a realizada no período anterior, com o superávit primário cobrindo uma parcela menor da carga de juros, principalmente nos anos de 1988 e 1989. O que ocorreu a partir de 1985 foi um crescimento dos gastos correntes como percentagem do PIB, alcançando participação superior à do período pré-recessivo e indicando um padrão de gastos inconsistente com a crise das finanças públicas.

Além do aumento das despesas correntes, também se verificou um processo crescente de transferências de recursos fiscais para a capitalização de empresas estatais, vítimas de crescentes dificuldades, em razão do elevado grau de endividamento associado à crescente defasagem dos preços, que funcionava como mecanismo de subsídio implícito ao setor privado.

Mesmo com a elevação da carga de juros, combinada com uma política fiscal menos restritiva, verificou-se uma estabilização da dívida líquida do setor público em torno de 50% do PIB, que pode ser atribuída em grande parte à defasagem das correções que atualizam o estoque das dívidas e à inflação que corrige o PIB. A correção se opera de forma defasada no tempo, o que em períodos de aceleração inflacionária impõe um diferencial entre inflação e indexador no caso da dívida pública interna. Em relação à dívida externa, parte da redução de sua importância após 1985, pode ser atribuída à apreciação cambial. No entanto, é preciso distinguir dois movimentos: um entre 1985-87, apesar do crescimento do PIB, teve participação ligeiramente crescente não só pela menor defasagem cambial como também pela suspensão dos pagamentos em 1987, implicando em endividamento adicional; já em 1988-89, num contexto de estagnação do PIB, além de apreciação cambial mais significativa, ocorre uma significativa amortização da dívida externa, no contexto de um retorno à política econômica ortodoxa.

**Tabela 2**

**BRASIL**  
**DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO**  
**1982/89**

( % do PIB)

ANOS	DÍVIDA LÍQUIDA TOTAL (A+B)	DÍVIDA INTERNA LÍQUIDA (A)	DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA (B)	(A)/(A+B) (%)	(B)/(A+B) (%)
1982	35,5	12,8	22,7	36,0	64,0
1983	46,6	17,1	29,5	36,7	63,3
1984	50,3	19,5	30,8	38,8	61,2
1985	50,3	21,1	29,2	41,9	58,1
1986	49,0	18,6	30,4	38,0	62,0
1987	51,7	19,3	32,4	37,4	62,6
1988	51,6	19,8	31,7	38,5	61,5
1989	50,5	22,2	28,4	43,9	56,1

FONTE: BACEN (1990). Relatório de 1989 - Extraído de CARNEIRO, R.M. Crise Estagnação e hiperinflação: a economia brasileira no anos 80, 1991.

A dívida interna que atinge seu pico em 1985, sofre uma redução significativa em 1986, em decorrência da monetização da economia durante o plano cruzado. A partir de então, seu crescimento não foi expressivo quando comparado com o déficit público. A principal razão para isso foram os dois congelamentos de preços ocorridos nos Planos Bresser e Verão. A utilização de novos vetores de preços, para servirem de base para o cálculo da inflação resultou num expurgo da variação real dos preços nos indexadores, conseqüentemente desvalorizando a dívida.

Em 1989 a dívida volta a crescer, apesar da aceleração inflacionária e do plano verão. No entanto, tal crescimento não traduziu a magnitude do déficit financiado naquele ano. O que se verificou de fato, foi uma política monetária ativa, que elevou as



taxas de juros a patamares inusitados, eliminando parte do deságio, devido ao expurgo dos indexadores obtidos no Plano Verão. O financiamento do déficit e da dívida assumiu o caráter de curtíssimo prazo, principalmente da dívida mobiliária que do ponto de vista dos aplicadores possui liquidez imediata.

O crescimento da dívida mobiliária só não foi mais intenso a partir de 1986, por conta das desvalorizações episódicas mediante expurgos dos indexadores. Em decorrência disso, o grau de desconfiança levou à exigência de juros mais elevados e o encurtamento dos prazos até o limite diário.

É nesse contexto de desconfiança, que é lançado o Plano Collor em março de 1990. Tal plano tinha como pressuposto que o processo inflacionário decorria da dependência da política monetária em relação ao excessivo estoque de ativos financeiros líquidos, composto basicamente por títulos de curto prazo nas mãos do setor privado. Para ajustar o estoque de ativos no mercado o plano impôs um confisco sobre o capital de aproximadamente um terço dos ativos em circulação, extinguiu o *overnight* nas operações que envolviam o investidor final e estendeu a maturidade do restante dos títulos em poder do público por 18 meses. Esses títulos passaram a render a remuneração do Bônus do Tesouro Nacional (BTN) mais juros de 6% ao ano, o que onerava bem menos o tesouro que as antigas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). O enxugamento da liquidez, resultou na queda instantânea da inflação para algo próximo a zero e o início de um processo recessivo.

Segundo dados do Relatório do Banco Central do Brasil (BACEN)-1991, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), correspondia a 36,7% do PIB em dezembro de 1990. Sendo que a Dívida Mobiliária Federal Fora do Banco Central foi equivalente a 2,9% do PIB naquele ano, permanecendo praticamente inalterada no ano seguinte, quando passou para 3,0% do PIB, conforme dados constante da tabela 3.

**Tabela 3**

## DÍVIDA LÍQUIDA DO SETRO PÚBLICO - % DO PIB

DISCRIMINAÇÃO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun	Dez.	Jun	Dez	Jun
Dívida líquida total	37,9	37,3	33,2	31,2	29,2	28,2	30,5	32,4
Gov. Federal e Banco Central	12,7	12,2	9,7	12,1	12,6	12,1	13,2	15,0
Gov. Estaduais e Municipais	7,2	9,3	9,4	9,3	9,7	9,7	10,6	11,3
Empresas Estatais	18,1	15,8	14,1	9,9	6,9	6,5	6,7	6,1
Dívida interna líquida	13,9	18,5	18,7	21,2	20,8	19,4	24,9	28,5
Gov. Federal e Banco Central	2,2	0,8	1,9	4,9	6,4	5,4	9,8	13,3
Títulos Públicos Federais	3,0	9,0	9,3	12,6	11,5	10,8	15,6	20,3
Dívida Bancária Líquida (2)	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-2,0	-1,6	-1,5	-1,5
Arrecadação a recolher	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Aviso MF- 30	-6,5	-6,4	-5,7	-4,6	-2,2	-1,8	-1,6	-1,2
Moedas de privatização (3)	0,3	0,5	0,2	0,4	0,7	0,7	1,0	1,2
Fundo de Amp.ao Trabalh. – FAT	-1,3	-1,6	-1,7	-2,1	-2,4	-2,4	-2,6	-2,6
Base Monetária	1,6	1,4	1,0	0,7	3,4	2,2	3,2	2,2
Outros depósitos no BCB	1,1	1,4	1,4	1,3	2,7	3,0	2,7	2,4
Créditos do BCB a Inst. Financ. (4)	-0,4	-1,0	-0,2	-0,6	-3,9	-3,6	-5,1	-6,1
Créditos do BCB (Lei 8727/93) (5)	-	-	-	-	-	-0,2	-0,2	-0,2
Carteira de Fundos (6)	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,4
Demais Contas do BCB	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,7
Previdência Social	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1
Outras Contas (7)	2,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	-	-
Renegociação c/Estados (Lei 9496/97)	-	-	-	-	-	-	-	-
Governos estaduais e municipais	6,1	8,2	8,3	8,9	9,4	9,3	10,3	11,0
Dívida mobiliária líquida (8)	2,2	3,0	3,6	3,8	4,6	4,7	5,5	5,8
Dívida bancária (9)	3,0	4,2	4,0	3,2	3,4	3,3	3,7	3,9
Arrecadação a recolher	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos à vista (2)	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3
Aviso MF – 30	1,1	1,1	1,0	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4
Dívida renegociada (Lei 8727/93)	-	-	-	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
Renegociação c/a União (Lei 9496/97)	-	-	-	-	-	-	-	-
Empresas estatais (10)	10,0	9,5	8,5	7,4	5,0	4,7	4,9	4,2
Dívida bancária	3,9	3,6	3,3	3,1	3,0	3,2	3,6	3,5
Depósitos à vista	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Empreiteiros e fornecedores	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Debêntures	0,8	0,6	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1
Carteira de títulos públicos	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6
Aviso MF – 30	5,4	5,3	4,8	3,7	1,6	1,3	1,1	0,8
Dívida renegociada (Lei 8727/93)	-	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dívida externa líquida	24,0	18,8	14,5	10,0	8,5	8,8	5,6	3,9
Gov. Federal e BCB (11)	14,9	11,4	7,9	7,2	6,2	6,7	3,5	1,7
Governos estadual e municipal	1,1	1,1	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Empresas estatais	8,1	6,3	5,6	2,4	1,9	1,8	1,8	1,9
Dív. Fisc.Líquida sem privatiz. (12)	-	-	-	-	-	-	30,5	31,0
Ajuste patrimonial privatização (13)	-	-	-	-	-	-	-	-0,1
Dív.Fisc.Líquida c/ privatização (14)	-	-	-	-	-	-	-	30,9
Ajuste patrimonial – outros (15)	-	-	-	-	-	-	-	1,5

Fonte: Banco Central do Brasil, Departamento Econômico – Depec , disponibilizada em 17/09/98.

Elaboração: IESP/FUNDAP

(1) PIB dos últimos 12 meses, a preços do mês indicado. Deflator: IGP-DI centrado.

- (2) Inclui entidades autônomas.
- (3) Certificado de privatização – CP, Títulos da Dívida Agrária, Dívidas vencidas reconhecidas – DVR (créditos securitizados).
- (4) Créditos do BCB a instituições financeiras : inclui trocas de títulos estaduais por federais e, provavelmente, empréstimos de liquidez e financiamento do Proer.
- (5) Dívidas assumidas pela União, menos créditos da União a Estados, Municípios e Estatais (Lei 8727/93).
- (6) Inclui entidades autônomas e, a partir de junho de 1997, fundos constitucionais.
- (7) Inclui depósitos em NCZ\$ no BCB (Lei 8024, Plano Collor), recolhimentos especiais remunerados – RER e Títulos Estatais e Municipais.
- (8) Dívida Mobiliária emitida no BCB e fora do BCB, menos Títulos em tesouraria.
- (9) Inclui entidades autônomas e dívida renegociada (Lei 8727/93).
- (10) Federais, estaduais e municipais.
- (11) Líquida de reservas internacionais.
- (12) Dívida fiscal líquida sem privatização: dívida líquida total menos ajuste patrimonial (13 e 15).
- (13) Recebimento dos valores referentes às privatizações, até dezembro de 1995 incluídos em (15)
- (14) Dívida fiscal líquida com privatização: (12) + (14).
- (15) Segundo o Boletim do BCB, o ajuste patrimonial (base dez/95) computa: emissão de títulos relativa ao aporte de capital do Banco do Brasil; a redução das aplicações do fundo de reserva monetária devido a decisão judicial envolvendo a liquidação dos bancos Comind e Auxiliar; securitização de dívidas renegociação de dívidas de Itaipu e Eletronorte junto ao SFN; fundos constitucionais; diferença na dívida externa resultante da conversão dos saldos pela taxa de câmbio de final de período e dos fluxos pela taxa de câmbio de cada mês.

O programa de estabilização econômica determinou, compulsoriamente, o alongamento do prazo médio dos papéis em circulação, além de promover substancial redução dos encargos financeiros correspondentes. Com a emissão do Bônus do Tesouro Nacional série Especial (BTNE), ocorreu o pretendido alongamento do prazo médio do vencimento daqueles papéis, uma vez que os BTNE venceriam a partir de setembro 1991, em doze parcelas sucessivas, e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) apresentavam prazo médio de seis a nove meses.

A crescente demanda de recursos pelo Governo Federal, no final dos anos 80, satisfeita em grande parte pelo lançamento de papéis, havia elevado o saldo médio de títulos em poder do público, em relação ao PIB de 9,5% em 1986 para 15% em 1989, contra 4,4 observado em 1990 (Relatório do BACEN --1990).

No período 1991-93, verificava-se uma diminuição da DLSP, que passa de 37,9% do PIB em dezembro de 1991, para 37,3% do PIB no ano seguinte, reduzindo-se para 33,2% em 1993. Esta redução, no entanto, não se verificou na dívida mobiliária federal, que passa de 3,0% do PIB em 1991, para 9,0% e 9,3% nos anos seguintes. No mesmo período, a Dívida Externa Líquida (DEL) apresentou um decréscimo de 9,5% na sua participação do PIB, quando passou de uma participação de 24% em 1991 para 18,8 e 14,5% nos anos seguintes.

A dívida mobiliária federal triplicou entre 1991-93 não só em função da política de altas taxas de juros reais adotada para controlar a maior liquidez do sistema, ocorrida

com a liberação dos cruzados novos retidos no Banco Central, mas também com o significativo ingresso de moedas estrangeiras, principal fator da redução em 9,5% da participação da dívida externa líquida no PIB.

A DLSP continuou em trajetória descendente entre 1993-94, quando se reduz de 33,2% para 29,2% de participação no PIB, enquanto a dívida mobiliária federal se eleva de 9,3% para 11,5% do PIB no mesmo período. Ainda observou-se no mesmo período uma redução acentuada da DEL, que passa de 14,5% para 8,5% do PIB.

Em 1994, mesmo tendo havido o processo de monetização da economia, em função do Plano Real, que foi o principal responsável pela injeção líquida de recursos da ordem de R\$ 20,1 bilhões (Relatório BACEN – 1994), o que propiciou um ganho substancial com a emissão de moeda, a Dívida Mobiliária Federal aumentou em 2,2% sua participação no PIB, mesmo tendo o governo central experimentado um superávit de 3,2% do PIB, sendo que nos três níveis de governo, incluindo as empresas estatais, o superávit primário<sup>4</sup> alcançou 5,3% do PIB. (Relatório BACEN – 1997).

A elevação do endividamento interno, que se concentrou no primeiro semestre de 1994, refletiu a expansão da DMF utilizada para absorver a liquidez gerada pela acumulação de reservas no período. Por outro lado, a queda do endividamento externo, refletiu não somente o acúmulo de reservas, mas também a valorização cambial do real.

O crescimento da dívida pública federal interna verificado em 1994 ocorreu a despeito da obtenção do superávit primário acima referido, e também de medidas destinadas especificamente a reduzir o custo dessa dívida e aliviar a pressão da rolagem da mesma sobre as finanças públicas, como o Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal, gerido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), constituído por ações que não comprometiam a manutenção do controle das empresas estatais pela União (excluindo-se aquelas incluídas no Programa Nacional de Privatização), e por ações de empresas em que o governo tinha participação minoritária, com valor líquido das alienações sendo utilizado obrigatoriamente na amortização da Dívida Mobiliária Interna do Tesouro Nacional.

Ainda com relação à dívida pública interna, a Medida Provisória no. 542 estabeleceu que o resultado das operações realizadas pela Autoridade Monetária será utilizado para amortização da dívida do Tesouro Nacional, prioritariamente, em relação àquela em poder do Banco Central.

---

4 O resultado primário é obtido excluindo-se os juros líquidos, em termos reais, do conceito operacional.

Comparativamente a dezembro de 1994, observou-se uma elevação da participação da DLSP no PIB de 29,9% para 30,5% em dezembro de 1995. Embora esse aumento da participação da referida dívida no produto possa parecer modesto, verificou-se na verdade, uma substancial mudança na composição da dívida, com a DMF aumentando 4,1% sua participação no PIB, passando de 11,5% para 15,6% do Produto, enquanto a DEL passou de 8,5% para 5,6% de participação no PIB, diminuindo em 2,9% sua participação no Produto.

Conforme dados constantes do Relatório Anual do Banco Central de 1995, a dívida líquida do setor público apresentou crescimento real de 19,9% em 1995, passando de R\$ 176 bilhões, em 1994, para R\$ 211 bilhões. Contribuiu para esse crescimento, o processo de troca de dívida, observado naquele ano, quando o endividamento externo líquido atingiu R\$ 41 bilhões e o interno R\$ 170 bilhões. O acúmulo de reservas internacionais ocasionou redução real de 19,6% da dívida externa líquida e elevou o custo da dívida interna, cujo saldo cresceu 36% no período. (Relatório do BACEN – 1995).

Segundo os dados contidos no referido relatório, o déficit nominal naquele ano atingiu 7,4% do PIB, enquanto nos três níveis de governo o resultado primário foi superavitário em apenas 0,4% contra 5,2% em 1994.

O declínio de 4,8% no desempenho do resultado primário reflete o desequilíbrio das contas públicas em seu conjunto. Segundo os dados constantes do Relatório do BACEN de 1995, o Governo Federal e o Banco Central reduziram o superávit primário de 3,1% em 1994, para 0,6% do PIB em 1995. Os governos estaduais e municipais passaram de um superávit de 0,9% para um déficit de 0,2% do PIB, enquanto as empresas estatais registraram equilíbrio primário, após terem registrado superávit de 1,2% do PIB em 1994.

Como as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) refletem, expost, decisões de política econômica, as causas da deterioração das finanças públicas devem ser buscadas nos fluxos de receitas e despesas do setor público. No caso do governo central, o aumento relativo nas despesas foi mais que proporcional ao das receitas. Observou-se crescimento nas transferências constitucionais, atreladas à arrecadação do Imposto de Renda e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) nos gastos com pessoal e encargos sociais e nas despesas com benefícios da previdência social. Quanto às receitas, apesar de crescimento expressivo em 1995, seu alto grau de vinculação impediu um ajuste semelhante aquele obtido em 1994, quando

da vigência do Imposto Provisório Sobre Movimentações Financeiras (IPMF), tributo sem destinação a priori.

Nas unidades subnacionais, a pressão exercida pelos gastos com pessoal suplantou o acréscimo adicional de receitas de transferências constitucionais e de arrecadação do ICMS, enquanto o declínio de resultado verificado nas empresas estatais pode ser atribuída à queda real das tarifas públicas.

A esterilização do acúmulo de reservas, por meio de títulos públicos, a desaceleração do processo de remonetização da economia e o aumento da dívida contratual dos estados implicaram crescimento das despesas com juros, que segundo dados do relatório anual do BACEN-1995, atingiram R\$ 35,3 bilhões, representado 5,4% do PIB, comparativamente a 3,8% em 1994. Consequentemente, no conceito operacional<sup>5</sup>, as NFSP atingiram déficit de 5% do PIB, revertendo o resultado superavitário de 1,3% ocorrido em 1994.

Em 1995, o financiamento do déficit operacional de 5% do PIB foi obtido via aumento das fontes internas de financiamento, exclusive a base monetária (6,4% do PIB), contrariamente, ao ocorrido em 1994, quando o superávit operacional de 1,3% do PIB e a emissão de moeda de 4,2% do PIB substituíram o financiamento interno e externo líquidos num total de 5,5% do PIB (relatório do BACEN-1995).

Em dezembro de 1995, o endividamento mobiliário federal, exclusive as Letras do Banco Central série Especial (LBC-E) (Resolução nº 2.081/94), utilizadas na troca temporária por títulos de emissão de governos estaduais, totalizou R\$ 82,5 bilhões (valores de dezembro/1995) apresentando evolução nominal de 74,5%. Apesar da manutenção da política de taxa de juros reais positivas, adotada pelo Banco Central desde a implantação do Plano Real, o crescimento ocorreu a partir do segundo semestre, em decorrência do processo de acumulação de reservas internacionais e das operações de assistência de liquidez vinculadas ao PROER. Vale mencionar que em dezembro, devido à forte expansão sazonal da base monetária, o saldo decresceu 1,4%.

Entre dezembro/95 e dezembro/97, verifica-se uma elevação das DLSP em 5% de sua participação no PIB, quando evolui de 30,5% em 1995, para 33,3% em 1996 e 34,5% do PIB em 1997. No mesmo período, a DEL passa de 5,6% para 4,3% de participação no PIB, mantendo portanto, a trajetória decrescente iniciada nos primeiros anos da década de 90, no contexto da recente inserção financeira internacional.

---

<sup>5</sup> O resultado no conceito operacional é obtido com a exclusão da correção monetária das NFSP

Por outro lado, a DMF aumentou sua participação no PIB em 12,6 no período 1995-97, passando de 15,6% em 1995, para 21,4% em 1996 e 28,2% do PIB em 1997. Conforme dados contidos no relatório do BACEN/1996, foram retirados recursos líquidos da economia da ordem de R\$ 29,3 bilhões, tendo ocorrido colocações líquidas de R\$ 4,8 bilhões no mercado primário e financiamento e/ou vendas líquidas de R\$ 24,5 bilhões no mercado secundário, inclusive operações especiais com o extramercado. O elevado volume de recursos envolvido nas transações com títulos públicos federais pode ser associado ao esforço da Autoridade Monetária em manter a liquidez do sistema no nível desejado, sobretudo esterilizar os efeitos expansionistas provenientes das operações do setor externo, das operações de assistência financeira de liquidez, do Tesouro Nacional e do item “outras contas”, que envolveu o acerto de contas entre o Banco Central e instituições financeiras em processos de liquidação extrajudicial.

O saldo dos títulos federais fora do Banco Central em valores de dezembro de 1996, correspondia a R\$176,2 bilhões, refletindo aumento de 48,7% ao ano. Desse total, 61% se referiam a títulos pré-fixados (BBC, LTN e NTN-J) e 18,6% a papéis atrelados à taxa over/selic (LTF e LBC-E). A nível de instituições, 52,8% correspondiam a títulos do Tesouro Nacional e os restantes 47,2% a títulos do Banco Central (relatório anual BACEN-1996).

Em 1997, a DMF fora do Banco Central apresentou saldo médio de R\$ 255,5 bilhões em dezembro, apresentado um crescimento nominal de 45% em relação a dezembro de 1996 (Relatório anual do BACEN-1997). Dentre os fatores que contribuíram para esse crescimento, destaca-se a emissão de Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT), no valor de R\$ 56,7 bilhões, em função do acordo de renegociação da dívida com o Estado de São Paulo. Além disso, ocorreram colocações diretas de LFT para o Instituto Nacional de Seguridade Social, no montante de R\$ 6 bilhões, adquiridas por instituições públicas em troca de débitos securitizados, recebidos como pagamento nas alienações realizadas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, e de Notas do Tesouro Nacional série A3, no valor de R\$5,9 bilhões, adquiridas por instituições financeiras para troca por papéis emitidos em decorrência dos acordos de reestruturação da dívida externa brasileira.

Segundo relatório anual do BACEN-1997, os títulos de responsabilidade do tesouro somaram R\$ 225,7 bilhões. Sendo que R\$ 35,5 bilhões (15,7%) estavam em poder do Banco Central e R\$ 190,3 bilhões (84,3%) fora da Autoridade Monetária, correspondentes a 74,5% do total de títulos em mercado. Os títulos emitidos pelo Banco

Central representaram 25,5% do total da dívida mobiliária em poder do mercado em 1997 contra 42,7% em dezembro de 1996, com o saldo caindo de R\$ 83,1 bilhões para R\$ 65,2 bilhões. Contribuiu para essa redução o resgate de R\$ 17 bilhões de Letras do Banco Central série Especial (LBC-E), como parte do acordo de renegociação da dívida do Estado de São Paulo e os resgates decorrentes das operações de esterilização do efeito contracionista da redução das reservas ocorrida no final de 1997, em função da crise da asiática.

Neste período verificou-se também um aumento da participação dos títulos federais atrelados ao over/selic devido, principalmente, às emissões de LFT, que passaram de 18,8% do total em dezembro de 1996, para 34,8% do total em dezembro de 1997. Como contra partida os títulos pré-fixados tiveram sua participação reduzida de 61% para 40,9%, nesse mesmo período. Verificou-se também um aumento da participação dos títulos atrelados à variação cambial, que passaram de 9,5% para 15,4% do total dos títulos públicos federais, principalmente em função da emissão de Notas do Banco Central série Especial (NBC-E) e de Notas do Tesouro Nacional série A3. (Relatório anual do BACEN-1997).

De dezembro de 1997 a junho de 1998, a DLSP aumentou sua participação no PIB em 3,6%, passando de 34,5% para 38,1% de participação no produto. No mesmo semestre, a DEL reduz sua participação no PIB em 2,1%, em decorrência do aumento do volume das reservas internacionais verificado no primeiro semestre de 1998, cujo total girou em torno de U\$ 70 bilhões no final daquele semestre, tornando necessário a emissão de dívida mobiliária para enxugar o excesso de liquidez provocado pelo acúmulo de divisas, verificado em grande parte, pelo atrativo das elevadas taxas de juros internas em comparação com as taxas praticadas nos países centrais.

O crescimento recente da DMF, assim como aquele verificado nas décadas de 70 e 80 estavam subordinados principalmente às necessidades do balanço de pagamento. Os processos de endividamentos verificados na segunda metade dos anos 70 e na década de 90, refletiram claramente a esterilização de liquidez causado pelo acúmulo de reservas. Na década de 80, o endividamento interno funcionou como contrapartida da transferência de recursos reais para o exterior.

O processo de endividamento interno da década de 90, principalmente via DMF, reflete a reinserção financeira internacional recente do país, a partir do início da presente década. Esse processo ocorre num contexto de grande modificação do sistema financeiro internacional, quando os principais mercados nacionais passaram a ser



interligados, permitindo operações com qualquer moeda e ativo, e a securitização de títulos, que assegura grandes inovações financeiras em termos de garantia de proteção de risco. Essa tendência conduziu a um deslocamento dos mecanismos de financiamento para o mercado de capitais.

A base do processo de securitização é promover formas de endividamento direto por parte das empresas, o que equivale a um processo de desintermediação financeira. Os bancos atuam como administradores de carteiras, na colocação de títulos e nos processos de incorporações e fusões, o que permite maior flexibilização para tomadores e aplicadores de recursos. Nesse processo ocorre o crescimento da liquidez mundial e aumento da mobilidade do capital. É nesse contexto, que os países da América Latina, que permaneciam com dificuldades de estabilização e dívida externa, iniciam processos liberalizantes a fim de aproveitar esse amplo fluxo de capitais. A partir do final dos anos 80, esses países voltam a captar recursos externos, sendo que no Brasil esse movimento se inicia em 1991-92.

## **BIBLIOGRAFIA**

ALMEIDA, Anna Ozório. Déficit e Endividamento Estadual, Campinas, IE/UNICAMP, 1997 (Dissertação de Mestrado).

ALMEIDA, Júlio Sérgio G. Crise Econômica e Reestruturação de Empresas e Bancos nos anos 80, Campinas, IE/UNICAMP, 1994 (Tese de Doutorado).

BAER, Mônica. O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1993.

BACHA, E. O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro, In: Revista de Economia Política, vol. 14, n. 1, Nobel, São Paulo, 1994.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual –1985-1997.

- BATISTA Jr., P.N. Ajustamento da Contas Públicas na Presença de Uma Dívida Elevada: observações sobre o caso brasileiro, In: Revista de Economia Política, Vol. 9 n. 4, São Paulo, Brasiliense, 1989.
- BATISTA Jr., P.N. Déficit e Financiamento do Setor Público Brasileiro: 1983-1988, In: Revista de Economia Política, vol. 10, n.4, São Paulo, Brasiliense, 1990.
- BELLUZZO, L.G. Financiamento externo e Déficit Público, IESP/FUNDAP, Textos para Discussão, set. 1988.
- BIASOTO Jr, G. Dívida Externa e Déficit Público, IPEA, Brasília, 1992.
- \_\_\_\_\_. Dívida Líquida do Setor Público: conceito, Histórico e evolução, mimeo, IE/UNICAMP, 1998.
- \_\_\_\_\_. A questão Fiscal no Contexto da Crise do Pacto Desenvolvimentista, Campinas, IE/UNICAMP, 1995 (Tese de Doutorado).
- BIASOTO Jr. G. & Mussi Carlos H.F. Anos Noventa: de novo o déficit Quasi-fiscal, Santiago do Chile, CEPAL, 1997 (IX Seminário Regional de Política Fiscal Compêndio de Documentos).
- BONTEMPO, Hélio César, Transferências externas e Financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias, In: Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 1, n.18, Rio de Janeiro, 1988.
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros, Crise, Estagnação e Hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80, IE/UNICAMP, 1991 (Tese de Doutorado).
- CARVALHO, J.C.J., A Execução financeira do Tesouro como Indicador Limitado da Situação das Finanças Públicas, In: Meyer, A. (org.) Finanças Públicas; Ensaio Seleccionados, IPEA/FUNDAP, Brasília-São Paulo, 1997.
- CAVALCANTI, Carlos Brandão, Transferências de Recursos ao Exterior e Substituição da Dívida Externa por Dívida Interna, BNDES, Rio de Janeiro, 1988.
- FURUGUEM, A. S. et alli, Dívida Pública Líquida: evolução 1982-95 e perspectivas de curto prazo, Banco de Investimentos Garantia S. A., 1996.
- GIAMBIAGI, F. & BARBOSA, F. O Ajuste Fiscal de 1993: uma análise retrospectiva, In: Revista Brasileira de Economia, jul/set, 1995.
- GIAMBIAGI, F. & SILVEIRA, C.C.P. Dívida Externa, Encargos Financeiros e Seu Impacto no Déficit Público. UFRJ, mimeo, jan. 1989.
- GIAMBIAGI, F. A Crise Fiscal da União: o que aconteceu recentemente? Textos para Discussão, BNDES, n. 35, 1996.

- \_\_\_\_\_. O Desequilíbrio Interno, In, Markwald, R.& Reis, E. (org.), Perspectivas da Economia Brasileira, Cap. 3 INPES/IPEA, 1989.
- \_\_\_\_\_. Necessidade de Financiamento do Setor Público 1996?1997: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil, Textos para Discussão, BNDES, n. 53, 1997.
- GUARDIA E. R. Orçamento Público e Política Fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente - 1985/1991, Campinas, IE/UNICAMP, 1992 (Dissertação de Mestrado).
- LLUSSÁ, Fernanda Antônia J. Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um estudo para o Brasil, BNDES, Rio de Janeiro, 1998.
- LUNDBERG, Eduardo & CASTRO, Antônio L. P. Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público, In: Déficit Público Brasileiro: política econômica e ajuste estrutural, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1987.
- MIRANDA, José Carlos R. Câmbio, Juros e Fisco: a experiência internacional, Campinas, IE/UNICAMP 1992 (Tese de Doutorado).
- PRADO, Sérgio R.R. Intervenção Estatal, Privatização e Fiscalidade: um estudo sobre a constituição e crise do setor produtivo estatal no Brasil e os processos de privatização a nível mundial, Campinas, IE/UNICAMP, 1994 (Tese de Doutorado).
- RAMALHO, Valdir. Revendo a Variedade de Conceitos de Déficit Público, In: Meyer, A. (org.), Finanças Públicas; Ensaios Seleccionados, IPEA/FUNDAP, Brasília-São Paulo, 1997.
- SANTOS, João Carlos A. A Gestão da Dívida Mobiliária Federal: Observações Sobre a Sua Origem e Sua Evolução, Campinas, IE/UNICAMP, 1994 (Dissertação de Mestrado).
- VELLOSO, R. Perspectivas das Contas do Governo Federal, Novos Estudos CEBRAP, n. 41, São Paulo, 1995.
- \_\_\_\_\_. Rumo a Déficit Sustentável, mimeo, ABI, 1996.
- VILLELA, R. Crise e ajuste Fiscal nos anos 80: um problema de política econômica ou de economia política? In: Perspectivas da Economia Brasileira-1992, Rio de Janeiro, IPEA, 1991.