

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A evolução da dívida pública brasileira nos governos FHC  
(1995-2002) e a necessidade de ajuste fluxo-estoque sob a  
ótica operacional**

ARIEL ZYNGER

Matrícula nº: 113143729

ORIENTADOR: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

MARÇO 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A evolução da dívida pública brasileira nos governos FHC  
(1995-2002) e a necessidade de ajuste fluxo-estoque sob a  
ótica operacional**

---

ARIEL ZYNGER

Matrícula nº: 113143729

ORIENTADOR: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

MARÇO 2016

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Este trabalho tem grande significado para mim.

Saio da Universidade com a certeza que estou preparado para dar minha contribuição em qualquer atividade que tiver a oportunidade de atuar e que o aprendizado e conhecimento são dois aspectos fundamentais na vida do ser humano.

Não poderia chegar até aqui sem agradecer à minha família que sempre me apoiou e incentivou nos estudos, à minha namorada que esteve presente em todas as dificuldades e oportunidades de crescimento e aprendizado, e aos professores do/e Instituto de Economia da UFRJ que tanto me ensinaram, em especial o meu orientador Carlos Pinkusfeld, ou “Pinkus”, que foi meu professor e tive como grande mestre nesta caminhada.

Agradeço também a todos que de forma direta ou indireta fizeram parte da minha caminhada.

עם ישראל חי

## RESUMO

O conceito de déficit nominal, visto através da NFSP, é o geralmente utilizado por economistas para mensuração do estoque de dívida pública de países. A grande questão a ser colocada é que em períodos de alta inflação, esse conceito torna-se impreciso na avaliação da evolução do passivo governamental. (Bastos; Serrano, 1989)

Tal fato estaria ligado à utilização de dupla atualização monetária, ocorrido na reposição da inflação, tanto abaixo quanto acima da linha, ou seja, tanto no estoque quanto no fluxo da dívida pública.

Desse modo, nesses períodos específicos é necessário trazer para discussão o conceito de déficit operacional, muito utilizado e discutido no Brasil da década de 80, período de altíssima inflação no país.

Se lançará mão do conceito para, além de contextualizar a história do período, analisar as causas da evolução da dívida pública brasileira durante os dois governos do presidente FHC, e também visualizar a necessidade de ajustes das séries temporais, que nunca foram devidamente equalizadas pelas entidades governamentais.

Desta maneira, pretende-se esclarecer sob a ótica proposta, as diferenças de mensuração realizadas “abaixo e acima da linha” e apontar possível solução para a questão inflacionária com a proposição de um exercício.

## **ABSTRACT**

The concept of nominal deficit, observed by the Public Sector Net Borrowing, is commonly used by economists to measure the stock of public debt. The major question to be posed is that in periods of high inflation, this concept becomes imprecise in assessing the evolution of government liabilities. (Bastos; Serrano, 2009)

This fact is related to the use of double monetary updating, which occurred in the update of inflation, both in the stock and in the flow of public debt.

Thus, in these specific periods, it is necessary to bring to the discussion the concept of operational deficit, widely used and discussed in Brazil in the 1980s, a period of extremely high inflation in the country.

The concept will be used to contextualize the history of the period, analyze the evolution of the Brazilian public debt during the two governments of President Fernando Henrique Cardoso, and to adjust the time series of the period, which were never properly equalized by government entities.

We can thus clarify from the proposed viewpoint the differences of “above and under the line” debt measure and point an exercise to the inflationary issue.

## **SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES**

BC – Banco Central do Brasil

COPOM - Comitê de Política Monetária

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

FHC - Fernando Henrique Cardoso ‘

FMI – Fundo Monetário Internacional

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IGP-DI - Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

NFSP - Necessidade de Financiamento do Setor Público

PIB – Produto Interno Bruto

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

TN – Tesouro Nacional

## **ÍNDICE**

<b><u>AGRADECIMENTOS .....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>RESUMO .....</u></b>	<b><u>5</u></b>
<b><u>ABSTRACT.....</u></b>	<b><u>6</u></b>
<b><u>SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES.....</u></b>	<b><u>7</u></b>
<b><u>LISTA DE TABELAS .....</u></b>	<b><u>9</u></b>
<b><u>LISTA DE GRÁFICOS .....</u></b>	<b><u>11</u></b>
<b><u>INTRODUÇÃO .....</u></b>	<b><u>13</u></b>
<b><u>CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS TEÓRICAS DO ENDIVIDAMENTO .....</u></b>	<b><u>15</u></b>
<b><u>I.1 – A DÍVIDA PÚBLICA .....</u></b>	<b><u>15</u></b>
<b><u>I.2 – PARA CONTABILIDADE NACIONAL. ....</u></b>	<b><u>19</u></b>
<b><u>CAPÍTULO II – CONCEITOS E ABORDAGENS .....</u></b>	<b><u>25</u></b>
<b><u>II.1 – “ACIMA” E “ABAIXO” DA LINHA .....</u></b>	<b><u>25</u></b>
<b><u>II.1.1 – O CRITÉRIO “ABAIXO DA LINHA” .....</u></b>	<b><u>27</u></b>
<b><u>II.1.2 – O CRITÉRIO “ACIMA DA LINHA” .....</u></b>	<b><u>29</u></b>
<b><u>II.2 – DÉFICITS OPERACIONAIS .....</u></b>	<b><u>31</u></b>
<b><u>II.3 – JUROS IMPLÍCITOS .....</u></b>	<b><u>33</u></b>
<b><u>CAPÍTULO III – CONTEXTUALIZAÇÃO E ENDIVIDAMENTO DO PERÍODO FHC .....</u></b>	<b><u>35</u></b>
<b><u>III.1 – ANTECEDENTES.....</u></b>	<b><u>35</u></b>
<b><u>III.2 – O GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO .....</u></b>	<b><u>38</u></b>
<b><u>III.2.1 – PLANO REAL – O PRIMEIRO MANDATO .....</u></b>	<b><u>38</u></b>
<b><u>III.2.2 – MUDANÇA DE REGIME MACROECONÔMICO – O SEGUNDO MANDATO .....</u></b>	<b><u>42</u></b>
<b><u>III.3 – ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA .....</u></b>	<b><u>45</u></b>
<b><u>CAPÍTULO IV – NECESSIDADE DE AJUSTE SOB A ÓTICA OPERACIONAL .....</u></b>	<b><u>53</u></b>
<b><u>IV.1 – METODOLOGIA UTILIZADA .....</u></b>	<b><u>53</u></b>
<b><u>IV.2 – A NECESSIDADE DO AJUSTE FLUXO-ESTOQUE PARA O PERÍODO ANALISADO.....</u></b>	<b><u>55</u></b>
<b><u>CONCLUSÕES .....</u></b>	<b><u>68</u></b>
<b><u>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</u></b>	<b><u>71</u></b>
<b><u>ANEXO – NECESSIDADE DE AJUSTE FLUXO-ESTOQUE (JUROS IMPLÍCITOS) .....</u></b>	<b><u>74</u></b>



## LISTA DE TABELAS

<u>TABELA 1 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – MÉTODO “ABAIXO DA LINHA”</u>	<u>28</u>
<u>TABELA 2 – RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – MÉTODO - ACIMA DA LINHA</u>	<u>30</u>
<u>TABELA 3 - INDICADORES DE CONTAS PÚBLICAS (1990-1993) EM PERCENTUAL DO PIB</u>	<u>36</u>
<u>TABELA 4 - SÍNTESE DE INDICADORES MACROECONÔMICOS (1990-1994).....</u>	<u>37</u>
<u>TABELA 5 – MÉDIAS ANUAIS DE INDICADORES MACROECONÔMICOS POR MANDATO</u>	<u>43</u>
<u>TABELA 6 – COMPARAÇÃO DO CRESCIMENTO DA DÍVIDA LÍQUIDA NOS GOVERNOS FHC</u>	<u>46</u>
<u>TABELA 7 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO - 1994-2002 (% DO PIB)</u>	<u>48</u>
<u>TABELA 8 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA TOTAL- ORIGEM DOS RECURSOS (EM %) ...</u>	<u>49</u>
<u>TABELA 9 – RECONHECIMENTO DE DÍVIDAS (EM MM DE REAIS DE JUNHO DE 2003<sup>1</sup> E % DO PIB).....</u>	<u>50</u>
<u>TABELA 10 – RECEITAS DE VENDAS E DÍVIDAS TRANSFERIDAS COM PRIVATIZAÇÕES - 1995-2002 (EM MM DE US\$) .....</u>	<u>51</u>
<u>TABELA 11 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA TOTAL - ORIGEM DA VARIAÇÃO (EM %) ..</u>	<u>52</u>
<u>TABELA 12 – ANÁLISE DE ACELERAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO.....</u>	<u>52</u>
<u>TABELA 13 – VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA TOTAL.....</u>	<u>59</u>
<u>TABELA 14 – VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA TOTAL COM AJUSTES PATRIMONIAIS.....</u>	<u>61</u>
<u>TABELA 15 – VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA INTERNA.....</u>	<u>63</u>
<u>TABELA 16 – VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA INTERNA COM AJUSTES PATRIMONIAIS.....</u>	<u>65</u>
<u>TABELA 17 – VARIAÇÃO DO JUROS IMPLÍCITOS CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA TOTAL.....</u>	<u>75</u>
<u>TABELA 18 – VARIAÇÃO DO JUROS IMPLÍCITOS CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA TOTAL COM AJUSTES PATRIMONIAIS.....</u>	<u>77</u>

**TABELA 19 – VARIAÇÃO DO JUROS IMPLÍCITOS CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA INTERNA..... 79**

**TABELA 20 – VARIAÇÃO DO JUROS IMPLÍCITOS CONFORME METODOLOGIA – DÍVIDA INTERNA COM AJUSTES PATRIMONIAIS..... 81**

## LISTA DE GRÁFICOS

<u>GRÁFICO 1 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (1991-2016) EM PERCENTAGEM DO PRODUTO INTERNO BRUTO.....</u>	<u>13</u>
<u>GRÁFICO 2 – CREDORES DA DÍVIDA (1994-2002) .....</u>	<u>17</u>
<u>GRÁFICO 3 – RESULTADO PRIMÁRIO/NOMINAL DO SETOR PÚBLICO (2002-2014)23</u>	
<u>GRÁFICO 4 – TAXA DE JUROS IMPLÍCITA DA DÍVIDA PÚBLICA DO GOVERNO FEDERAL E BC VIS-À-VIS TAXA SELIC .....</u>	<u>33</u>
<u>GRÁFICO 6 – IPCA MENSAL DOS BENS COMERCIALIZÁVEIS (1994-1999) .....</u>	<u>39</u>
<u>GRÁFICO 7 – DLSP (1994-1998, EM % DO PIB) .....</u>	<u>40</u>
<u>GRÁFICO 8 - VARIAÇÃO ANUAL DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO .....</u>	<u>45</u>
<u>GRÁFICO 9 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR (1994-2003) ...</u>	<u>47</u>
<u>GRÁFICO 10 – PRIVATIZAÇÕES REALIZADAS PELO GOVERNO FHC ANO-ANO - 1994-2003 (EM BILHÕES DE US\$).....</u>	<u>51</u>
<u>GRÁFICO 11 – RESULTADO PRIMÁRIO BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL – GOVERNO CENTRAL: 1994-2000 .....</u>	<u>56</u>
<u>GRÁFICO 12 – DISCREPÂNCIAS/RESULTADO PRIMÁRIO BC PARA O GOVERNO CENTRAL: 1994 – 2000 .....</u>	<u>57</u>
<u>GRÁFICO 13 – COMPARAÇÃO DA VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO – TOTAL.....</u>	<u>60</u>
<u>GRÁFICO 14 – COMPARAÇÃO DA DO ENDIVIDAMENTO ACUMULADO - TOTAL ...</u>	<u>60</u>
<u>GRÁFICO 15 – COMPARAÇÃO DA VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO – TOTAL COM AJUSTES PATRIMONIAIS .....</u>	<u>62</u>
<u>GRÁFICO 15 – COMPARAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO ACUMULADO– TOTAL COM AJUSTES PATRIMONIAIS .....</u>	<u>62</u>
<u>GRÁFICO 17 – COMPARAÇÃO DA VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO - INTERNO....</u>	<u>64</u>
<u>GRÁFICO 18 – COMPARAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO ACUMULADO - INTERNO ....</u>	<u>64</u>
<u>GRÁFICO 19 – COMPARAÇÃO DA VARIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO – INTERNO COM AJUSTES PATRIMONIAIS.....</u>	<u>66</u>

**GRÁFICO 20 – COMPARAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO – INTERNO COM AJUSTES PATRIMONIAIS ..... 66**

**GRÁFICO 21 – COMPARAÇÃO DOS JUROS IMPLÍCITOS DE AJUSTE – TOTAL ..... 76**

**GRÁFICO 22 – COMPARAÇÃO DOS JUROS IMPLÍCITOS DE AJUSTE – TOTAL COM AJUSTES PATRIMONIAIS ..... 78**

**GRÁFICO 23 – COMPARAÇÃO DOS JUROS IMPLÍCITOS DE AJUSTE – INTERNO ..... 80**

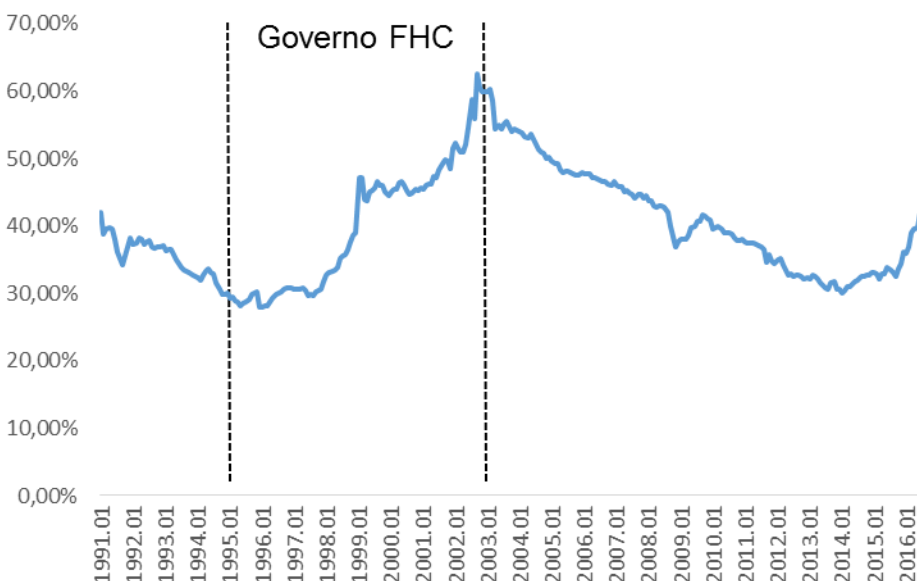
**GRÁFICO 24 – COMPARAÇÃO DOS JUROS IMPLÍCITOS DE AJUSTE – INTERNO COM AJUSTES PATRIMONIAIS..... 82**

## INTRODUÇÃO

O governo do presidente FHC (1994-2002) é reconhecido por alguns economistas e analistas como um governo de grande relevância na nossa história econômica por ter sido capaz de debelar o fenômeno da alta inflação que perdurava desde a primeira metade dos anos 1980 e havia desafiado diferentes governos, que fracassaram nas tentativas de superar o fenômeno. (Giambiagi, 2011)

Porém, mesmo tendo sido bem sucedido nesse aspecto, uma das críticas relacionadas ao governo é a do crescimento da relação dívida líquida/PIB no período. Desse modo, a estabilização da economia teria se dado às custas da deterioração de outras variáveis econômicas, como a do endividamento. (Giambiagi, 2007)

*Gráfico 1 – Dívida líquida do setor público (1991-2016) em percentagem do Produto Interno Bruto*



Fonte: Elaboração Própria do Autor baseado em dados do IPEADATA

O presente trabalho busca trazer a ligação dos conceitos de déficit e dívida do período FHC e compreender até que ponto o crescimento da dívida de fato adveio de fatores normais de déficit

público ou de outros fatores, como esqueletos. Além disso, será apontada a necessidade de uma contabilidade consistente de fluxos e estoques para o período.

Para isso, primeiramente, se conceituará a dívida pública (isto é, do estoque de obrigações) do ponto de vista da abordagem da contabilidade nacional, além das motivações possíveis para o endividamento.

Em seguida, será realizado um estudo dos fatores que levaram ao aumento da dívida pública no governo FHC, fazendo a relação do estoque da dívida com o fluxo dos déficits.

Por fim, será realizado um estudo sob a ótica operacional do endividamento que identifica inconsistências na contabilidade realizada pelo governo quando relacionado com o instrumental de consistência fluxo-estoque desenvolvido neste trabalho.

Dentro dessa perspectiva geral a presente monografia pretende dar conta de algumas questões específicas em relação a dívida pública, a saber:

- O que é dívida pública, quais suas funções principais e como mensurá-la? – Capítulo I
- Qual a diferença entre a mensuração “abaixo da linha” e “acima da linha”? – Capítulo II.1
- O que significa déficit operacional e qual sua importância em períodos de alta inflação? – Capítulo II.2
- Como se dá a composição da dívida pública brasileira em relação a fluxo/estoque de recebimentos e pagamentos, ao examinarmos os dados primários e os juros do período analisado? Capítulo III
- Qual o ajuste de série possível para compatibilizar fluxo e estoque tendo em vista a questão de dupla atualização monetária e diferentes medições governamentais<sup>1</sup>? - Capítulo IV

---

<sup>1</sup> sendo uma a metodologia do BC e outra a do TN

## **CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS TEÓRICAS DO ENDIVIDAMENTO**

### *1.1 – A dívida pública*

A dívida pública federal representa uma obrigação de pagamento de débitos do governo federal com entidades empresariais e/ou famílias, além de investidores externos.

A variação da dívida pública é a contrapartida contábil do resultado fiscal agregado, “acima da linha”<sup>2</sup>, e das mudanças de alocação de portfólio de ativos públicos por parte do setor privado, ou seja, “abaixo da linha”. A dívida gera um compromisso de pagamento de juros e um prazo de vencimento pactuados quando de sua emissão. (Feijó et al., 2003)

Geralmente, a mesma está sob a forma mobiliária, ou seja, é composta por ativos financeiros de renda fixa emitidos via oferta pública. A dívida ainda pode ser considerada doméstica ou externa (conceito de dívida interno-externa) dependendo da origem dos recursos utilizados no seu financiamento.

Podemos enumerar algumas razões que justificam a existência de um endividamento público: questões emergenciais, cíclicas, permanentes e financeiras. A interpretação do impacto da relação déficit dívida depende, em suma, de como as diferentes interpretações da economia veem seu funcionamento.

Uma boa demonstração da importância da capacidade endividamento do governo seria para cobrir despesas emergenciais, como de desastres naturais e possíveis guerras, em que apenas com receitas de política fiscal não se poderia contornar satisfatoriamente a situação. (Musgrave, 1959 , cap. 1)

---

<sup>2</sup> A nomenclatura “abaixo da linha” e “acima da linha” está relacionada à existência de uma linha que separaria a soma das diferentes operações ocorridas em um dado período (fluxo) que alterariam o déficit e o seu resultado (estoque).

Além disso, o endividamento também pode ser justificado por questões cíclicas, em que a existência de endividamento público também poderia ser vista como algo natural em uma economia, já que receitas e despesas de governos passam por ciclos, e dessa forma, seria plausível acreditar que em certos momentos poder-se-ia registrar déficits fiscais. (Minsky, 1982, p. 4)

Ainda do ponto de vista cíclico, o tema do endividamento ganhou muita relevância em função da ampla difusão dos seus efeitos na recuperação econômica, após as contribuições de Keynes no contexto da Grande Depressão, com a “criação” do que hoje é conhecido como a Macroeconomia moderna, e também com suas visões sobre como a autoridade de política econômica deveria agir nos diversos contextos recessivos enfrentados pela economia. (Hermann, 2006, p. 2)

Desse modo, uma justificativa da existência e uso de endividamentos governamentais estaria relacionado ao fato de que o mesmo poderia levar a graus mais equilibrados de investimento e serviços prestados à sociedade<sup>3</sup>, dado que haveria no longo prazo a possibilidade de demanda efetiva insuficiente. (Keynes, 1985)

Já a justificativa do endividamento permanente (Bastos, 2004) pode ser relacionada com a visão de Abba Lerner e o problema do excesso de poupança no setor privado que seria persistente. Seria para esta teoria natural a existência de um desequilíbrio fiscal, já que o governo seria responsável recorrentemente por cobrir o diferencial de gastos da economia representado pelo que não é gasto pelo setor privado, possibilitando que a economia opere em seu pleno potencial.

Por fim, há a justificativa financeira para o endividamento. Como a da participação da condução de política monetária, que através da emissão de títulos no mercado aberto, possibilitaria a consolidação do sistema financeiro ao controlar liquidez, possibilitar estabilidade monetária e estabelecer um referencial de mercado para a estrutura das taxas de juros privadas. (Minsky, 1975)

Uma vez definida o que é a dívida pública e as principais razões que sustentam a sua existência, podemos partir para a compreensão de quem comumente são seus credores, as razões para isso, e qual a principal forma de sua mensuração.

---

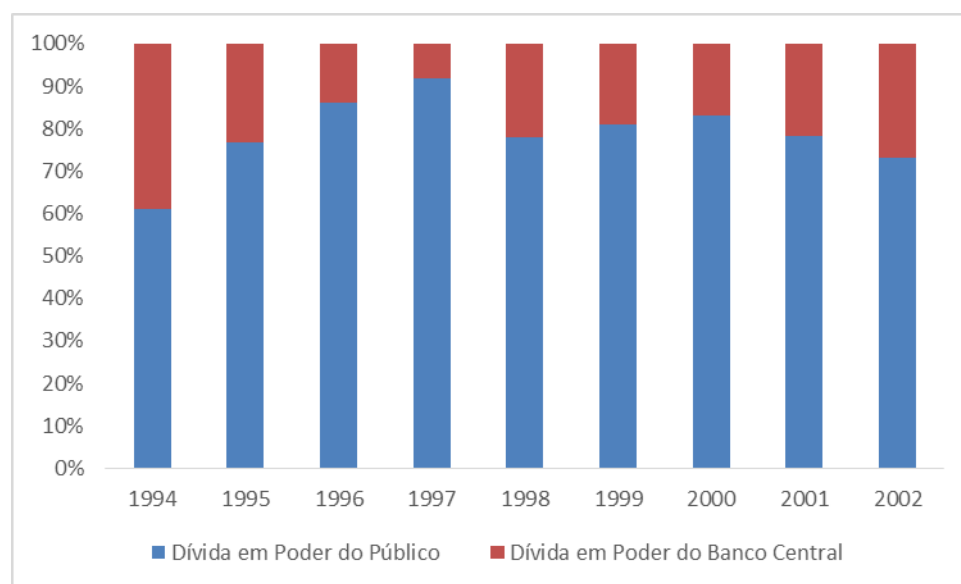
<sup>3</sup> visão da função alocativa do Estado



A dívida pública pode ser mantida pelo setor empresarial financeiro, não financeiro e pelas famílias. Há também a possibilidade de agências e fundos públicos deterem parte da dívida. Os poupadores que aplicam neste tipo de ativo procuram uma remuneração livre de risco<sup>4</sup> e um ativo de alta liquidez. (Bittencourt, 2009)

O gráfico abaixo permite a visualização de que o Banco Central é um importante detentor da dívida pública. Por estar nas mãos de uma entidade governamental, é uma dívida que traria menor “fragilidade” ao governo, já que o credor seria o próprio governo, e seu pagamento/rolagem poderá servir aos próprios interesses.

Gráfico 2 – Credores da Dívida (1994-2002)



Fonte: Elaboração Própria do Autor baseado em dados do Tesouro Nacional

O indicador mais usual de análise da trajetória da dívida pública é a sua razão frente ao PIB<sup>5</sup>, já que dessa forma, mede-se a geração de riqueza do país em certo período e o estoque de débitos a serem pagos. Alguns outros indicadores podem ter interesse de acordo com modelos e perguntas específicas, como, por exemplo, a relação da dívida com a receita tributária, a composição dos detentores da dívida, o valor do superávit primário e das taxas de juros, etc. (Hermann, 2002).

<sup>4</sup> a remuneração máxima esperada na economia sem incorrer-se em nenhum tipo de risco

<sup>5</sup> Indicador Dívida/PIB

Uma importante questão a ser discutida é a da ligação contábil e funcional entre as variáveis dívida (estoque) e produto (fluxo). Como mudanças em uma variável podem afetar diretamente a outra, nem sempre fica tão claro quais serão os efeitos de certas políticas públicas que pretendem mexer diretamente com os indicadores já citados.

Por exemplo, em uma tentativa de melhoria do indicador Dívida/PIB, um governo poderia aplicar política econômica de restrição fiscal, diminuindo gastos públicos e subsídios, e aumentando tributos. Essa política objetivaria uma maior arrecadação fiscal através de maiores receitas e menores gastos, buscando diminuir o numerador da relação ao realizar o pagamento de dívida existente, seja trazendo superávit ou diminuindo o déficit. Porém, o resultado final não é previsível como aparentado. O efeito pleno da política poderia não ser alcançado. (Eisner, 1989)

Certamente, essas políticas atingiriam também o PIB, por impactar variáveis de demanda agregada, como diretamente gastos governamentais em consumo e investimento, e através do multiplicador e acelerador o consumo e o investimento privados, respectivamente.

Com isso, não saberíamos qual o efeito líquido de tal medida, já que o produto (denominador) estaria diminuindo e a arrecadação (numerador, em porcentagem) aumentando. Dependendo dos parâmetros<sup>6</sup>, o PIB poderia diminuir ao ponto de diminuir a arrecadação.

---

<sup>6</sup> como por exemplo, propensão marginal a consumir e alíquota de tributação

## *1.2 – Para Contabilidade Nacional.*

A contabilidade nacional é uma ferramenta utilizada na ciência econômica para mensurar e resumir as transações realizadas. A mesma é a principal fonte de estatística econômica para os estudiosos do assunto. As contas nacionais fornecem os insumos necessários na forma de dados para aferição estatística de modelos teóricos utilizados na macroeconomia. (Feijó et al, 2013)

A contabilidade nacional nos fornece agregados sob as óticas da renda e produção. Essa medida representa a síntese de esforço produtivo de um país ou região num determinado período.

Consideraremos a economia fechada e com governo para simplificação. Portanto, podemos escrever as seguintes identidades:

$$Y_n = C + I + G$$

$$Y_n = C + S + RLG$$

Em que:

$Y_n$  = Renda Disponível Bruta

$C$  = Consumo Privado

$G$  = Gastos Correntes do Governo

$I$  = Investimento Privado e Público

$S$  = Poupança Privada

$RLG = (T-R)$  = Receita Líquida do Governo (Receitas de Tributa  
Transferências)

Das identidades anteriores, podemos deduzir:

$$S + RLG = I + G$$

Desse modo, a poupança do governo ( $S_g$ ) pode ser expressa por:

$$S_g = RLG - G, \text{ logo}$$

$$S + S_g = I$$

Com isso, os investimentos privados e públicos e os gastos correntes das administrações públicas devem ser iguais, ex post, à poupança privada somada às receitas líquidas do governo.

Podemos escrever, também, da seguinte forma:

$$S = I + (G - RLG)$$

Se  $RLG < G$  (poupança do governo negativa), a poupança privada cobrirá parte das despesas correntes das administrações públicas, além do investimento agregado.

Se  $RLG > G$  (poupança do governo positiva), a poupança do governo se soma à privada para cobrir os investimentos totais da economia.

Podemos entender melhor o conceito de déficit público ao separarmos os investimentos em públicos ( $I_g$ ) e privados.

Se  $S_g > I_g$ , observamos superávit nas contas públicas

E se  $S_g < I_g$ , observamos déficit nas contas públicas

Agora que chegamos aos conceitos de superávit/déficit primário, ou seja, temos o entendimento de como o governo possui fluxo de resultado líquido positivo em certo período do tempo, podemos entender a importância deste conceito para o comportamento da dívida pública, que é uma medida de estoque.

Ainda, alternativamente, podemos definir o superávit/déficit primário como a medida que subtrai das receitas não-financeiras do governo, todas as despesas excluídas as de juros nominais. Dessa forma, sabemos que o orçamento do governo pode ser definido da seguinte maneira:

$$G = T + NB$$

Sabendo que NB representa novas emissões de títulos públicos, a equação acima mostra que qualquer gasto do governo (G) deve ser financiado por arrecadação fiscal (T) ou por geração de dívida financiada por títulos públicos.

Dividindo os gastos em primários (GP), que engloba consumo e investimento, e considerando que o governo paga dívidas passadas através de amortizações (A) e juros (J) ou despesas financeiras (Df):

$$Df + GP = T + NB \therefore A + J + GP = T + NB$$

Além disso, percebemos que as amortizações representam um percentual de juros médio (ou implícito) cobrado sobre o estoque da dívida existente (i), e as amortizações representam um percentual pago sobre o valor total da dívida no período (a).

Sobre a emissão de títulos, notamos que os mesmos como já citado, podem estar nas mãos de agentes privados (NBm) ou governamentais (que por simplificação, consideraremos o BC como único agente, mesmo sabendo que existem outros financiadores) – NBbc. No caso de títulos transacionados pelo setor privado com BC, seja em caso de compra ou de venda, temos impactos sobre a base monetária da economia (dH), assim sendo, reduções ou aumentos da dívida pública lastreada em títulos junto ao BC são consequências da política monetária do país.

Em caso de venda de títulos pelo BC aos agentes privados teremos uma política monetária restritiva, com diminuição da base monetária, ou a sua não expansão, como no caso das chamadas operações de esterilização do aumento de reservas enquanto em caso de compra, teremos uma injeção de liquidez, com aumento de base monetária.

Na operação efetiva do BC, com o brasileiro por exemplo, este determina através das reuniões do COPOM a taxa de juros que irá vigor num período de tempo e opera no mercado interbancário comprando ou vendendo títulos públicos com o objetivo de cumprir a meta de juros previamente

definida. Lembrando que a base monetária é representada pela quantidade de moeda emitida na economia como um todo (na forma de papel-moeda e moeda metálica), além das reservas bancárias (que são representadas por moeda em poder das entidades financeiras e seus depósitos no BC).

Assim, podemos detalhar ainda mais nossas equações anteriormente obtidas:

$$Df = (a+i).B$$

$$NB = NBm + NBbc = NBm + dH$$

Finalmente, estamos munidos de todos os conceitos necessários para ligar o déficit primário com a evolução do estoque da dívida.

$$GP + A + J = T + NBm + dH \therefore (GP - T) + J = (NBm - A) + dH$$

Portanto, chegamos à noção fundamental de que a variação do déficit nominal do governo é representada pelo pagamento de juros nominais somado ao seu resultado primário. Com isso, também percebemos que a variação líquida na dívida do governo pode ser medida pela variação da base monetária mais a variação líquida no estoque da dívida em títulos:

$$DN = J - SP = dB + dH$$

Em que:

DN = Déficit Nominal

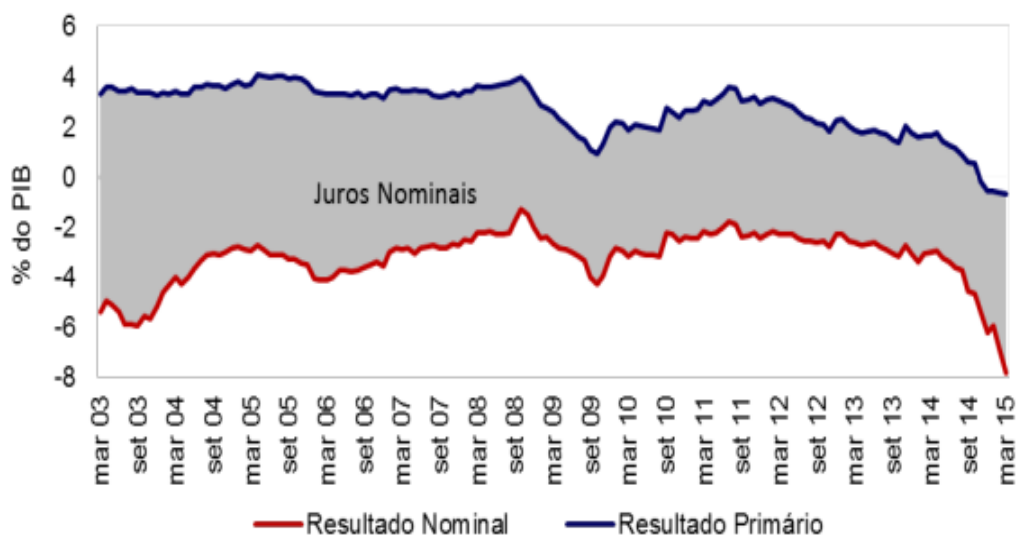
SP = Resultado Primário

dB = Variação do Estoque da Dívida

dH = Variação da Base Monetária da Economia

O gráfico abaixo nos traz exatamente a ilustração da ideia de que o que separa o resultado primário do governo do resultado nominal é o pagamento de juros nominais, ou seja, o pagamento de juros reais e da reposição da inflação. No caso, analisa-se o período imediatamente posterior aos governos FHC.

Gráfico 3 – Resultado Primário/Nominal do Setor Público (2002-2014)



Fonte: Banco Central do Brasil

É importante também diferenciar o conceito de dívida bruta e líquida. A dívida líquida é representada pelo resultado da dívida bruta (todos os passivos do governo) subtraídos dos ativos financeiros de maior liquidez do governo. (Gobetti; Schettini, 2010)

Por exemplo, caso os passivos do governo estivessem aumentando, e conseqüentemente também a dívida bruta, mas também na mesma quantidade os ativos estivessem aumentando, a dívida líquida não apresentaria variação.

É interessante deixar claro que, geralmente, os passivos e ativos do governo não são remunerados com as mesmas taxas, fato que fica claro com o cálculo das taxas de juros implícitas, que diferem das taxas pagas pelo governo e refletem a estrutura patrimonial dos governos, na qual há que se considerar os juros recebidos para se obter uma taxa efetiva paga pelo governo.

A DLSP abrange a consolidação de ativos e passivos das administrações diretas, autarquias e fundações federais, estaduais e municipais, além de estatais do setor produtivo com exceção da Petrobras e BC. Enquanto isso, a dívida bruta exclui estatais e BC, contabilizando apenas governos federais, estaduais e municipais.



## **CAPÍTULO II – CONCEITOS E ABORDAGENS**

### *II.1 – “Acima” e “Abaixo” da linha*

O déficit público pode ser mensurado de duas formas: a primeira delas é através do conceito de fluxo, com qual mensuramos o diferencial entre as receitas governamentais e suas despesas período a período. Esta forma de mensuração é conhecida como “acima da linha”. (Jaloretto, 2009)

Esse cálculo pode ser obtido da execução orçamentária e financeira das instituições e permite, por ser mais detalhada e abrangente, a programação de ações e tomada de decisões, a partir dos resultados passados obtidos. (Tavora, 2001)

Já a segunda é através da comparação do estoque da dívida pública existente entre os diversos períodos da análise. A partir deste resultado, podemos entender que a variação de resultado incorrida demonstra o déficit do período. Esta forma de mensuração é conhecida como NFSP ou “abaixo da linha”.

As duas formas de mensuração deveriam, em tese, apresentar exatamente o mesmo resultado, já que mensuram a mesma grandeza, porém isso quase nunca se verifica na prática, pois as duas são conhecidas de forma independente na operacionalização das contas e do resultado do período, e com isso, é muito comum que haja uma conta de erros e omissões para justificar a diferença encontrada.

Até os anos 80, comumente se considerava a mensuração “acima da linha”, já que a Lei 4.920/1964 vigorava no país. A mesma trazia normas gerais do direito financeiro para elaboração e controle de orçamentos e balanços das entidades governamentais.

Porém, após a década de 80, o FMI realizou acordos para que a contabilização do déficit fosse realizada “abaixo da linha”, visando diminuir chances de erro e evitar manipulações, além de possibilitar o uso de um benchmark mais confiável para comparações internacionais.

No Brasil, para o período analisado, a mensuração dos resultados fiscais para o Governo Central foi apurada “acima da linha” pela STN e “abaixo da linha” pelo Departamento Econômico do BC. Após 1998, alterações de metodologia visaram trazer maior convergência e transparência aos resultados. (Tavora, 2001)

Incoerências existentes entre a apuração das instituições citadas trazem desconfiança quanto ao resultado e real situação fiscal do governo, por exemplo, podendo levar a falsas conclusões quanto a relação entre medidas de política fiscal e seu impacto macroeconômico.

### *II.1.1 – O Critério “Abaixo da Linha”*

O cálculo do NFSP, no Brasil, leva em consideração o setor público não financeiro e o BC, dessa forma, consideram-se administrações diretas, indiretas e empresas estatais não financeiras das três esferas.

As primeiras grandezas apuradas para o cálculo da NFSP são a DLSP interna e externa, que tem apuração pelo critério de competência. Após esta contabilização subtrai-se os ajustes patrimoniais para chegar-se a dívida fiscal líquida.

Os ajustes são compostos por privatizações realizadas, reconhecimento de passivos contingentes e contabilização de dívidas externas, já que esses créditos teriam sido gerados em outros períodos, e dessa forma, já teriam impactado a economia.

Com as contabilizações realizadas acima, chegar-se-ia a noção nominal da variação da dívida. Para Simonsen (1989) quando os financiadores do endividamento sofrem de ilusão monetária, a visão de déficit operacional deve ser observada.

Por outro lado, Bacha concorda com argumento de Simonsen, porém traz a ressalva que o déficit operacional pode subestimar as consequências monetárias das operações do governo sobre a demanda agregada, por trazer a necessidade de expansões monetárias, conforme a citação:

“Neste contexto, se ao cair a inflação, se mantiverem inalteradas as regras de correção monetária, haverá a necessidade de uma significativa expansão monetária (ou então de uma expansão da dívida do governo em termos reais), ainda que o déficit operacional esteja zerado.” Bacha (1988; pg. 6)

Para chegar ao conceito operacional, portanto, o BC subtrai das NFSP a correção monetária incorrida no período, utilizando o IGP-DI centrado com índice inflacionário de ajuste.

Por fim, subtraindo-se do resultado operacional os juros nominais implícitos deflacionados pagos sobre endividamento interno e externo, obtém-se o resultado primário.

Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público – Método “Abaixo da Linha”

Discriminação	R\$ milhões									
	1998*		1999*		2000*		2000*		2000*	
	Dezembro		Dezembro		Fevereiro		Março		Abril	
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Dívida fiscal líquida sem privatização (E=C-D)										
com desvalorização cambial	379 917	41,7	476 074	43,2	481 910	43,1	480 741	42,9	485 912	43,1
sem desvalorização cambial	375 656	41,3	431 940	39,2	438 935	39,3	438 960	39,2	440 580	39,1
Ajuste privatização (base: dez/1995) (D)	-30 650	-3,4	-39 623	-3,6	-40 336	-3,6	-40 336	-3,6	-40 336	-3,6
Dívida fiscal líquida com privatização (C=A-B)										
com desvalorização cambial	349 266	38,4	436 451	39,6	441 574	39,5	440 405	39,3	445 576	39,5
sem desvalorização cambial	345 004	37,9	392 314	35,6	398 597	35,7	398 622	35,6	400 241	35,5
Ajuste patrimonial - outros(base: dez/1995) (B)										
com desvalorização cambial	36 603	4,0	80 128	7,3	88 043	7,9	86 778	7,7	90 577	8,0
sem desvalorização cambial	40 866	4,5	124 264	11,3	131 020	11,7	128 561	11,5	135 912	12,0
Dívida líquida total (A)	385 870	42,4	516 579	46,9	529 617	47,4	527 183	47,0	536 153	47,5
Governo federal e Banco Central do Brasil	231 268	25,4	316 222	28,7	323 486	28,9	321 925	28,7	329 619	29,2
Governos estaduais	113 160	12,4	147 935	13,4	152 008	13,6	151 372	13,5	152 077	13,5
Governos municipais	17 745	1,9	22 851	2,1	24 243	2,2	24 387	2,2	24 582	2,2
Empresas estatais	23 697	2,6	29 571	2,7	29 880	2,7	29 499	2,6	29 876	2,6
Federais	4 570	0,5	4 546	0,4	3 896	0,3	3 505	0,3	2 731	0,2
Estaduais	17 836	2,0	23 341	2,1	24 303	2,2	24 323	2,2	25 468	2,3
Municipais	1 291	0,1	1 684	0,2	1 680	0,2	1 671	0,1	1 676	0,1
Dívida interna líquida	328 693	36,1	407 810	37,0	423 857	37,9	423 196	37,8	425 652	37,7
Governo federal e Banco Central do Brasil	192 455	21,1	233 058	21,1	243 554	21,8	243 188	21,7	245 094	21,7
Títulos públicos federais	322 624	35,4	414 367	37,6	434 238	38,7	438 306	39,1	444 209	39,4
Dívida bancária líquida	-19 486	-2,1	-31 352	-2,8	-30 849	-2,8	-31 111	-2,8	-30 563	-2,7
Arrecadação a recolher	-1 522	-0,2	-1 826	-0,2	-3 155	-0,3	-3 345	-0,3	-3 606	-0,3
Aviso MF-30	-6 084	-0,7	-8 320	-0,8	-7 712	-0,7	-7 577	-0,7	-7 791	-0,7
Moedas de privatização	27 540	3,0	33 431	3,0	36 749	3,3	35 740	3,2	34 769	3,1
Recursos do FAT	-27 879	-3,1	-33 405	-3,0	-34 257	-3,1	-34 664	-3,1	-35 093	-3,1
Base monetária	39 223	4,3	48 430	4,4	41 920	3,7	39 094	3,5	37 721	3,3
Outros depósitos no BCB	19 401	2,1	15 182	1,4	15 276	1,4	15 302	1,4	15 100	1,3
Créditos do BCB às Inst. Financeiras	-48 490	-5,3	-40 813	-3,7	-40 441	-3,6	-37 429	-3,3	-37 531	-3,3
Créditos do BCB (Lei nº 8.727/1993)	-3 849	-0,4	-4 851	-0,4	-4 980	-0,4	-5 013	-0,4	-5 047	-0,4
Carteira de fundos	-13 984	-1,5	-16 018	-1,5	-18 199	-1,6	-18 355	-1,6	-18 346	-1,6
Demais contas do BCB	-7 711	-0,8	-9 559	-0,9	-7 483	-0,7	-11 034	-1,0	-11 116	-1,0
Previdência Social	-715	-0,1	-668	-0,1	-610	-0,1	-612	-0,1	-638	-0,1
Renegociação com os estados	-86 612	-9,5	-131 540	-11,9	-136 942	-12,2	-136 114	-12,1	-136 974	-12,1
Governos estaduais	107 673	11,8	139 400	12,6	143 765	12,8	143 098	12,8	143 569	12,7
Dívida mobiliária líquida	11 827	1,3	1 808	0,2	1 864	0,2	1 529	0,1	1 549	0,1
Dívida bancária	8 734	1,0	8 135	0,7	7 793	0,7	8 430	0,8	8 059	0,7
Arrecadação a recolher	-132	0,0	-218	0,0	-215	0,0	-214	0,0	-209	0,0
Depósitos à vista	-1 778	-0,2	-1 223	-0,1	-1 061	-0,1	-1 040	-0,1	-1 136	-0,1
Aviso MF-30	2 409	0,3	3 244	0,3	3 153	0,3	3 084	0,3	3 154	0,3
Renegociação com os estados	86 612	9,5	127 653	11,6	132 230	11,8	131 308	11,7	132 152	11,7
Municipais	1 287	0,1	1 678	0,2	1 675	0,1	1 665	0,1	1 671	0,1
Dívida bancária	1 299	0,1	1 700	0,2	1 700	0,2	1 699	0,2	1 698	0,2
Depósitos à vista	-20	0,0	-33	0,0	-36	0,0	-45	0,0	-39	0,0
Aviso MF-30	9	0,0	12	0,0	11	0,0	11	0,0	12	0,0
Dívida externa líquida	57 177	6,3	108 769	9,9	105 759	9,5	103 986	9,3	110 501	9,8
Governo federal e BCB	38 812	4,3	83 164	7,5	79 932	7,2	78 737	7,0	84 525	7,5
Governos estaduais	5 487	0,6	8 535	0,8	8 243	0,7	8 273	0,7	8 508	0,8
Governos municipais	661	0,1	867	0,1	866	0,1	884	0,1	912	0,1
Empresas estatais	12 216	1,3	16 203	1,5	16 719	1,5	16 092	1,4	16 556	1,5
Federais	7 765	0,9	9 269	0,8	9 855	0,9	9 360	0,8	9 600	0,9
Estaduais	4 447	0,5	6 929	0,6	6 858	0,6	6 727	0,6	6 950	0,6
Municipais	4	0,0	5	0,0	5	0,0	5	0,0	5	0,0

Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim do Banco Central, julho/2000

A tabela acima demonstra os procedimentos de cálculos explicados anteriormente, em que se considera a dívida fiscal líquida (visão estoques), onde os fluxos realizados em todas as esferas governamentais tanto internas como externas, além das empresas estatais, é subtraído dos resultados das privatizações realizadas.

## *II.1.2 – O Critério “Acima da Linha”*

O resultado neste critério de apuração traz o resultado primário do governo através da subtração das receitas do TN e Previdência Social das transferências a Estados e Municípios e despesas totais, sendo as últimas relacionadas a salários, benefícios, custeio e capital. A receita bruta da administração federal é também deduzida de restituições e incentivos fiscais

Além disso, as receitas apuradas excluem ganhos financeiros e vendas de ações de empresas públicas. Para o cálculo das despesas também desconsidera-se juros nominais, empréstimos e aplicações financeiras. Já as receitas e resultado do BC é calculado em separado.

A tabela abaixo, demonstra a metodologia de cálculo explicitada, em que é realizada a subtração das receitas das despesas (visão fluxos) para o TN, Previdência Social e BC para se chegar ao resultado primário consolidado.

Tabela 2 – Resultado Primário do Governo Central – Método - Acima da Linha

DISCRIMINAÇÃO DO RESULTADO	R\$ Milhões			
	Jun. 2000	Jul. 2000	Jan.-Jul. 1999	Jul. 2000
<b>I. RECEITA TOTAL</b>	<b>18.198,5</b>	<b>18.588,7</b>	<b>117.946,3</b>	<b>130.902,5</b>
<b>I.1. Receitas do Tesouro</b>	<b>13.778,8</b>	<b>14.042,2</b>	<b>91.639,0</b>	<b>101.032,3</b>
I.1.1 Receita Bruta	14.958,7	15.273,3	94.236,8	105.110,3
I.1.2. (-) Restituições	(1.127,2)	(1.143,6)	(2.111,1)	(3.473,1)
I.1.3. (-) Incentivos Fiscais	(52,6)	(87,6)	(486,7)	(605,0)
<b>I.2. Receitas da Previdência Social</b>	<b>4.419,7</b>	<b>4.546,6</b>	<b>26.307,3</b>	<b>29.870,2</b>
<b>II. TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS</b>	<b>3.009,9</b>	<b>3.170,8</b>	<b>20.032,4</b>	<b>22.928,5</b>
<b>III. RECEITA LÍQUIDA TOTAL (I-II)</b>	<b>15.188,6</b>	<b>15.418,0</b>	<b>97.913,9</b>	<b>107.974,0</b>
<b>IV. DESPESA TOTAL</b>	<b>13.574,8</b>	<b>14.895,1</b>	<b>82.753,2</b>	<b>91.869,3</b>
<b>IV.1. Pessoal e Encargos Sociais</b>	<b>4.490,3</b>	<b>5.102,9</b>	<b>27.904,5</b>	<b>31.710,8</b>
<b>IV.2. Benefícios Previdenciários</b>	<b>5.056,7</b>	<b>5.199,7</b>	<b>30.710,6</b>	<b>34.186,4</b>
<b>IV.3. Custeio e Capital</b>	<b>4.027,8</b>	<b>4.592,5</b>	<b>24.138,0</b>	<b>25.972,1</b>
IV.3.1. Despesas do FAT	374,4	505,9	3.050,7	3.128,2
IV.3.2. Subsídios e Subvenções Econômicas	79,1	164,3	1.208,1	1.019,1
IV.3.3. Outras Despesas	3.574,3	3.922,3	19.879,2	21.824,7
<b>V. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO FEDERAL (III - IV)</b>	<b>1.613,8</b>	<b>522,9</b>	<b>15.160,7</b>	<b>16.104,7</b>
V.1. Tesouro Nacional	2.250,8	1.176,0	19.564,0	20.420,9
V.2. Previdência Social (RGPS) (1)	(637,0)	(653,1)	(4.403,3)	(4.316,2)
<b>VI. RESULTADO PRIMÁRIO BANCO CENTRAL (2)</b>	<b>(52,6)</b>	<b>(98,7)</b>	<b>(397,2)</b>	<b>(415,0)</b>
<b>VII. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL (V + VI)</b>	<b>1.561,2</b>	<b>424,1</b>	<b>14.763,5</b>	<b>15.689,7</b>
<b>VIII. RESULTADO PRIMÁRIO/PIB</b>			<b>2,62%</b>	<b>2,33%</b>

(\*) Dados revistos, sujeitos à alteração. (1) Receita de Contribuições menos Benefícios Previdenciários (2) Despesas administrativas líquidas de receitas próprias Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Resultado do Tesouro Nacional, julho/2000. Superávit = (+)

## *II.2 – Déficits Operacionais*

Como já citado, a contabilização da evolução do endividamento através do conceito de déficit operacional é sempre mais indicada, principalmente quando o cenário é consideravelmente inflacionário. (Feijó et al, 2013)

Para que possamos viabilizar o entendimento do conceito, devemos relembrar o conceito de déficit nominal acima citado:

$$DN = J - SP = dB + dH$$

A grande questão para discussão envolvida na equação acima é que os juros e resultado considerados são nominais, ou seja, estão sendo corrigidos pela variação inflacionária e cambial.

Para ter uma medida mais precisa do quanto em termos reais a dívida aumentou, devemos considerar apenas os juros implícitos reais, desconsiderando efeitos de correção monetária e cambial, para o cálculo acima da linha. Para a metodologia abaixo da linha, basta dividir pelo PIB nominal do ano de referência.

Fazendo isso, chegaremos ao conceito de déficit sob a ótica operacional:

$$DO = Jr - SPr$$

Em que:

DO = Déficit Operacional

Jr = Juros reais do serviço da dívida

SPr = Resultado primário real

Por isso, em períodos de grande inflação, o conceito de déficit nominal é falho, por não explicitar a real variação do passivo governamental.

Podemos separar o pagamento de juros nominais ( $i$ ) em pagamentos reais ( $r$ ) e da correção monetário ( $\pi$ ), como segue:

$$(1+i) = (1+r).(1+\pi)$$

Com esse resultado, podemos depreender como, teoricamente, chegaríamos a déficit operacional através do déficit nominal.

$$DO = (J - SP) / (1+\pi)$$

Com essa noção melhor definida, podemos fazer um exercício simples, retirado do artigo Bastos; Lara (2016), para exemplificação do por que em períodos de grande inflação o déficit operacional é o conceito a ser utilizado.

“Na tabela abaixo o valor, em percentagem do PIB, deve ser subtraído do déficit nominal para se obter o conceito mais correto déficit operacional. Nesta simulação são calculados os fatores de redução do déficit nominal (ou seja, o fator que transforma o déficit nominal em real) para as combinações de inflação de 5, 10, 50 e 200%, duas taxas de crescimento do PIB (1 e 3%) e duas hipóteses de dívida pública líquida (30 e 50% do PIB).”

	30		50	
	1	3	1	3
5	1,7	2,3	2,9	3,8
10	3	3,5	5	5,9
50	10,2	10,6	17	17,6
200	20,1	20,3	33	33,8

Percebe-se que em ambiente de alta inflação, o déficit nominal é uma medida imprecisa. Claramente, quando considerado o cenário de menor valor da inflação, a imprecisão se torna mais imperceptível. É interessante notar que quando a inflação é mais baixa, a aceleração do PIB tem efeito positivo no déficit operacional. Dessa forma, a utilização do conceito nominal pode trazer uma impressão indevida sobre a política fiscal a ser adotada, já que déficit nominal elevados criam impressão de que o passivo cresce mais do que o valor real.



### II.3 – Juros implícitos

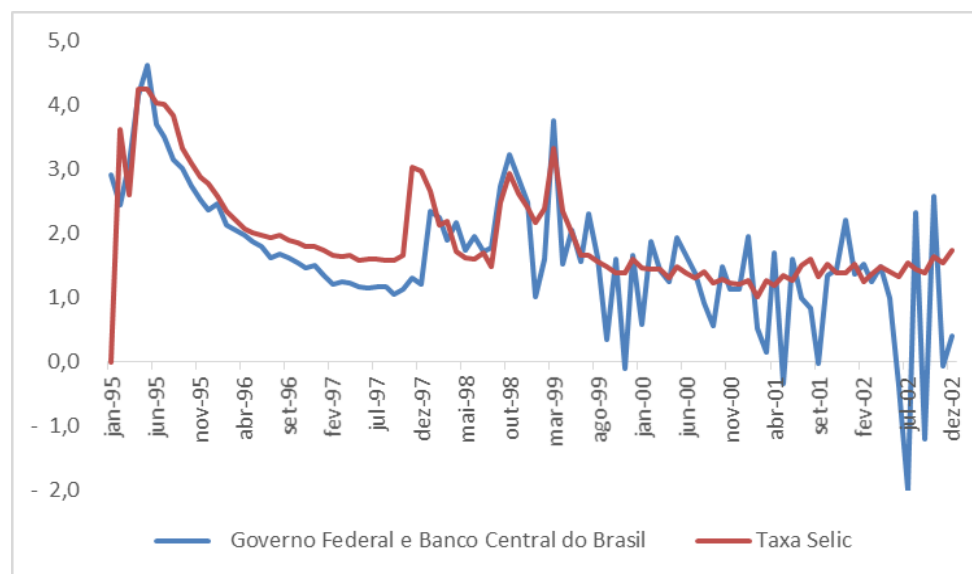
A taxa de juros implícita corresponde à taxa de juros média paga pelo governo em um dado período. A mesma é obtida por “conta de chegada”, ou seja, ao calcular o a representatividade dos gastos com juros sobre o montante da dívida existente.

Podemos ter, assim, uma agregação simplificadora de quanto o governo paga de juros, representado por um único número. (Goldfajn, 2002)

É também válido comparar a taxa de juros implícita com a taxa Selic. A última é definida segundo o BC: “a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC para títulos federais”. Percebe-se com gráfico abaixo, que há em certo momento uma mudança radical na relação entre as duas séries, provavelmente relacionada a flutuação cambial.

Ilustremos com o período estudado neste trabalho:

Gráfico 4 – Taxa de juros implícita da dívida pública do Governo Federal e BC vis-à-vis taxa Selic



Fonte: Elaboração do autor com dados do Banco Central do Brasil e Receita Federal

É importante notar que os juros implícitos são fundamentais para o entendimento da trajetória do endividamento, por remunerar o estoque passado de passivos. Além disso, como anteriormente visto, uma boa medida da trajetória da dívida é a relação entre dívida/PIB. Pode-se, dessa forma, unir os conceitos descritos para analisar a trajetória da razão do endividamento.

O comportamento necessário do PIB vis-à-vis a taxa de juros implícita para manter a razão de endividamento constante pode ser estudada. Segundo adaptação da teoria do ciclo da dívida observamos que: (Simonsen; Cysne, 1995)

$$\Delta D/\Delta t = iD - (G - tY)$$

Onde  $\Delta D/\Delta t$  é a variação do montante da dívida no tempo,  $i$  é a taxa de juros implícita paga sobre o montante de dívida existente ( $D$ ) e  $t$  a alíquota média de arrecadação governamental.

Desse modo, pode-se chegar ao resultado que demonstra que a dinâmica da dívida sobre o PIB se torna constante quando o diferencial entre taxa de juros implícita e de crescimento do PIB iguala a do superávit primário:

$$\Delta(D/Y)/\Delta t = (i - \Delta Y).(D/Y) - (G - tY)$$

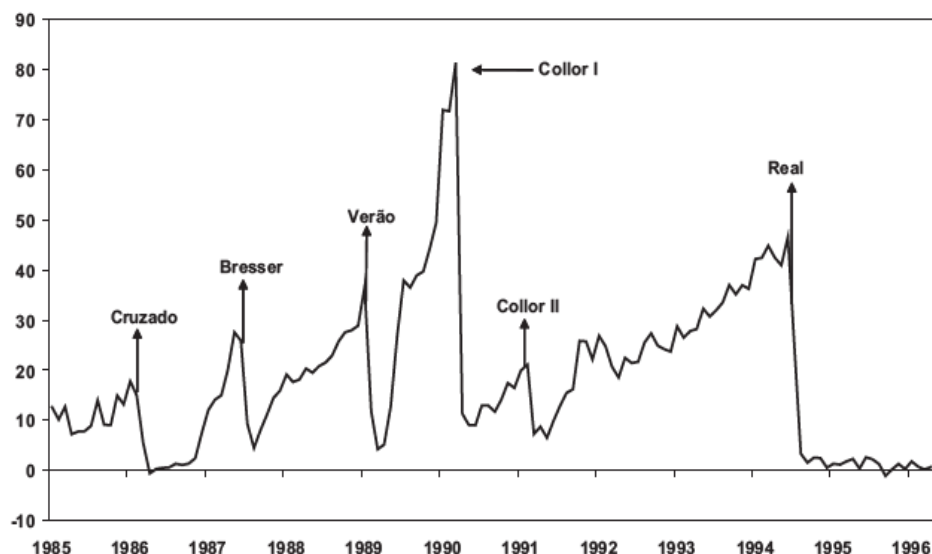
Dessa forma, ao contrapor as duas variáveis podemos chegar à noção do crescimento ou decrescimento da dívida ao longo do tempo.

## CAPÍTULO III – CONTEXTUALIZAÇÃO E ENDIVIDAMENTO DO PERÍODO FHC

### III.1 – Antecedentes

A década anterior ao primeiro governo FHC foi marcada pela necessidade do combate à inflação. Ao todo, cinco planos mal sucedidos foram lançados: Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II. (Giambiagi, 2011)

Gráfico 5 - Inflação mensal medida em percentual pelo IGP-DI (1985-1996)



Fonte: Fundação Getúlio Vargas

O presidente FHC tomou posse sabendo que o sucesso de seu governo nos livros de história seria tratado quase que inteiramente como dependente do sucesso ou não na estabilização de preços no país e das distorções que daí surgiam e afetavam a economia e a população brasileira. Vale frisar que o Plano Real foi lançado pelo governo Itamar, tendo à época FHC como ministro da fazenda.

O período trazia grandes mudanças na economia mundial e estas mudanças certamente influenciaram a forma como a política econômica seria conduzida dali para frente no país. Esta nova matriz de política econômica incluía o prosseguimento e ampliação do processo de privatizações iniciado ainda no governo Sarney e também uma maior abertura econômica. Estas medidas estavam inseridas no receituário de política econômica que se denominou na literatura internacional de neoliberalismo.

No Brasil as condições econômicas da década de 1980 foram bastante adversas com o modelo de crescimento baseado na industrialização acelerada sob o comando do Estado havia sofrido uma forte solução de continuidade devido a crise da dívida, de caráter internacional, neste período.

Com isso o país experimentou uma combinação de baixo crescimento e aceleração da inflação. A partir da implantação, mal sucedida, do Plano Cruzado outros planos foram tentados, todos estes, entretanto, sem sucesso.

O último destes planos lançados antes daquele, que enfim resolveria a hiperinflação brasileira, foi o Plano Collor em 1990. Este considerava que a origem da inflação seria financeira, e desta forma, a retenção compulsória e tributação de ativos financeiros poderia desacelerar o aumento de preços.

A despeito de seu fracasso em termos de estabilização econômica este plano foi capaz de estabelecer um regime fiscal de persistentes superávits da conta primária, registrando-se nos quatro anos seguintes ao plano (1991-1994) um resultado primário médio de + 2,9% do PIB. (Giambiagi, 2007)

As contas públicas do país, vinham em gradual melhora de resultados primários desde o ano de 1990, porém ao considerar o conceito operacional observávamos um cenário não tão animador graças ao aumento dos juros reais, que passavam a chamar atenção dos estudiosos da área.

*Tabela 3 - Indicadores de Contas Públicas (1990-1993) em percentual do PIB*

Especificação	1990	1991	1992	1993
Déficit Operacional	-1,4	0,2	1,9	0,8
Resultado Primário	2,3	2,7	1,6	2,2
Juros Reais Líquidos	0,9	2,9	3,5	3,0

Fonte: Gambiagi e Além (1999); a(-) = superávit

Nos dois anos que precederam o governo FHC percebemos expressivo crescimento médio de 5,4% a.a. relacionado à recuperação da indústria e ao afrouxamento da política monetária, embora os juros brasileiros continuassem significativamente superiores aos internacionais, e graças à forte recuperação dos duráveis que haviam perdido muita força anteriormente pelo aumento dos juros reais no país, além da existência de uma clara demanda reprimida.

Neste momento, podemos consolidar os principais indicadores da economia brasileira na ocasião da subida de FHC e sua equipe no poder.

*Tabela 4 - Síntese de Indicadores Macroeconômicos (1990-1994)*

Especificação	1990-1994
Crescimento do PIB (em % a.a.)	1,3
Inflação (IGP dez. /dez, %a.a.)	1210
FBCF (% PIB a preços correntes)	19,5
Tx. De Crescimento das exportações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	4,8
Tx. De Crescimento das importações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	12,6
Balança Comercial (em bi de US\$)	12,1
Saldo em Conta Corrente (em bi de US\$)	-0,3
Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens	3,2

Fonte: Gambiagi (2011)

Os números da tabela acima apresentam médias para o período e demonstram baixo crescimento, apesar da razoável formação bruta de capital fixo (FBCF), além de cenário hiperinflacionário. As contas externas apesar de ainda positivas demonstram a aproximação de um ponto de inversão, demonstrada pela aceleração cerca de três vezes maior das importações comparadas com as exportações.

## *III.2 – O Governo Fernando Henrique Cardoso*

### *III.2.1 – Plano Real – O Primeiro Mandato*

Apesar do Plano Real ter sido iniciado em 1994, sua completa e funcional implementação ocorreu após o início do primeiro governo FHC. A implementação do plano pode ser considerada como dividida em três fases: a da realização de um ajuste fiscal, a da desindexação da economia e a do uso de uma âncora nominal. (Giambiagi, 2011)

A primeira etapa procurava a prevenção de um efeito tanzi às avessas, ou seja, uma prevenção de que após estabilização dos preços, o gasto real do governo não aumentasse de forma abrupta trazendo reduções do resultado primário, já que as receitas estavam indexadas, porém as despesas costumavam subestimar a inflação do período. Um superaquecimento da economia poderia trazer de volta o fantasma do “boom” do plano Cruzado.

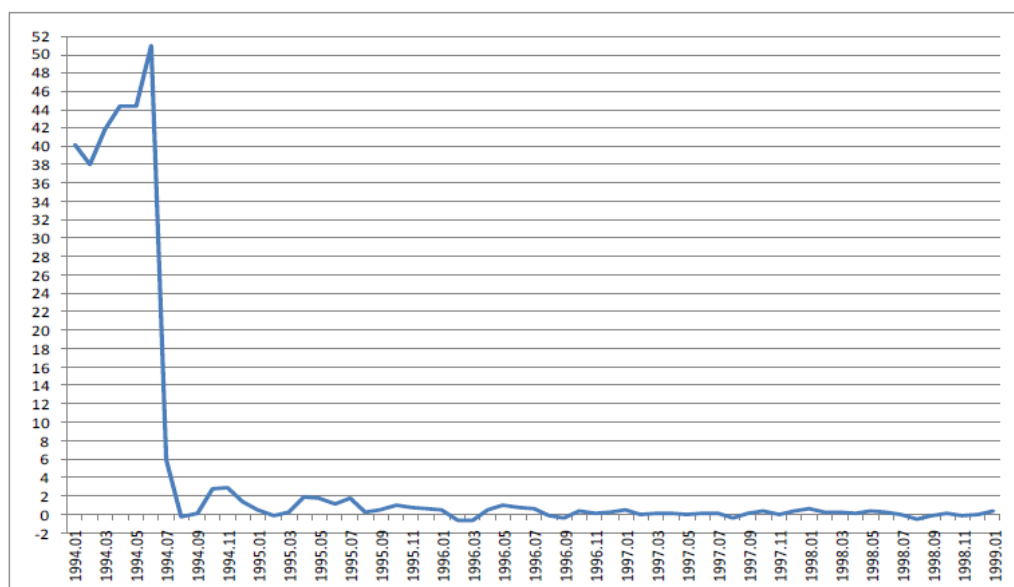
Para que o ajuste fosse executado, um programa de ação imediata reviu a relação da União com Estados e do BC com Bancos Municipais e Estaduais, além da realização de um programa de combate à sonegação.

A segunda etapa estava relacionada à utilização de um indexador reajustado diariamente por uma composição de outros índices. Este seria apenas uma moeda de conta e tinha seu valor fixado em um dólar, ou seja, era a própria taxa de câmbio.

A terceira fase do plano (medida provisória n.542) adotaria metas monetárias (âncora monetária), lastreamento de base e trazia paridade fixa entre real e dólar (âncora cambial). Esta fase não foi inteiramente seguida.

O Plano Real teve sucesso no seu objetivo primário, o combate à inflação. O plano possibilitou o controle dos preços de forma efetiva. A queda da inflação esteve muito relacionada com a desaceleração dos preços dos bens comercializáveis.

Gráfico 6 – IPCA mensal dos bens comercializáveis (1994-1999)



Fonte: Ipeadata

A taxa real de câmbio sofreu valorização, graças a ancoragem da mesma. Esse processo levou ao aumento das importações e queda das exportações, resultando em uma condição de saldos em conta corrente cada vez mais deficitários.

Para o financiamento desses saldos negativos foi necessário o endividamento externo e entrada de capitais na forma de IDE. Com isso, o déficit de serviços e rendas praticamente dobrou no período.

Esses fatores levaram a quedas recorrentes das reservas internacionais. Desse modo, para contornar o cenário, as autoridades reagiram com desvalorizações cambiais por bandas e aumento de juros nominais. A alta taxa de juros, uma pequena desaceleração do PIB e a volta da liquidez internacional foram fatores fundamentais para sustentação do plano.

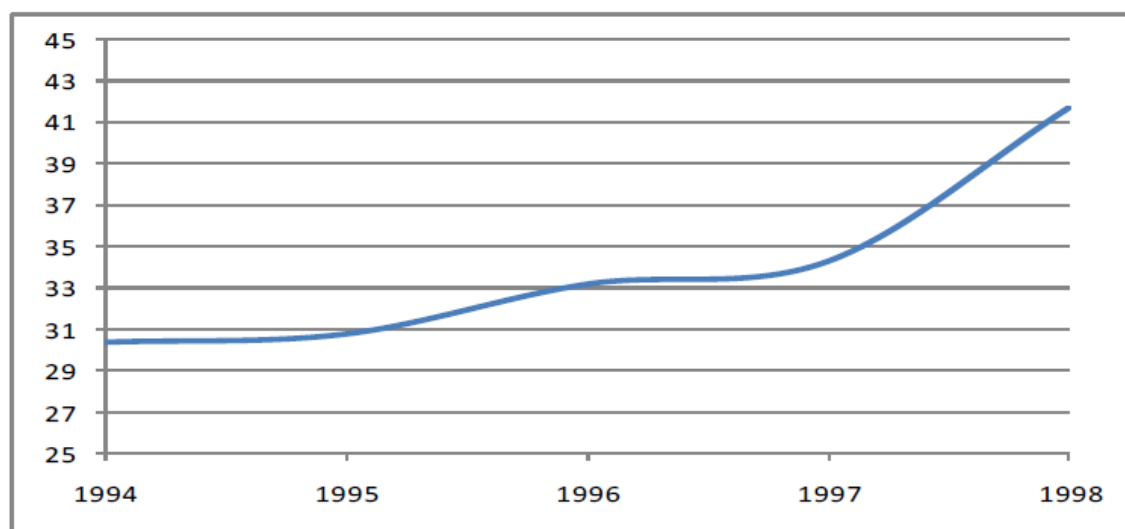
Internamente, o resultado primário do governo atinge patamares deficitários entre os anos de 1995 e 1998. Estes desequilíbrios fiscais contribuíram também para a aceleração DLSP, fato que mostra que o ajuste fiscal proposto não foi duradouro.

A política para o período como um todo é considerada expansionista e contribuiu para os altos déficits. Para Giambiagi (2007), a piora fiscal está mais relacionada aos resultados primários deficitários do que ao aumento dos juros praticados para combate à inflação.

Segundo Giambiagi (2011), fica claro que  $\frac{3}{4}$  da piora do resultado operacional das NFSP, se comparadas as médias de 1991-1994 e 1995-1998, está relacionado a piora do resultado primário e apenas o restante aos juros reais do período.

Os juros reais deflacionados pelo IPCA para o período 1994-1998 foram em média de 22% a.a. O governo esperava que os ganhos com as vendas das empresas estatais, através das privatizações, pudessem em um momento futuro financiar déficits fiscais.

Gráfico 7 – DLSP (1994-1998, em % do PIB)



Fonte: Ipeadata

Portanto, o êxito ao combate à inflação era evidente, porém era inegável que estavam em curso um desequilíbrio externo crescente e uma deterioração das contas fiscais. O uso do modelo de âncora nominal e altas taxas de juros, com contrapartida de endividamento, havia se exaurido, também pelas recorrentes crises externas (mexicana, asiática e russa) e fugas contra o real, que demandavam ajuste imediato.



As exportações líquidas eram negativas e financiadas com novos endividamentos externos e investimentos diretos na forma de juros, lucros e dividendos. O acúmulo de estoques de passivos só encarecia o carregamento fiscal do governo, com isso, a conta de serviços e rendas também se deteriorava.

Os motivos para isso eram o fantasma da crise cambial mexicana e os financiamentos externos que ocorriam enquanto o país caminhasse para o equilíbrio. O efeito contágio das três crises internacionais ocorridas no período, mostravam que apenas a estabilização via taxa de juros nominal poderia não ser suficiente.

Em suma, o período teve crescimento médio do PIB de 2,5% a.a., balança comercial e saldo em conta corrente deficitário, inflação de 9,4% a.a. e aumento das taxas de juros. Além disso, o crescimento dos déficits de resultado primário do governo federal, de cerca de 6% a.a. para os oito anos dos dois governos FHC, superaram a taxa de crescimento do PIB em todos os anos. (Giambiagi, 2007)

### *III.2.2 – Mudança de Regime Macroeconômico – O Segundo Mandato*

Após a reeleição do presidente FHC, o governo começou a negociar um acordo com FMI que impedisse a perda demasiada de reservas e excessiva fuga de capitais. O requisito pedido pelo Fundo foi um considerável aperto fiscal.

Dessa forma, o ajuste mostra o comprometimento do executivo do governo com as contas públicas e da escolha da forma de financiamento mais adequada. O acordo com FMI teve relevância para a inflexão do resultado primário das contas públicas brasileiras. (Giambiagi, 2007)

Temia-se um grande pânico do mercado financeiro internacional, porém com a nomeação de Armínio Fraga para presidente do BC esperava-se afastar uma crise parecida com a recente ocorrida na Rússia.

Com isso, a partir do ano de 1999, um novo regime macroeconômico foi adotado pelo governo FHC recém empossado. Nele, ocorreu o fim da política de âncora cambial substituída pelo regime de flutuação suja associado a uma política monetária de metas de inflação, e uma política de superávits primário destinada a garantir que que uma eventual elevação dos juros pelo Banco Central seria devidamente “neutralizada” pela política fiscal com o objetivo de estabilização da relação dívida pública sobre PIB.

Desse modo, este novo regime utilizaria o que ficou conhecido como tripé macroeconômico: regimes de metas de inflação, superávits primários e taxas de câmbio flexíveis. (Modenesi, 2005)

O regime de metas delimita um intervalo de  $\pm 2\%$  de tolerância para inflação medida através do IPCA cheio em relação ao centro da meta. Sempre que o acumulado do IPCA do ano ficar dentro do intervalo, as metas terão sido consideradas como cumpridas. Caso as metas não sejam cumpridas (Bogdanski et al., 1999), o presidente do BC deve escrever uma carta ao ministro da fazenda explicando as justificativas.

Além do ajuste nas contas externas ter sido bem sucedido, a demanda sofria um momento recessivo, economia pouco indexada e o aumento do salário mínimo do período foi abaixo da inflação, fatores que contribuíram para o controle da inflação mesmo com a desvalorização cambial.

Nos anos de 1999 e 2000, tanto o desempenho relacionado ao crescimento do produto como o do controle a inflação foram bem sucedidos. No ano de 2000, a economia cresceu 4% e a inflação ficou em patamar próximo a 6%. Além disso, a instauração da lei de responsabilidade fiscal (LRF – Lei Complementar 101) passou a ajudar no controle de gastos do país.

Percebe-se, conforme apresentado na tabela abaixo, que o segundo mandato FHC apresentou números de balanço de pagamentos mais positivos que os do primeiro, por outro lado, crescimento do PIB e FBKF pouco inferior.

*Tabela 5 – Médias Anuais de Indicadores Macroeconômicos por Mandato*

Indicador	1995-1998	1999-2002
Balança Comercial (US\$ Bi)	-5,6	3,5
Saldo em Conta Corrente (US\$ Bi)	-26,4	-20,1
Variação (em %) do PIB	2,5	2,1
Variação (em %) do Consumo das Famílias	3,5	1,7
Variação (em %) da FBKF	4,2	-2,1
Variação (em %) Exportações	3,2	10,2
Variação (em %) Importações	12,1	-4,2

Fonte: Giambiagi (2011) apud IBGE

O segundo mandato FHC também trouxe modificações em outros aspectos, além do regime macroeconômico adotado. Dentre eles, podemos citar a expansão e modificação no modelo das privatizações, além do saneamento e mudanças no sistema financeiro.

O Estado mudou de papel na economia com as privatizações. Antes ele tinha um caráter mais interventor e de provedor de bens e serviços considerados de segurança e importância nacional.

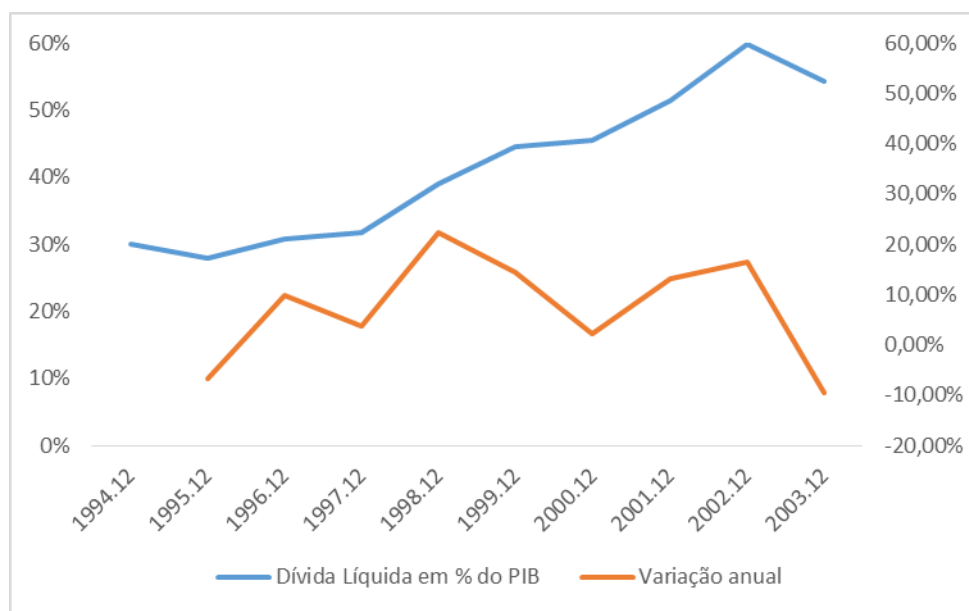
Com a venda de empresas para a iniciativa privada coube ao Estado apenas ser regulador e resguardar pelo cumprimento da lei e do bem estar da população. As privatizações ocorreram principalmente nos setores de energia e telecomunicações, tendo sido as mais emblemáticas as das empresas Vale do Rio Doce e Telebrás.

Já com relação ao sistema financeiro, o governo realizou a privatização da maioria dos bancos estaduais, ampliou a requisição de capital para abertura de bancos, facilitou a entrada de bancos estrangeiros no país, além do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER).

### III.3 – Análise da Evolução da Dívida Pública

No momento em que FHC assumiu a presidência do país no ano de 1995, a DLSP representava cerca de 30,0% do PIB. Quando o mesmo deixou o cargo em 2003, a dívida legada para o governa de Luís Inácio Lula da Silva era de cerca de 59,9% do PIB. A variação incorrida no indicador foi de cerca de 114,1%, ou seja, em termos relativos, a dívida mais que dobrou no período analisado.

Gráfico 8 - Variação Anual da Dívida Líquida do Setor Público



Fonte: Elaboração Própria do Autor baseado em dados do IPEADATA

Ao observamos o gráfico acima, percebemos que o ano que a dívida mais cresceu (em termos percentuais) foi o de 1998, no qual o aumento em relação ao ano anterior foi de cerca de 22,3%. Esse fato garantiu que o crescimento do passivo do primeiro governo atingisse cerca de 29,7%. Enquanto isso, o crescimento no segundo governo foi de cerca de 53,9%. Com esses indicadores podemos apontar um crescimento médio anual da DLSP durante os dois governos FHC de cerca de 10,0% a.a.

*Tabela 6 – Comparação do crescimento da dívida líquida nos governos FHC*

Varição Analisada	% do incremento da dívida no período
Acumulada do Primeiro Governo	29,76
Acumulada do Segundo Governo	53,90
Acumulada nos dois governos FHC	114,19
Média Anual nos dois governos	9,99

Fonte: Elaboração Própria do Autor baseado em dados do IPEADATA

Ao observar-se com maiores detalhes a composição da DLSP é possível compreender quantitativamente os fatores que fizeram a mesma acelerar.

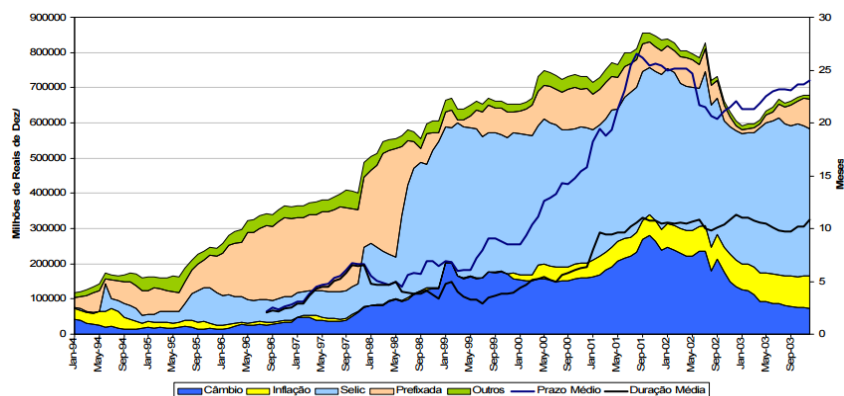
A começar pela fonte do financiamento, percebe-se que a dívida interna passou por um processo de forte aumento em relação ao PIB. Esse processo se deu de forma proposital, já que o governo de pretendia trocar dívida externa por interna, pois a capacidade de pagamento e de rolagem seriam facilitadas.

Porém, o trade-off existente é que se incorreria em mais alto custo de carregamento com juros, já que os domésticos eram consideravelmente maiores que os cobrados externamente.

Dessa dívida interna, o aumento de composição esteve intimamente relacionado a composição do governo central, que no período analisado chegou a mais que triplicar sua contribuição ao indicador.

Como já indicado, os déficits oriundos do elevado serviço da dívida foram financiados pela emissão de dívida mobiliária, majoritariamente, a remunerada com a taxa Selic, contando também com aumento da duração média dos passivos. (STN,2002)

Gráfico 9 - Composição da dívida pública por indexador (1994-2003)



Fonte: Tesouro Nacional

O aumento de esfera federal na dívida geral também é explicado pela relevante renegociação de dívida ocorrida entre União e Estados e Municípios.

Esta federalização da dívida explica muito do aumento da participação da esfera federal, que diante de todos os fatores expostos, atingiu cerca de 2/3 das NFSP no ano de 1998.

Mesmo assim, ao se isolar os fatos até aqui explicados, observa-se que as três esferas seguiram as mesmas tendências de deterioração inicial e melhoria posterior no período analisado. (Gimbiagi, 2007)

Vale citar que embora do ponto de vista do déficit primário os gastos do governo central tenham aumentado, a arrecadação bruta do TN também cresceu – principalmente, provenientes de CPMF e COFINS - graças ao aumento de arrecadações tributárias se comparado o primeiro com o segundo mandato FHC.

Tabela 7 – Composição da Dívida Líquida do Setor Público - 1994-2002 (% do PIB)

Discriminação (em % do PIB)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Dívida Interna</b>	21,5	23	27,1	27,8	33,1	35,1	36,5	42,4	44,7
<i>Governo Central</i>	6,7	9	13,3	15,5	19,4	20	21,6	23,6	24,6
Base Monetária	3,6	2,8	2,2	3,3	3,9	4,2	3,9	4,1	5
Dívida Mobiliária	11,7	14,4	19,7	26,1	32,2	35,3	38,9	46,4	40,6
Títulos Cambiais	1	0,8	1,9	4,1	6,8	8,5	9,3	14	15,7
Outros	10,7	13,5	17,8	22	25,4	26,8	29,6	32,4	24,9
Renegociações estados e municípios	0	0	0	-5	-8,7	-11	-13	-13	-15
FAT	-2	-2,3	-2,3	-2,4	-3,3	-3,6	-4,1	-4,7	-5,1
Operações Compromissadas	0	0	0	0	0	0	0,5	-0,7	5,2
Outras	-6,6	-5,8	-6,3	-6,5	-4,7	-4,6	-5,1	-8,1	-6,4
<i>Estados e Municípios</i>	9,6	9,5	10,2	11,5	12,6	14	14,1	16,7	18,4
Dívida Renegociada	0	0	0	5	8,7	11,3	12,5	13,4	14,7
Outras	9,6	9,5	10,2	6,5	3,9	2,7	1,6	3,3	3,7
<i>Empresas Estatais</i>	5,2	4,5	3,6	0,8	1,1	1,1	0,8	2,1	1,7
<b>Dívida Externa</b>	8,5	5	3,6	-	5,8	9,4	9	9,6	15,7
<b>Dívida Total</b>	30	28	30,7	31,8	38,9	44,5	45,5	52	60,4
<i>Dívida Fiscal</i>	30	28	29	31,7	37,9	37,2	37,9	39,5	39,2
<i>Ajuste Patrimonial</i>	n.d.	n.d.	1,7	1,8	1	7,3	7,6	12,5	21,2
Privatização	n.d.	n.d.	-0,1	-0,2	-3	-3,5	-4,8	-4,6	-4,3
Outros Ajustes	n.d.	n.d.	1,8	2	4	10,8	12,4	17,1	25,5
Dívida Interna	n.d.	n.d.	0	0	0,4	3,8	4,5	5,8	10,3
Dívida Externa	n.d.	n.d.	0,1	0,2	0,5	3	3	4,2	8,4
Outros	n.d.	n.d.	1,7	1,8	3,1	4	4,9	7,1	6,8

n.d. = dado não disponível

Fonte: Banco Central

A tabela abaixo demonstra a realização do processo de troca de endividamento interno por externo, principalmente durante o primeiro governo FHC, além da importância dos títulos públicos para seu financiamento. Um detalhe interessante, é que a desvalorização cambial ocorrida num segundo momento do Plano Real foi muito relevante no aumento do montante de títulos cambiais já emitidos.



*Tabela 8 - Composição da Dívida Total- Origem dos Recursos (em %)*

Descrição de Conta (em % da Dívida Total)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida Interna	71,7	82,1	88,3	87,4	85,1	78,9	80,2	81,5	74,0
Dívida Mobiliária	39,0	51,4	64,2	82,1	82,8	79,3	85,5	89,2	67,2
Dívida Externa	28,3	17,9	11,7	12,6	14,9	21,1	19,8	18,5	26,0

Fonte: Análise do Autor a partir da tabela 7

Pode-se também captar o real efeito das privatizações e outros ajustes realizados sobre as contas governamentais. Mais precisamente, a partir do ano de 1996, começam os ganhos patrimoniais relacionados a vendas de empresas estatais para iniciativa privada e o reconhecimento de passivos, majoritariamente internos, pelo governo. (FILHO; PINHEIRO,2003)

Esses passivos conhecidos como “esqueletos” na literatura econômica estão ligados ao reconhecimento de dívidas e o pagamento dos juros pela inadimplência. Para o BC, podem ser conceituados como “dívidas do setor público, geradas no passado, que já produziram impacto macroeconômico”.

Na tabela abaixo, observa-se a lista de todos os passivos reconhecidos, seus valores corrigidos para Junho de 2003 e representatividade em relação ao PIB à época:

*Tabela 9 – Reconhecimento de Dívidas (em MM de reais de Junho de 2003<sup>1</sup> e % do PIB)*

Tipo de Ocorrência	Total (em milhões de R\$)	Total (em % do PIB <sup>2</sup> )
Proes <sup>3</sup>	28985	1,91
Securitização de Dívidas Diversas <sup>4</sup>	24694	1,63
FCVS	21797	1,44
Capitalização do Banco do Brasil	13172	0,87
Capitalização da Caixa Econômica Federal	9407	0,62
Transferência Petros	7450	0,49
Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar	6112	0,40
Reclassificação de Dívida Bancária	5311	0,35
Emissão de DVR	4981	0,33
Assunção de Dívidas do Antigo Lapas	4873	0,32
Provisionamento de créditos a receber	4679	0,31
Emissão de NTN-P <sup>5</sup>	4083	0,27
Capitalização do Banco do Nordeste do Brasil	2686	0,18
Reclassificação de Ativos e Obrigações Telebras	2352	0,15
Renegociação de Dívida PGFN/CAF	1427	0,09
Inclusão de Debentures	1409	0,09
Capitalização Banco da Amazônia	1136	0,07
Liquidação da Siderbras	682	0,04
Emissão de NTN-C	678	0,04
Clearing entre TN, BNDES e Fundo de Marinha Mercante	675	0,04
Clearing entre BB, CEF e INSS	527	0,03
Exclusão do Funcheque	453	0,03
Estorno de aplicações do Fundo de Marinha Mercante	392	0,03
Renegociação de Dívidas dos estados	137	0,01
Ajuste aos Conselhos de Fiscalização de Profissões Liberais	11	0,00
Total	148109	9,76

Fonte: Banco Central do Brasil (dados primários)

Elaboração dos autores PÊGO FILHO, BOLIVAR, e PINHEIRO M.M.

Notas: 1 Valores atualizados pelo IGP-DI. 2 Usou-se o valor de R\$ 1.515.419,0 milhões, correspondente ao PIB valorizado, acumulado nos últimos doze meses terminados em junho de 2003, atualizado pelo IGP-DI do mês (Fonte: Banco Central do Brasil). 3 Inclui emissão de LFT-B e créditos contra o estado de Alagoas e contra o Banco do Estado de Santa Catarina (Besc). 4 Inclui dívidas securitizadas ao amparo da Lei no 9.496/97 (renegociação das dívidas dos estados com a União) e dívidas da RFFSA. 5 Títulos usados no processo de privatização de empresas controladas por estatais (como Petroquisa e, por exemplo, BR Distribuidora, etc.).

Por outro lado, as privatizações permitiram que os esqueletos não impactassem tanto as contas do governo, graças às vendas realizadas e transferência de dívidas existentes para novos acionistas.

Tabela 10 – Receitas de Vendas e Dívidas Transferidas com Privatizações - 1995-2002 (em MM de US\$)

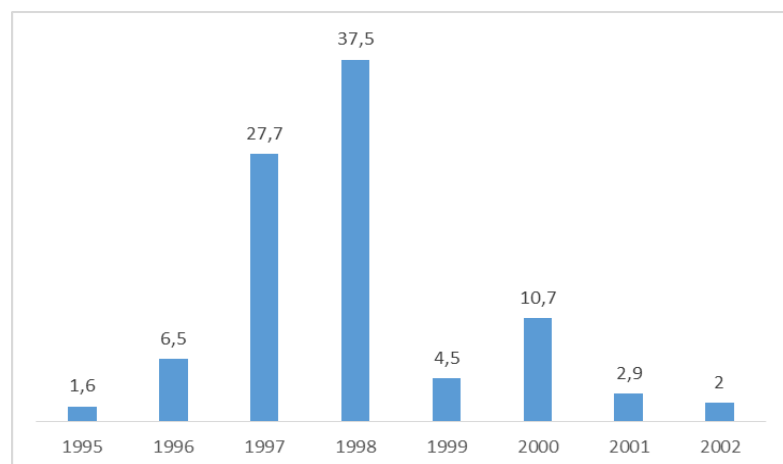
Período	Receita de Vendas	Dívidas Transferidas
1995-2002	78614	14810

Fonte: BNDES

Do total arrecadado com as desestatizações do período, o capital estrangeiro arrecadado atingiu 53% do total. Demais empresas estatais e o setor financeiro nacional obtiveram 33%. Além disso, é interessante pontuar que 80% da receita de venda esteve relacionada com empresas de infraestrutura/serviços, principalmente do setor elétrico e de telecomunicações, e apenas 14% com indústrias, como os dois casos que mais contribuíram, petróleo e mineração.

A seguir, a evolução anual dos dados apresentadas:

Gráfico 10 – Privatizações Realizadas pelo Governo FHC Ano-Ano - 1994-2003 (em bilhões de US\$)



Fonte: BNDES

Portanto, a participação dos passivos reconhecidos na evolução do endividamento foi muito relevante e graças as privatizações realizadas não tiveram um efeito ainda maior de deterioração do indicador de endividamento utilizado (conforme visto na conta de ajustes patrimoniais da tabela 7).

*Tabela 11 - Composição da Dívida Total - Origem da Variação (em %)*

Descrição de Conta (em % da Dívida Total)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida Fiscal	100,0	100,0	94,5	99,7	97,4	83,6	83,3	76,0	64,9
Ajuste Patrimonial	n.d.	n.d.	5,5	0,3	2,6	16,4	16,7	24,0	35,1
Privatização	n.d.	n.d.	-0,3	-6,0	-7,7	-7,9	-10,5	-8,8	-7,1
Outros Ajustes	n.d.	n.d.	5,9	6,3	10,3	24,3	27,3	32,9	42,2

n.d. = dado não disponível

Fonte: Análise do Autor a partir da tabela 7

A análise da aceleração da dívida pública nos governos FHC pode ser sintetizada através da subdivisão das médias de três diferentes períodos com uso da tabela abaixo, que considera indicadores de: superávit/déficit primário (SP), déficit nominal (DN), variação de endividamento cambial (VC), ganhos com privatizações (GPr) e reconhecimento de passivos (ES).

*Tabela 12 – Análise de aceleração do endividamento*

Período/Indicador	SP	DN	VC	GPr	ES
1995-1996	Baixo	Alto	Baixa	Baixa	Baixo
1997-1998	Baixo	Alto	Alta	Alta	Médio
1999-2002	Alto	Alto	Baixa	Alta	Alto

Fonte: Análise do Autor

Nota: Para todos os indicadores o critério adotado foi de: baixo para menor de 1% do PIB, médio para entre 1 e 3% do PIB e alto para maior que 3% do PIB

## CAPÍTULO IV – NECESSIDADE DE AJUSTE SOB A ÓTICA OPERACIONAL

### IV.1 – Metodologia Utilizada

Os capítulos anteriores conceituaram o endividamento público, a importância da compatibilização “acima e abaixo da linha”, além de alguns ferramentais para se observar tal fenômeno, como a questão da atualização inflacionária, e contextualizaram o período dos dois governos FHC.

Bastos e Lara caracterizam a variação da dívida da seguinte forma, do ponto de vista dos estoques:

$$\frac{\Delta D_t}{P_t} = \underbrace{\left[ \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} \right]}_{\Delta D^*} + \left[ \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{D_{t-1}}{P_t} \right]$$

$$\frac{\Delta D_t}{P_t} = \Delta D^* + \underbrace{\left[ \frac{\pi}{(1 + \pi)} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} \right]}_{AM}$$

Onde o primeiro termo representa a variação medida a preços respectivos e o segundo representa a variação trazida pela inflação ( $\pi$ ), ou seja, a atualização monetária.

Já do ponto de vista dos fluxos, os autores demonstram da seguinte forma:

$$\frac{X_t}{P_t} = \frac{G_t}{P_t} - \frac{T_t}{P_t} + \frac{iD_{t-1}}{P_t}$$

$$\frac{X_t}{P_t} = \frac{G_t}{P_t} - \frac{T_t}{P_t} + r \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} + \underbrace{\left[ \frac{\pi}{(1 + \pi)} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} \right]}_{AM}$$

Substituindo a equação dos fluxos na de estoques:

$$\Delta D^* = \frac{G_t}{P_t} - \frac{T_t}{P_t} + r \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Como a atualização monetária aparece nas duas equações ela é suprimida na final, visando evitar dupla contagem, e aí está a importância da consideração do déficit operacional e não nominal no acompanhamento do endividamento. O grande ponto para discussão é a consideração ou não do componente de atualização monetária. (Bastos; Lara, prelo).

Considerando-se o PIB nominal como divisor e não um índice de preços apenas, chegar-se-ia a mesma conclusão sobre a atualização monetária.

$$\Delta D^* = \left[ \frac{G_t}{Y_t P_t} - \frac{T_t}{Y_t P_t} \right] + \left[ \frac{(r - g) D_{t-1}}{(1 + g) P_{t-1} Y_{t-1}} \right]$$

Percebe-se que a variação do endividamento seria captada pelo superávit primário e uma parcela que relaciona os juros implícitos e a taxa de crescimento do PIB, conforme demonstrado também no subcapítulo II.3.

## *IV.2 – A Necessidade do Ajuste Fluxo-Estoque para o Período Analisado*

Como anteriormente colocado, a metodologia “abaixo da linha” é utilizada pelo BC e a “acima da linha” pela STN. Com isso, é importante citar o fato de que na primeira metodologia, o superávit/déficit primário é obtido por resíduo, enquanto na segunda é o próprio objetivo do cálculo.

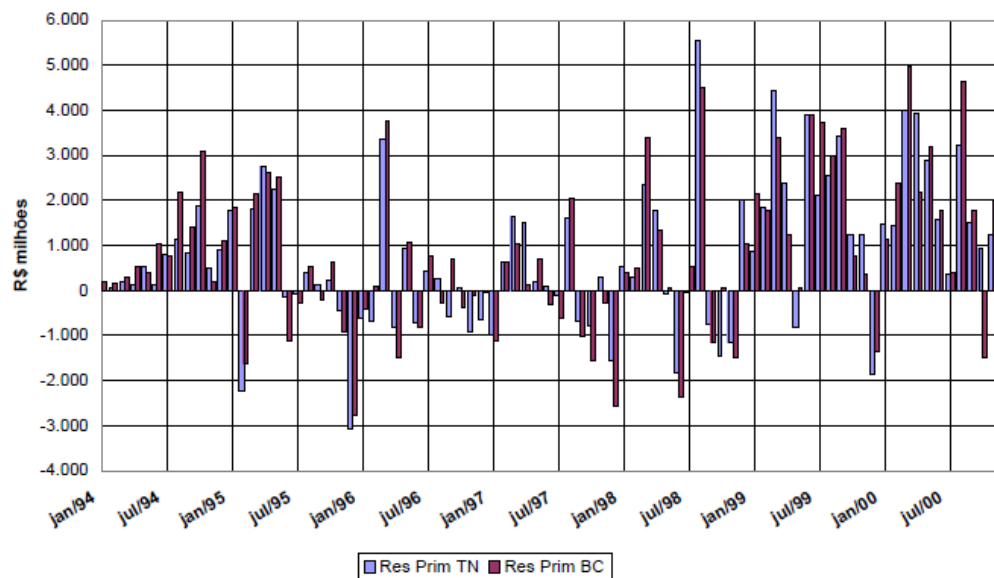
No cálculo do STN, após chegar-se ao conceito primário, a consideração de juros nominais para agregação ao conceito nominal é retirada da metodologia do BC, e não da real execução orçamentária, ou seja, dos dados contábeis de juros que foram pagos na prática. (Tavora, 2001)

Dessa forma, a grande diferença do cálculo do endividamento será proveniente do conceito primário, embora outras questões possam estar envolvidas nas imprecisões encontradas:

“Com base nos dados de 1994 a 2000, constata-se que as discrepâncias não apresentam um padrão comportamental definido (Gráfico 5.2), o que induz a pensar que suas causas são variadas. ” (Tavora, 2001, p. 46)

Pode-se, com auxílio dos gráficos abaixo, observar as diferentes mensurações do conceito primário entre 1994-2000. No primeiro, apenas comparam-se os cálculos das duas metodologias.

Gráfico 11 – Resultado Primário Banco Central e Tesouro Nacional – Governo Central: 1994-2000



Fonte: Tavora, 2001

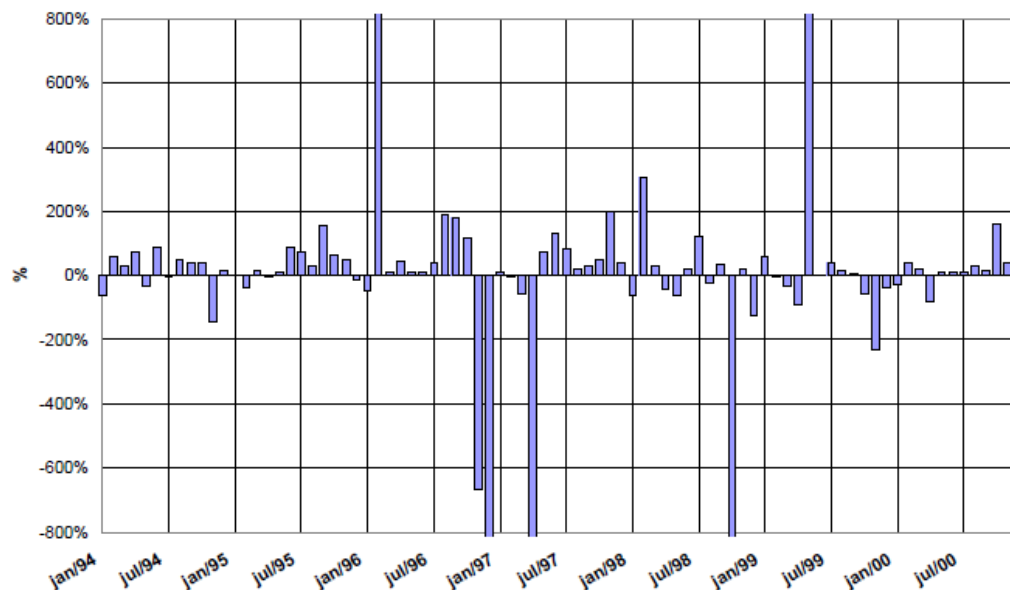
Superávit = (+). Os dados do “acima da linha” foram informados pela SPE (1994 a 1997) e pelo Tesouro Nacional (1998 a 2000); os do “abaixo da linha” foram informados pelo BC. Foram feitas as conferências nos documentos oficiais daquelas instituições, quando possível, prevalecendo os valores mais atuais. Na persistência de dúvidas, procedeu-se ao cotejo dos valores com o responsável pelo cálculo. Para os resultados “acima da linha” de 1998 e 1999 foram considerados os valores já revisados. Para esses dois dados, para obtenção dos valores relativos (em % do PIB), foram utilizados os mesmos valores de PIB utilizados pelo BC. Para o ano de 2000, os valores presentes na tabela são os referentes ao Boletim do BC, de fevereiro de 2001, e ao documento Resultado do Tesouro Nacional, de dezembro de 2000.

Enquanto isso, o segundo utiliza-se das discrepâncias relativas, definindo:

$$\text{Discrepâncias} = \text{Resultado Primário BC} - \text{Resultado Primário TN}$$



Gráfico 12 – Discrepâncias/Resultado Primário BC para o Governo Central: 1994 – 2000



Fonte: Tavora, 2001

Portanto, percebe-se que as discrepâncias existentes entre as metodologias de mensuração de resultado primário existem e são significativas. Desse modo, se realizará um estudo baseado na metodologia apresentada no subcapítulo IV.1, utilizando como resultado primário o calculado pelo BC.

Deseja-se visualizar dois diferentes cenários:

No primeiro, se calculará a taxa real implícita de juros de ajuste caso considerados os dados “abaixo da linha de resultado primário”, de ajustes patrimoniais e de valor e crescimento do PIB. O resultado encontrado será comparado com os dados de juros do BC. O resultado deste cenário será apresentado no capítulo anexo.

No segundo, a partir da dívida líquida do setor público do final de 1994 e dos dados também acima citados, se agregará as variações anuais de endividamento calculados com a metodologia estudada para a realizar a comparação com a série original.

Cada cenário possuirá quatro cálculos distintos e serão demonstrados na seguinte ordem: dívida total, dívida total considerando ajustes patrimoniais, dívida interna e dívida interna considerando ajustes patrimoniais internos.

É importante deixar claro as seguintes premissas/considerações:

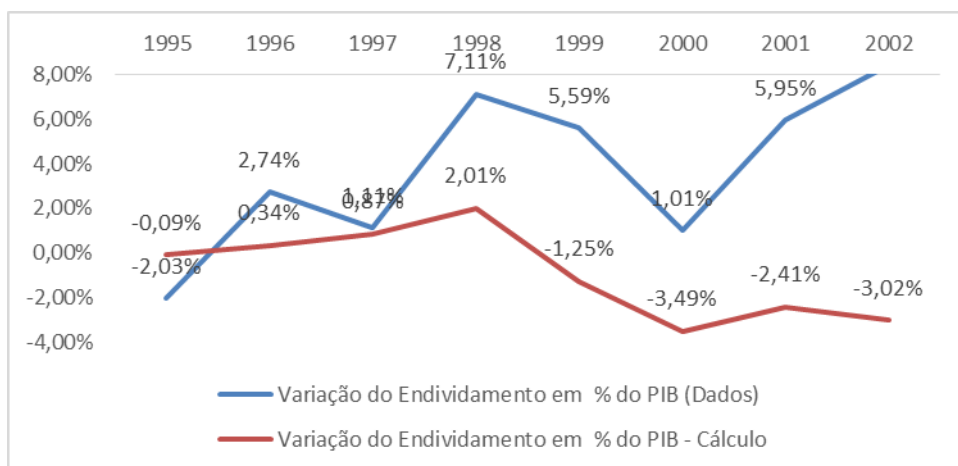
- Os dados de NFSP primário do setor público consideraram desvalorização cambial, cálculo “abaixo da linha” e foram obtidos do IPEADATA baseado no BC
- Os dados de dívida líquida do setor público foram obtidos do IPEADATA
- Os dados de crescimento real do PIB foram retirados do IBGE
- Os dados de juros reais do setor público foram retirados do BC, consideram desvalorização cambial e são segregados em totais (interno e externo) e interno
- Em todos os cálculos o ano de 1995 toma como dívida líquida do ano anterior o dado do IPEADATA, a partir do ano de 1996 são considerados os dados de dívida calculados no próprio modelo
- Para o cenário de ajuste pelos juros implícitos, foram consideradas duas casas decimais (em percentual)
- A coluna “variação do endividamento em % do PIB (Dados)” corresponde a subtração das colunas “Dívida em % do PIB do ano corrente” e “Dívida em % do PIB do ano anterior”
- A coluna “Variação do Endividamento em % do PIB - Cálculo”, segue a metodologia utilizada ao somar as colunas “NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB” e “ $((r-g)*Dívida\ em\ \% \ do\ PIB\ do\ ano\ anterior)/(1+g)$ ”, além dos ajustes patrimoniais quando o caso
- Os ajustes patrimoniais de cada ano foram retirados da variação anual da linha na tabela 7

Tabela 13 – Variação do Endividamento Conforme Metodologia – Dívida Total

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r - g) * \text{Dívida em \% do PIB do ano anterior}) / (1 + g)$	Variação do Endividamento em % do PIB - Cálculo	Acumulado a partir de 1994
1995	27,98%	-2,03%	-0,26%	4,80%	4,20%	0,01	1,04	30,01%	0,00	-0,09%	29,92%
1996	30,72%	2,74%	0,10%	3,03%	2,20%	0,01	1,02	27,98%	0,00	0,34%	30,27%
1997	31,83%	1,11%	0,96%	3,10%	3,40%	0,00	1,03	30,72%	0,00	0,87%	31,14%
1998	38,94%	7,11%	-0,02%	6,93%	0,40%	0,07	1,00	31,83%	0,02	2,01%	33,14%
1999	44,53%	5,59%	-3,23%	6,50%	0,50%	0,06	1,01	38,94%	0,02	-1,25%	31,89%
2000	45,54%	1,01%	-3,47%	4,33%	4,40%	0,00	1,04	44,53%	0,00	-3,49%	28,40%
2001	51,49%	5,95%	-3,38%	4,76%	1,30%	0,03	1,01	45,54%	0,01	-2,41%	25,99%
2002	59,93%	8,44%	-3,21%	3,86%	3,10%	0,01	1,03	51,49%	0,00	-3,02%	22,97%

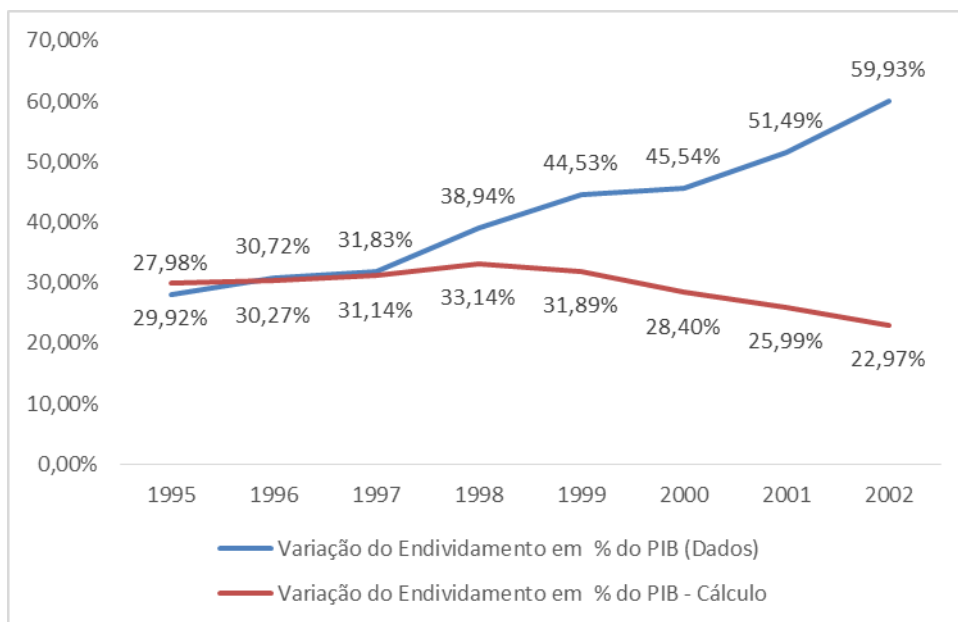
Fonte: Análise do Autor

Gráfico 13 – Comparação da variação do endividamento – Total



Fonte: Análise do Autor

Gráfico 14 – Comparação da do endividamento Acumulado - Total



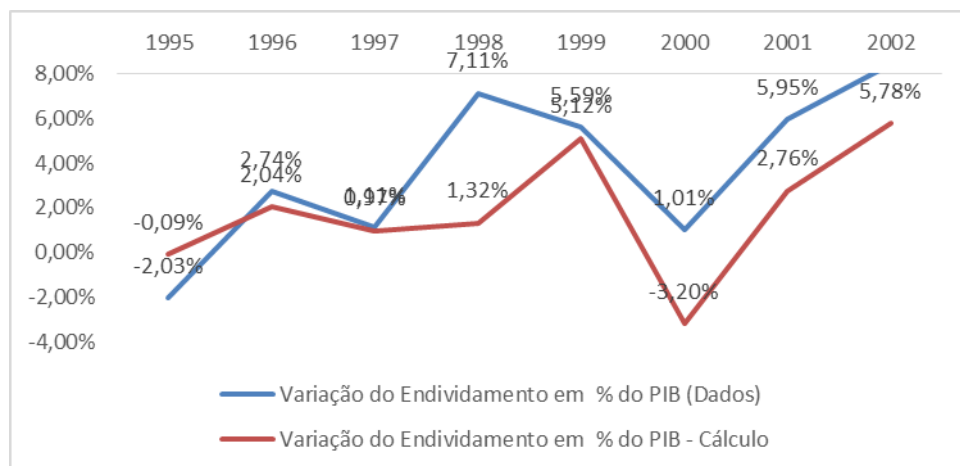
Fonte: Análise do Autor

Tabela 14 – Variação do Endividamento Conforme Metodologia – Dívida Total com Ajustes Patrimoniais

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \times \text{Dívida do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB - Cálculo	Acumulando a partir de 1994
1995	27,98%	-2,03%	-0,26%	4,80%	4,20%	0,01	1,04	30,01%	0,00	-0,09%	29,92%
1996	30,72%	2,74%	0,10%	3,03%	2,20%	0,01	1,02	27,98%	0,00	2,04%	31,97%
1997	31,83%	1,11%	0,96%	3,10%	3,40%	0,00	1,03	30,72%	0,00	0,97%	32,93%
1998	38,94%	7,11%	-0,02%	6,93%	0,40%	0,07	1,00	31,83%	0,02	1,32%	34,26%
1999	44,53%	5,59%	-3,23%	6,50%	0,50%	0,06	1,01	38,94%	0,02	5,12%	39,37%
2000	45,54%	1,01%	-3,47%	4,33%	4,40%	0,00	1,04	44,53%	0,00	-3,20%	36,17%
2001	51,49%	5,95%	-3,38%	4,76%	1,30%	0,03	1,01	45,54%	0,01	2,76%	38,93%
2002	59,93%	8,44%	-3,21%	3,86%	3,10%	0,01	1,03	51,49%	0,00	5,78%	44,71%

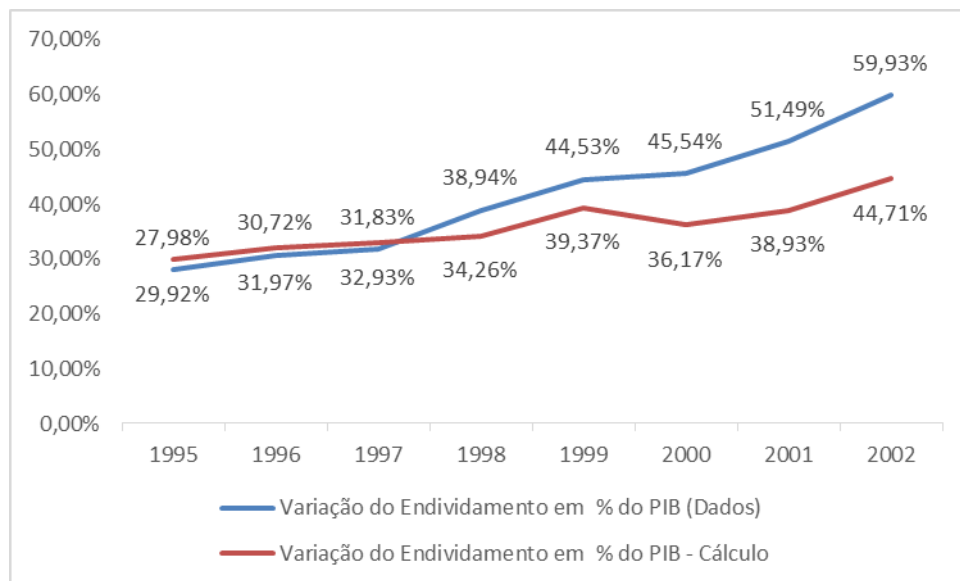
Fonte: Análise do Autor

Gráfico 15 – Comparação da variação do endividamento – Total com Ajustes Patrimoniais



Fonte: Análise do Autor

Gráfico 15 – Comparação do endividamento acumulado– Total com Ajustes Patrimoniais



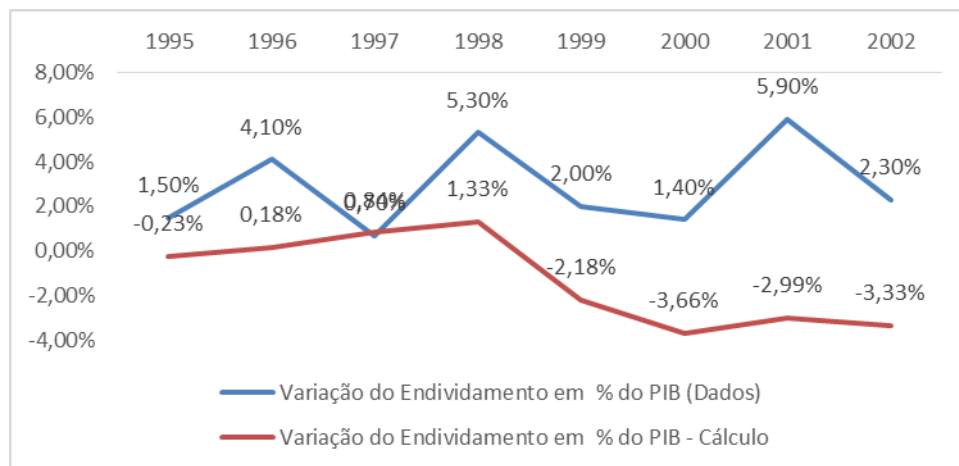
Fonte: Análise do Autor

Tabela 15 – Variação do Endividamento Conforme Metodologia – Dívida Interna

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real interno (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \times \text{Dívida do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB - Cálculo	Acumulado a partir de 1994
1995	23,00%	1,50%	-0,26%	4,33%	4,20%	0,00	1,04	21,50%	0,00	-0,23%	21,27%
1996	27,10%	4,10%	0,10%	2,60%	2,20%	0,00	1,02	23,00%	0,00	0,18%	21,45%
1997	27,80%	0,70%	0,96%	2,82%	3,40%	-0,01	1,03	27,10%	0,00	0,84%	22,29%
1998	33,10%	5,30%	-0,02%	6,49%	0,40%	0,06	1,00	27,80%	0,01	1,33%	23,62%
1999	35,10%	2,00%	-3,23%	4,96%	0,50%	0,04	1,01	33,10%	0,01	-2,18%	21,44%
2000	36,50%	1,40%	-3,47%	3,46%	4,40%	-0,01	1,04	35,10%	0,00	-3,66%	17,78%
2001	42,40%	5,90%	-3,38%	3,53%	1,30%	0,02	1,01	36,50%	0,00	-2,99%	14,79%
2002	44,70%	2,30%	-3,21%	2,29%	3,10%	-0,01	1,03	42,40%	0,00	-3,33%	11,46%

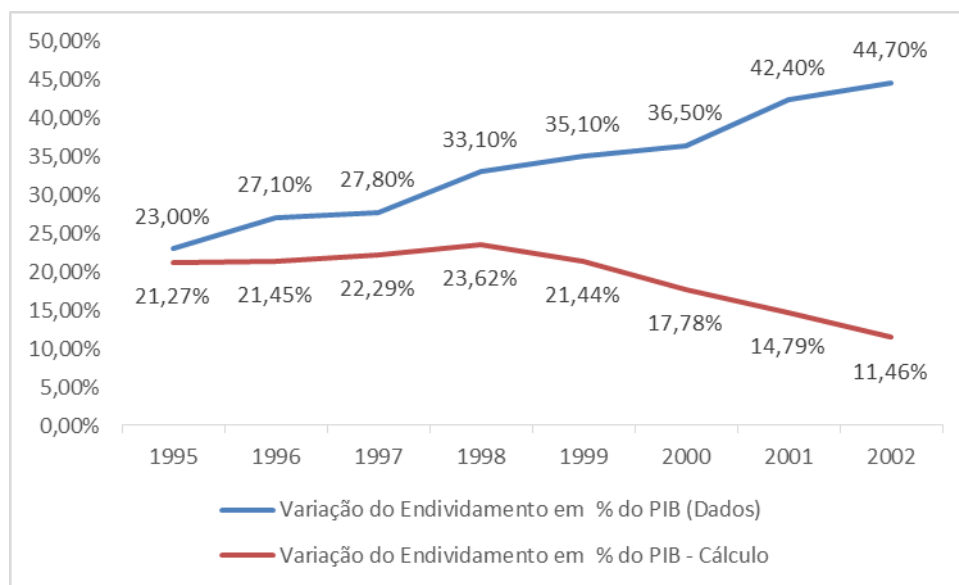
Fonte: Análise do Autor

Gráfico 17 – Comparação da variação do endividamento - Interno



Fonte: Análise do Autor

Gráfico 18 – Comparação do endividamento Acumulado - Interno



Fonte: Análise do Autor

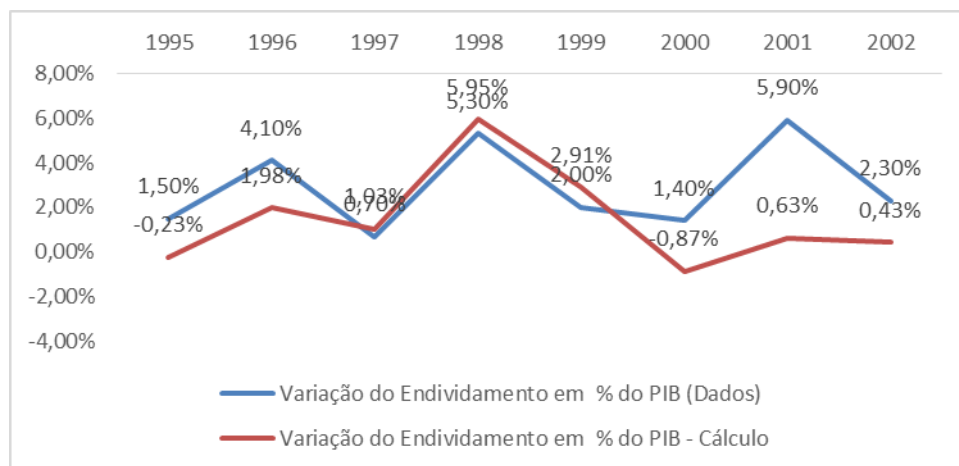


Tabela 16 – Variação do Endividamento Conforme Metodologia – Dívida Interna com Ajustes Patrimoniais

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real interno (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \times \text{Dívida em \% do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB - Cálculo	Acumulando a partir de 1994
1995	23,00%	1,50%	-0,26%	4,33%	4,20%	0,00	1,04	21,50%	0,00	-0,23%	21,27%
1996	27,10%	4,10%	0,10%	2,60%	2,20%	0,00	1,02	23,00%	0,00	1,98%	23,25%
1997	27,80%	0,70%	0,96%	2,82%	3,40%	-0,01	1,03	27,10%	0,00	1,03%	24,28%
1998	33,10%	5,30%	-0,02%	6,49%	0,40%	0,06	1,00	27,80%	0,01	5,95%	30,23%
1999	35,10%	2,00%	-3,23%	4,96%	0,50%	0,04	1,01	33,10%	0,01	2,91%	33,14%
2000	36,50%	1,40%	-3,47%	3,46%	4,40%	-0,01	1,04	35,10%	0,00	-0,87%	32,28%
2001	42,40%	5,90%	-3,38%	3,53%	1,30%	0,02	1,01	36,50%	0,01	0,63%	32,91%
2002	44,70%	2,30%	-3,21%	2,29%	3,10%	-0,01	1,03	42,40%	0,00	0,43%	33,34%

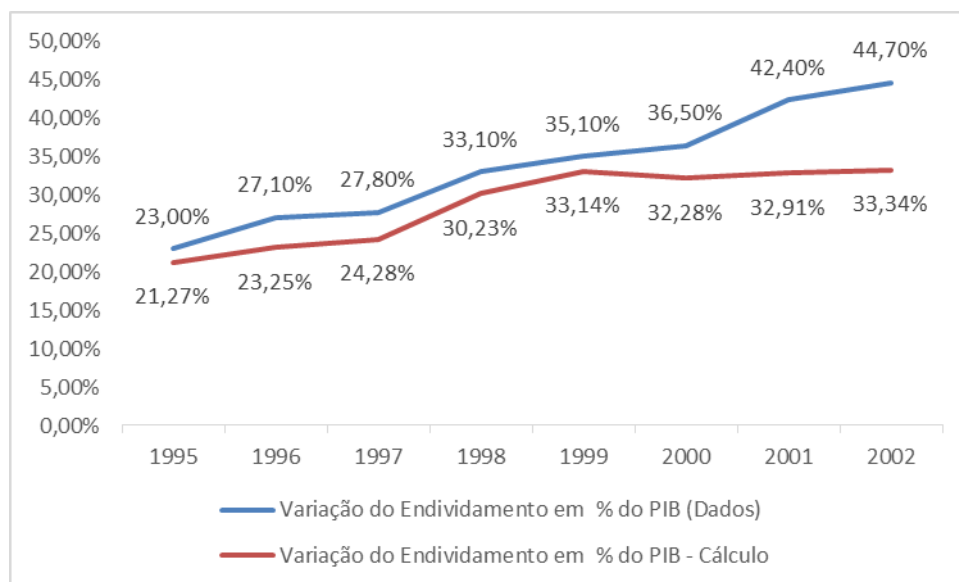
Fonte: Análise do Autor

Gráfico 19 – Comparação da variação do endividamento – Interno com Ajustes Patrimoniais



Fonte: Análise do Autor

Gráfico 20 – Comparação do endividamento – Interno com Ajustes Patrimoniais



Fonte: Análise do Autor

A partir das tabelas e gráficos acima apresentados, podemos chegar às seguintes constatações:

1. A disparidade entre os dados originais e os calculados são consideravelmente menores quando incluídos os ajustes patrimoniais do período, tanto para o caso da série de endividamento total quanto interno
2. Ainda assim, a disparidade em números absolutos da série de dados e calculada para a dívida total com ajustes patrimoniais é de cerca de 2,39%, enquanto a série interna com ajustes patrimoniais é de 1,89%
3. As séries que apresentam os dados totais se descolam, relativamente, mais das séries originais se comparadas com as que captam apenas os indicadores internos.
4. As disparidades se tornam, via de regra maiores, após o ano (s) de 1998 e 1999, quando os ajustes patrimoniais se tornam mais relevantes e ocorre a mudança nas metodologias “abaixo e acima da linha”.
5. Além disso, no ano de 1998 modificações metodológicas no cálculo das NFSP pelo BC ocorreram, e segundo Tavora (2001) diminuíram as diferenças antes encontradas ligadas às diferentes metodologias.

## CONCLUSÕES

Esta monografia tratou da questão do endividamento público brasileiro e os principais conceitos relacionados, especificamente para o período de 1995-2003, que compreende os dois mandatos do presidente FHC.

A tendência geral foi de aumento substancial do estoque da dívida, principalmente, relacionado ao reconhecimento de passivos governamentais, déficits primários no primeiro mandato e pagamento de juros.

Outro ponto abordado neste trabalho foi o da consistência fluxos estoque que deve existir na mensuração do déficit público. Foi mostrado teoricamente que o déficit operacional é o conceito mais preciso a ser utilizado para a mensuração dos resultados fiscais. De fato, esta medida foi introduzida no Brasil dada as enormes distorções que existiam no período, trazidos pela alta inflação.

Entretanto, em anos recentes é importante anotar que nem o BC nem o TN apresentam mais o resultado operacional, o que sem dúvida é pouco compatível com a adoção de uma metodologia de cálculo teoricamente correta, ainda mais dada a importância da evolução da dívida pública como variável chave de política econômica.

Frente a esta realidade recente, no capítulo final, buscamos realizar um exercício muito simplificado de consistência fluxo estoque. Neste exercício utilizamos os dados do primário abaixo da linha, o que em princípio já compromete o exercício porque é calculado por resíduo a partir da variação do estoque da dívida. A rigor para mostrarmos consistência fluxo estoque

deveríamos mensurar o primário acima da linha e os juros e depois cotejá-los com a variação do estoque da dívida. Os problemas de mensuração do deficit primário desta forma, aliás, foram já estudados por Tavora (2001).

Feita esta primeira observação, que já limita o exercício proposto, partimos para cálculos em duas formas, a primeira utilizando os dados do período para cálculo do endividamento líquido a partir da metodologia proposta. Na segunda, utilizando os dados do período para cálculo dos juros implícitos que ajustassem o estoque da dívida ao endividamento calculado pelas autoridades.

Os resultados apontam que há substanciais divergências entre déficit operacional e variação de dívida. Esta diferença é mais pronunciada quando é utilizado o endividamento total do setor público e não consideramos os ajustes patrimoniais realizados. Reduzem-se quando observamos apenas o endividamento interno e ajustamos com a soma dos ajustes patrimoniais.

Este resultado nos sugere os caminhos a serem tomados para buscar uma consistência fluxo estoque mais sólida. A mudança pós 1999 indica a importância da questão da variação cambial sobre o valor da dívida. Outro ponto fundamental, que fica claro no exercício dos juros implícitos é que ao tratarmos de estoque de dívidas líquidas com disparidades de indexadores e juros, tanto nos passivos quanto ativos, esta variável é crucial para a obtenção de resultados consistentes.

Os pontos acima citados demonstram que além da necessidade de ajuste ciclo-estoque de forma mais meticulosa para equalização de dados “acima da linha” e “abaixo da linha” e dos ajustes patrimoniais do período, é provável que a metodologia sugerida por Bastos e Lara necessite de ainda de alguns ajustes para a medição mais precisa do endividamento sob a ótica operacional.

A presente monografia apesar de não ter sido capaz de chegar a um resultado de perfeita consistência fluxo estoque, ao menos indica caminhos que devem ser buscados para tal. Certamente as possibilidades de este esforço ser bem sucedido dependeriam da atuação mais direta das autoridades de política econômica, que dispõem de dados mais desagregados.

Infelizmente, como dito acima, estas optaram por divulgar apenas a variável inconsistente NFSP e não se sabe se internamente mantêm cálculo do resultado operacional. A apresentação destes números seria de grande interesse para o debate sobre os efetivos impactos do déficit público tanto em termos macroeconômicos de fluxo (impactos sobre a demanda agregada) como sobre os estoques (acumulação de dívida pública)

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. BASTOS, C. & SERRANO, F. 1989. O conceito apropriado de déficit público sob inflação. Anais do XVII Encontro Nacional de Economia. Anpec, vol. 1.
2. GAMBIAZI, F. Economia Brasileira Contemporânea. São Paulo: Campus, 2011
3. GIAMBIAGI, F. Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso - 1995/2002. BNDES: Texto para Discussão, nº 93. 2007.
4. FEIJÓ, C. A. et al. Contabilidade social: o novo sistema de contas nacionais do Brasil. 4ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
5. MUSGRAVE, R. A. The Theory of Public Finance – a study in public economy. McGraw-Hill, 1959
6. MINSKY, P. H. The Financial Fragility Hypothesis: an Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory, In: H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, Inc, 1982. pp. 59-70.
7. HERMANN, J. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000, In: Encontro Nacional de Economia, XXXIV, 2006.
8. KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
9. WRAY, L.R. *Trabalho e moeda hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003. 246p. Resenha de: BASTOS, C. Revista Econômica, v.6, n.1, p187-193, Junho de 2004
10. HERMANN, J. A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). Rio de Janeiro: Cadernos Adenauer. 2002.

11. EISNER, R. Budget Deficits: Rethoric and Reality, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3. 1989. pp. 73-93
12. MINSKY, P. H. *John Maynard Keynes*. Columbia University Press. New York, 1975.
13. BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da Dívida Pública Federal do Brasil. In: Silva, A.C.; Carvalho, L.O.; Medeiros, O.L. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Mundial, 2009. p. 383-413.
14. GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B.P. Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Texto para Discussão No. 1514, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2010.
15. JALORETTO, C. Seis Décadas de Déficit Público no Brasil. Prêmio Tesouro Nacional: Finanças Públicas, XIV. 2009.
16. TAVORA, F. L. Análise de discrepância do Resultado Primário do Governo Central, no período de 1994 a 2000. Prêmio Tesouro Nacional: Finanças Públicas. 2001.
17. SIMOMSEN, M. H. (1989) “A conta-corrente do governo 1970/1988”. Rio de Janeiro: EPGE/FGV, *Ensaio Econômico*, nº 136
18. BACHA, E. (1988) “Moeda, inércia e conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil”. *Pesq. e Planej. Econômico* 18(1):1-16, abr. 1988.
19. GOLDFAJN, I. Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília, nº 25. 2002.
20. SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. Atlas, 1995.
21. MODENESI, A. de M. *Regimes monetários: teoria e a experiência do real*. São Paulo. 2005.
22. BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. T.; WERLANG; S. R. *A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil*. 2000.



23. STN (2002). 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 jan. 2016.
24. FILHO, P. B.; PINHEIRO, M. M. Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil. Prêmio Tesouro Nacional De Monografia, VIII. Tema: dívida pública. 2003.
25. BASTOS, C. P.; LARA, M. F. O déficit público segundo o conceito operacional: por uma mensuração adequada para a evolução do estoque real de dívida pública. No prelo.

## **ANEXO – NECESSIDADE DE AJUSTE FLUXO-ESTOQUE (JUROS IMPLÍCITOS)**

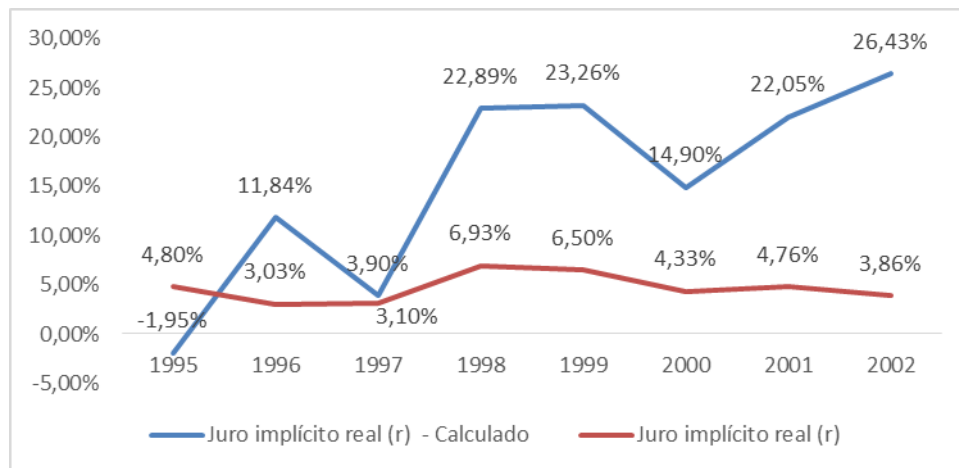
Conforme explicitado no capítulo IV.2, este anexo traz o cálculo dos juros implícitos que ajustariam a metodologia citada em IV.1 para equalização do endividamento líquido calculado pelo IPEADATA.

Tabela 17 – Variação do Juros Implícitos Conforme Metodologia – Dívida Total

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \cdot \text{Dívida em \% do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB
1995	27,98%	-2,03%	-0,26%	-1,95%	4,20%	-0,06	1,04	30,01%	-0,02	-2,03%
1996	30,72%	2,74%	0,10%	11,84%	2,20%	0,10	1,02	27,98%	0,03	2,74%
1997	31,83%	1,11%	0,96%	3,90%	3,40%	0,01	1,03	30,72%	0,00	1,11%
1998	38,94%	7,11%	-0,02%	22,89%	0,40%	0,22	1,00	31,83%	0,07	7,11%
1999	44,53%	5,59%	-3,23%	23,26%	0,50%	0,23	1,01	38,94%	0,09	5,59%
2000	45,54%	1,01%	-3,47%	14,90%	4,40%	0,11	1,04	44,53%	0,04	1,01%
2001	51,49%	5,95%	-3,38%	22,05%	1,30%	0,21	1,01	45,54%	0,09	5,95%
2002	59,93%	8,44%	-3,21%	26,43%	3,10%	0,23	1,03	51,49%	0,12	8,44%

Fonte: Análise do Autor

Gráfico 21 – Comparação dos juros implícitos de Ajuste – Total



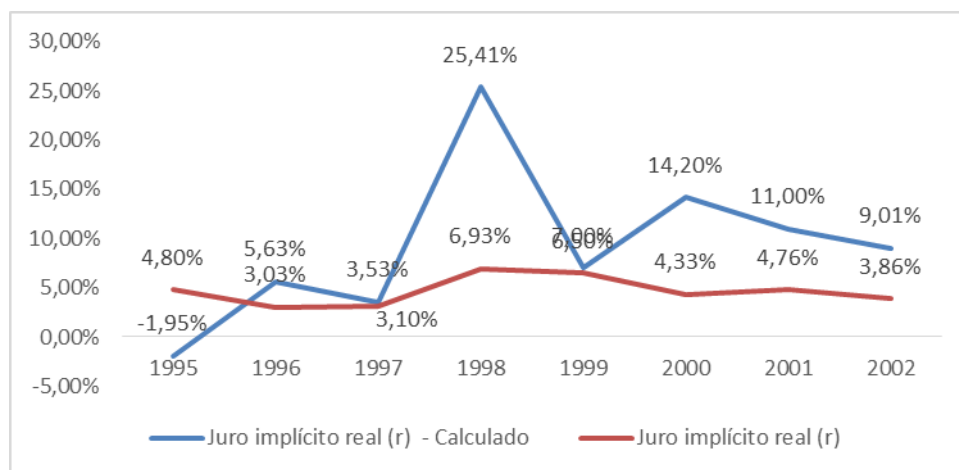
Fonte: Análise do Autor

Tabela 18 – Variação do Juros Implícitos Conforme Metodologia – Dívida Total com Ajustes Patrimoniais

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \times \text{Dívida do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB
1995	27,98%	-2,03%	-0,26%	-1,95%	4,20%	-0,06	1,04	30,01%	-0,02	-2,03%
1996	30,72%	2,74%	0,10%	5,63%	2,20%	0,03	1,02	27,98%	0,01	2,74%
1997	31,83%	1,11%	0,96%	3,53%	3,40%	0,00	1,03	30,72%	0,00	1,10%
1998	38,94%	7,11%	-0,02%	25,41%	0,40%	0,25	1,00	31,83%	0,08	7,11%
1999	44,53%	5,59%	-3,23%	7,00%	0,50%	0,07	1,01	38,94%	0,03	5,59%
2000	45,54%	1,01%	-3,47%	14,20%	4,40%	0,10	1,04	44,53%	0,04	1,01%
2001	51,49%	5,95%	-3,38%	11,00%	1,30%	0,10	1,01	45,54%	0,04	5,88%
2002	59,93%	8,44%	-3,21%	9,01%	3,10%	0,06	1,03	51,49%	0,03	8,44%

Fonte: Análise do Autor

Gráfico 22 – Comparação dos juros implícitos de Ajuste – Total com Ajustes Patrimoniais



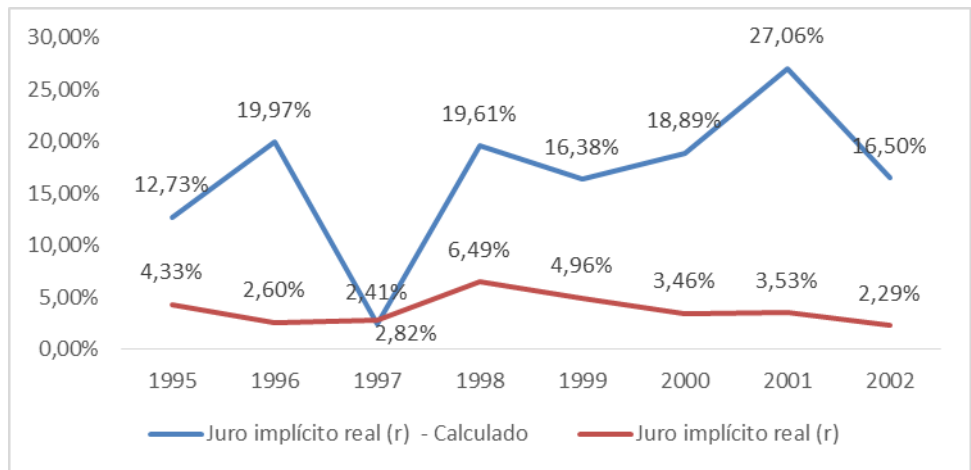
Fonte: Análise do Autor

Tabela 19 – Variação do Juros Implícitos Conforme Metodologia – Dívida Interna

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \cdot \text{Dívida do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB
1995	23,00%	1,50%	-0,26%	12,73%	4,20%	0,09	1,04	21,50%	0,02	1,50%
1996	27,10%	4,10%	0,10%	19,97%	2,20%	0,18	1,02	23,00%	0,04	4,10%
1997	27,80%	0,70%	0,96%	2,41%	3,40%	-0,01	1,03	27,10%	0,00	0,70%
1998	33,10%	5,30%	-0,02%	19,61%	0,40%	0,19	1,00	27,80%	0,05	5,30%
1999	35,10%	2,00%	-3,23%	16,38%	0,50%	0,16	1,01	33,10%	0,05	2,00%
2000	36,50%	1,40%	-3,47%	18,89%	4,40%	0,14	1,04	35,10%	0,05	1,40%
2001	42,40%	5,90%	-3,38%	27,06%	1,30%	0,26	1,01	36,50%	0,09	5,90%
2002	44,70%	2,30%	-3,21%	16,50%	3,10%	0,13	1,03	42,40%	0,06	2,30%

Fonte: Análise do Autor

Gráfico 23 – Comparação dos juros implícitos de Ajuste – Interno



Fonte: Análise do Autor

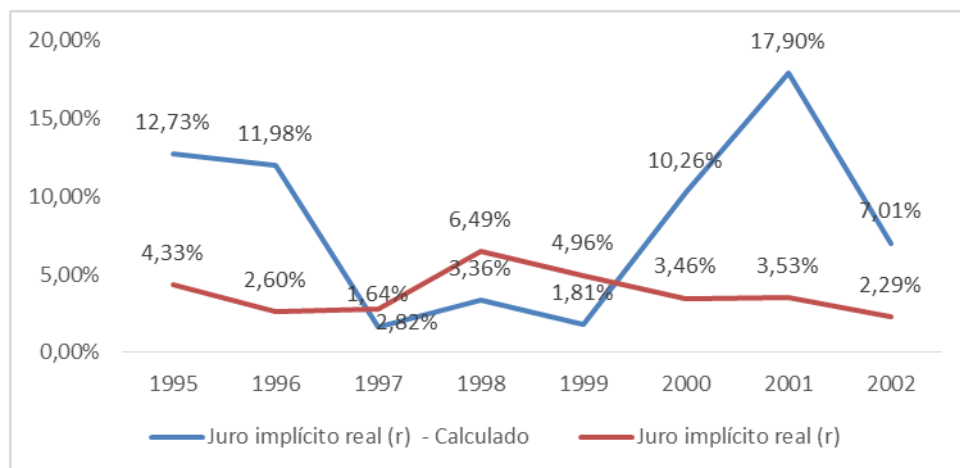


Tabela 20 – Variação do Juros Implícitos Conforme Metodologia – Dívida Interna com Ajustes Patrimoniais

Ano	Dívida em % do PIB corrente	Variação do Endividamento em % do PIB (Dados)	NFSP primário (abaixo da linha) em % do PIB	Juro implícito real (r)	Crescimento real do PIB (g)	r - g	1 + g	Dívida em % do PIB do ano anterior	$((r-g) \times \text{Dívida em \% do PIB do ano anterior}) / (1+g)$	Variação do Endividamento em % do PIB
1995	23,00%	1,50%	-0,26%	12,73%	4,20%	0,09	1,04	21,50%	0,02	1,50%
1996	27,10%	4,10%	0,10%	11,98%	2,20%	0,10	1,02	23,00%	0,02	4,10%
1997	27,80%	0,70%	0,96%	1,64%	3,40%	-0,02	1,03	27,10%	0,00	0,70%
1998	33,10%	5,30%	-0,02%	3,36%	0,40%	0,03	1,00	27,80%	0,01	5,30%
1999	35,10%	2,00%	-3,23%	1,81%	0,50%	0,01	1,01	33,10%	0,00	2,00%
2000	36,50%	1,40%	-3,47%	10,26%	4,40%	0,06	1,04	35,10%	0,02	1,40%
2001	42,40%	5,90%	-3,38%	17,90%	1,30%	0,17	1,01	36,50%	0,06	5,90%
2002	44,70%	2,30%	-3,21%	7,01%	3,10%	0,04	1,03	42,40%	0,02	2,30%

Fonte: Análise do Autor

Gráfico 24 – Comparação dos juros implícitos de Ajuste – Interno com Ajustes Patrimoniais



Fonte: Análise do Autor