

Textos para Discussão

69

**A RENEGOCIAÇÃO
DAS DÍVIDAS E
O REGIME FISCAL
DOS ESTADOS**

Francisco Rigolon
Fabio Giambiagi*

*Respectivamente, economista e
gerente do Departamento Econômico do BNDES.

Rio de Janeiro, julho - 1999

Sumário

Resumo	5
1. Introdução	7
2. A Evolução Recente das Finanças de Estados e Municípios: Fatos Estilizados	8
3. Aspectos da Economia Política das Finanças Subnacionais	11
3.1. Transferências entre Gerações	11
3.2. O Papel Estratégico da Dívida	12
3.3. Federalismo Fiscal	13
3.4. Por que o Ajuste Fiscal é Adiado?	16
4. A Renegociação das Dívidas Estaduais	17
4.1. Antecedentes: o Controle Progressivo das Fontes de Financiamento dos Déficits Estaduais	17
4.2. A Renegociação das Dívidas Estaduais em 1997-1998: uma Descrição	20
4.3. O Custo para a União	21
4.4. Impactos Fiscais da Renegociação	22
4.4.1. O Modelo	22
4.4.2. Análise dos Resultados	24
4.5. Os Episódios do Início de 1999 e a Renegociação das Dívidas	26
5. Conclusões	28
Apêndice.	30
Alguns Aspectos da Renegociação das Dívidas Estaduais	30
Referências Bibliográficas	31

Resumo

Este artigo trata da renegociação das dívidas estaduais no Brasil em 1997-1998. Após mostrar a evolução do quadro fiscal de estados e municípios nos últimos anos e analisar alguns aspectos teóricos da economia política das finanças subnacionais, a referida negociação é apresentada como o corolário de uma seqüência de aperfeiçoamentos institucionais destinados a reduzir o espaço de financiamento dos estados. Tais aperfeiçoamentos incluíram: (1) a redução da possibilidade de os bancos estaduais financiarem os seus acionistas controladores; (2) as restrições à expansão da dívida bancária e à emissão de nova dívida mobiliária por parte dos estados; (3) a renegociação da dívida com os bancos oficiais federais; e (4) a privatização de empresas estatais estaduais. Conseqüentemente, se os termos da renegociação de 1997-1998 forem respeitados, os resultados fiscais dos estados tendem a melhorar nos próximos anos, em relação à situação de 1995-1998.

1. Introdução

Déficits fiscais elevados e dívidas públicas crescentes tendem a comprometer a estabilidade macroeconômica e as perspectivas de crescimento econômico. Em primeiro lugar, porque os governos são forçados a coletar imposto inflacionário para fechar a lacuna entre os gastos e as receitas correntes. Em segundo, porque dívidas públicas crescentes aumentam a taxa real de juros, retardam a acumulação de capital e limitam as perspectivas de crescimento econômico sustentado.

Entretanto, os governos com frequência escolhem políticas fiscais reconhecidamente insustentáveis no longo prazo. Em diversos países da América Latina, as políticas fiscais populistas conduziram a crises do balanço de pagamentos, à inflação e à recessão [Dornbusch e Edwards (1990)]. Em vários países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) também houve rápido crescimento das dívidas públicas ao longo das décadas de 70 e 80 [Alesina e Perotti (1996)].

No Brasil, os esforços de ajuste fiscal foram recorrentemente perturbados no passado recente pelos desequilíbrios financeiros dos governos subnacionais. Após o lançamento do Plano Real, em julho de 1994, essa situação se agravou, devido à combinação de aumentos autônomos de gastos, redução significativa da inflação e elevação da taxa de juros real, fatores esses que aumentaram as despesas reais desses governos. Os déficits elevados e o crescimento explosivo das dívidas estaduais introduziram sérios riscos para a manutenção da estabilidade macroeconômica e das perspectivas de retomada do crescimento econômico.

Desde o final de 1995, o governo federal adotou um conjunto de medidas destinadas a melhorar os resultados fiscais dos governos subnacionais. Elas incluem a ampla renegociação das dívidas, a reestruturação do sistema de bancos estaduais e a fixação de metas para o desempenho fiscal dos estados.

O objetivo deste artigo é estudar a renegociação recente das dívidas estaduais como um instrumento para incentivar a mudança do regime fiscal dos estados. A Seção 2 apresenta o desempenho fiscal de estados e municípios no passado recente, com ênfase na sua importância como fator explicativo do desequilíbrio das finanças públicas no Brasil. A Seção 3 busca na teoria econômica e na experiência internacional explicações para o comportamento dos governos subnacionais no Brasil. A Seção 4 discute a renegociação das dívidas estaduais, caracterizada como o corolário de uma seqüência de aperfeiçoamentos institucionais destinados a reduzir o espaço de financiamento dos déficits estaduais. Após a descrição dos principais antecedentes e elementos da renegociação, apresenta-se uma avaliação do custo implícito para a União e discutem-se, com a ajuda de um modelo

simples de consistência macroeconômica, os impactos fiscais esperados. Os episódios do início de 1999 envolvendo a renegociação das dívidas estaduais também são brevemente analisados. A Seção 5 reúne as principais conclusões.

2. A Evolução Recente das Finanças de Estados e Municípios: Fatos Estilizados

Os Gráficos 1 a 4 e a Tabela 1 resumem o comportamento das finanças dos diferentes níveis de governo entre 1990 e 1998. Os Gráficos 1 a 3 mostram os resultados operacional e primário e as despesas com juros reais, enquanto a Tabela 1 apresenta os fluxos médios dessas variáveis nos períodos 1990-1994 e 1995-1998 e as variações entre os períodos. O Gráfico 4 descreve a evolução da dívida líquida do setor público desde 1989.

Entre os períodos 1990-1994 e 1995-1998 houve uma deterioração significativa dos resultados fiscais agregados (Tabe-

Gráfico 1
Resultado Operacional

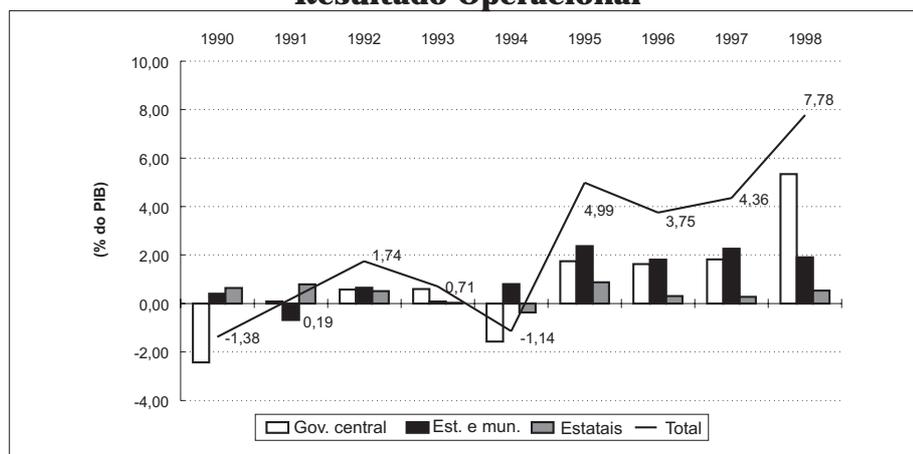


Gráfico 2
Resultado Primário

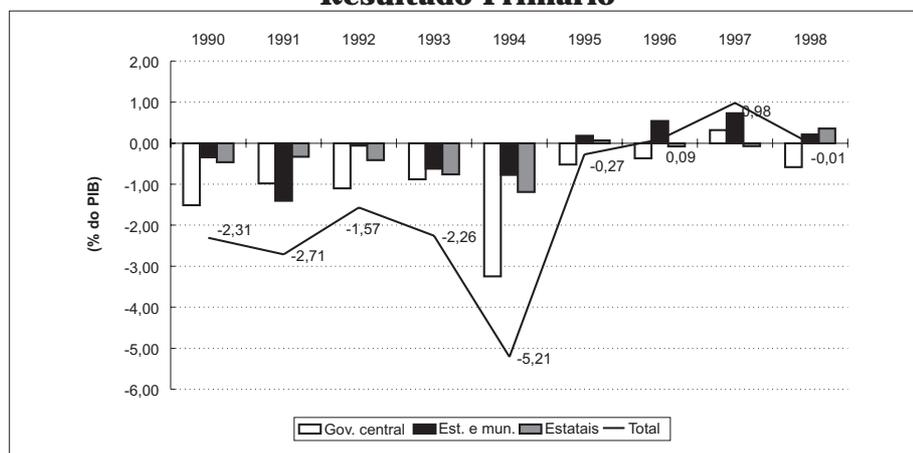


Gráfico 3
Despesas com Juros Reais

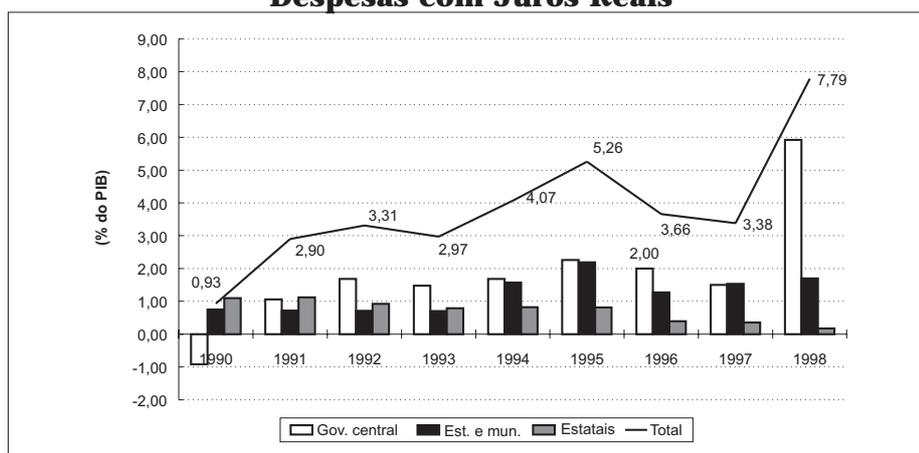


Gráfico 4
Dívida Líquida do Setor Público*

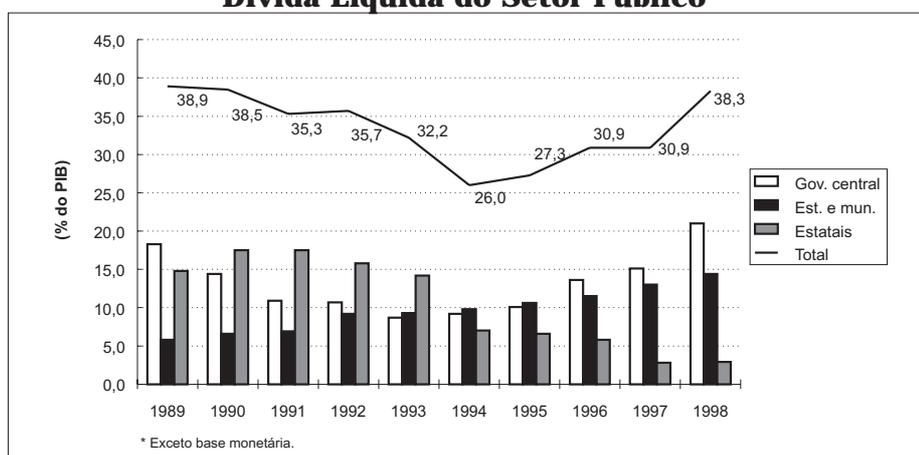


Tabela 1
Resultados Fiscais de 1990-1998

Itens	Médias Anuais (% do PIB)		1990-1994/1995-1998		
	1990-1994 (A)	1990-1998 (B)	(B)-(A)	Decomp. I	Decomp. II
Déficit Operacional	0,0	5,2	5,2	100,0	
Governo Federal	-0,5	2,6	3,2	61,2	
Estados e Municípios	0,3	2,1	1,8	35,3	
Empresas Estatais	0,3	0,5	0,2	3,5	
Despesas com Juros Reais	2,8	5,0	2,2	42,1	100,0
Governo Federal	1,0	2,9	1,9	37,0	88,0
Estados e Municípios	0,9	1,7	0,8	15,1	35,8
Empresas Estatais	1,0	0,4	-0,5	-10,0	-23,8
Déficit Primário	-2,8	0,2	3,0	57,9	100,0
Governo Federal	-1,5	-0,3	1,3	24,2	41,8
Estados e Municípios	-0,6	0,4	1,1	20,3	35,0
Empresas Estatais	-0,6	0,1	0,7	13,5	23,3

Fonte: Banco Central.

la 1). O superávit primário de 2,8% do PIB no primeiro período foi substituído pelo déficit de 0,2%, enquanto o equilíbrio operacional deu lugar ao déficit de 5,2%. Estados e municípios tiveram participação relevante nesses resultados. A deterioração de 1,1% do PIB no resultado primário dos governos subnacionais foi responsável por 35% da piora do resultado primário agregado e por 20% da piora do resultado operacional. Já o aumento de 0,8% do PIB nas despesas com juros reais desses governos contribuiu com 15% da piora do resultado operacional do setor público. Portanto, estados e municípios responderam, sozinhos, por 35% da deterioração substancial – 5,2% do PIB – do resultado operacional agregado entre 1990-1994 e 1995-1998.^{1,2}

Pelo menos até 1997 não havia sinais de reversão dessa tendência.³ Entre 1992 e 1997, o resultado primário de estados e municípios foi pior do que os do governo central e das empresas estatais. Entre 1995 e 1997 houve uma elevação persistente do déficit primário dos governos subnacionais, que passou de 0,2% em 1995 para 0,8% em 1997. O déficit operacional só diminuiu de 2,4% do PIB em 1995 para 1,8% em 1996 devido à redução das despesas com juros reais, mas voltou a aumentar para 2,3% em 1997. Nesse mesmo ano, as despesas com juros reais dos governos subnacionais alcançaram 1,5% do PIB, nível idêntico ao das despesas com juros reais do governo central.

Uma consequência visível dos déficits fiscais elevados de estados e municípios foi o crescimento explosivo de suas dívidas. De fato, a dívida líquida de estados e municípios aumentou ininterruptamente, de 5,8% do PIB em 1989 para 14,4% em 1998. A participação dessa dívida na dívida líquida do setor público (exceto base monetária), que era de apenas 15% em 1989, passou para 39%, na média, entre 1995 e 1998. Um fator agravante é que, até a renegociação, os estados não estavam honrando os encargos devidos ao Banco Central e aos bancos estaduais pelo carregamento dos títulos estaduais, o que resultou na capitalização integral dos encargos e no crescimento acelerado do estoque da dívida mobiliária.⁴

-
- 1 Em 1998, observou-se uma melhoria do resultado primário dos governos subnacionais com relação ao ano anterior (o déficit primário diminuiu de 0,7% do PIB para 0,2%), provavelmente já como reflexo da renegociação das dívidas estaduais. Além disso, a contribuição relativa de estados e municípios para o resultado operacional desse ano também diminuiu, em virtude da dramática elevação das despesas com juros reais do governo central. Por isso, a crise das finanças subnacionais fica mais visível se a comparação for feita entre os períodos 1995-1997 e 1990-1994. Nesse período, estados e municípios contribuíram com 46% da deterioração do resultado operacional e com 35% da piora do resultado primário.
 - 2 Adicione-se a isso o fato de que, nos últimos anos, foram as estatais estaduais e municipais as grandes responsáveis pela piora observada no déficit das empresas estatais.
 - 3 Como já mencionado, é provável que a melhoria do resultado primário dos governos subnacionais em 1998 já reflita os efeitos da renegociação das dívidas estaduais. Esses impactos serão discutidos detalhadamente na Seção 4.
 - 4 O estoque da dívida mobiliária estadual aumentou de R\$ 16,7 bilhões em dezembro de 1990 para R\$ 55,9 bilhões em novembro de 1997 (a preços constantes de dezembro de 1998), com uma taxa de crescimento real média igual a 20% a.a. A partir de dezembro de 1997, com a progressiva assunção das dívidas estaduais pela União, a dívida mobiliária estadual começou a cair, em contrapartida à elevação da dívida renegociada.

A situação das finanças dos estados e municípios torna-se então reconhecidamente grave. Déficits elevados são, como se sabe, insustentáveis a longo prazo, porque comprometem o esforço de estabilização macroeconômica e a retomada do crescimento econômico sustentado. Mas se essas políticas fiscais são indesejáveis, por que os governos insistem em implementá-las? A seção seguinte resume as tentativas recentes da teoria econômica em construir respostas adequadas para essa questão e desenvolve algumas aplicações para a experiência brasileira.

3. Aspectos da Economia Política das Finanças Subnacionais

Um dos resultados mais importantes da teoria tradicional da dívida pública é a estabilidade do nível de impostos. Dada a restrição orçamentária intertemporal do governo, ocorrem déficits quando o dispêndio for temporariamente elevado e superávits quando ele for temporariamente baixo. Nesse sentido, a função da dívida pública é minimizar as distorções tributárias ao longo do tempo, dado um padrão de gastos do governo [Barro (1979)].

Alesina e Perotti (1996) argumentam, porém, que essa teoria não é adequada para explicar a expansão recente da dívida pública em diversos países da OCDE. O crescimento explosivo das dívidas dos governos subnacionais brasileiros no passado recente também não é facilmente explicável nos limites dessa teoria. Em conseqüência, é desejável recorrer a modelos alternativos da “nova economia política” que ajudem a entender melhor as políticas fiscais de estados e municípios.⁵ Esse objetivo é buscado no restante desta seção.

3.1. Transferências entre Gerações

Cukierman e Meltzer (1989) mostraram que, se há indivíduos com dotações diferentes (pobres e ricos), a dívida pública é importante para realocar a renda entre as gerações. No seu modelo, a geração corrente é composta por agentes ricos e pobres. Os primeiros planejam legar heranças positivas para seus descendentes e para eles vale a equivalência ricardiana:⁶ são indiferentes à política fiscal, porque podem compensar qualquer variação

5 Para um *survey* dos modelos da “nova economia política” relevantes para o estudo da dívida pública, ver Alesina e Perotti (1996).

6 Sob a hipótese de equivalência ricardiana, os déficits fiscais são irrelevantes para afetar a alocação de recursos e o bem-estar. Dada a restrição orçamentária intertemporal do governo, a redução de impostos e o déficit público maior hoje exigem aumentos de impostos no futuro. Na restrição orçamentária das famílias, a redução corrente e o aumento futuro dos impostos são percebidos como iguais em valor presente. As famílias, conseqüentemente, não mudam os seus padrões de consumo. Elas poupam o aumento na renda disponível, compensando exatamente a despoupança do governo [ver Blanchard e Fischer (1989)].

nos impostos e nos déficits correntes ajustando o nível das heranças. Os pobres, por sua vez, gostariam de transferir heranças negativas, ou seja, de financiar-se junto às gerações futuras. Como isso não é permitido, os pobres preferem déficits públicos, já que assim podem se financiar indiretamente junto às gerações futuras e aumentar o seu consumo corrente. Como um grupo de agentes (os ricos) é indiferente à política fiscal (da dívida, em particular) e o outro grupo (os pobres) prefere dívida pública positiva, a escolha da sociedade recairá sobre a acumulação de dívida.

Nesse modelo, a acumulação de dívida afeta a alocação de recursos e o bem-estar. O consumo dos pobres aumenta com a dívida. Os recursos adicionais para esse consumo são providos pelos ricos, que substituem capital por dívida em seus portfólios. A dívida pública adicional desloca o capital, aumenta a taxa de juros e diminui o salário real. Os indivíduos rentistas são beneficiados pelo aumento da dívida, ao passo que os trabalhadores têm sua renda corrente reduzida. Se os trabalhadores forem pobres, o seu bem-estar só aumentará se o benefício com a realocação intertemporal de consumo superar a perda com a redução do salário.

Qual é a relevância desse modelo para explicar o comportamento das finanças dos governos subnacionais no Brasil? A princípio, os resultados são sugestivos. Os governos subnacionais acumulam dívida pública para aumentar o bem-estar da geração corrente. Todavia, há custos associados com a acumulação excessiva de dívida que podem ser sintetizados na elevação da taxa de juros real, no deslocamento do capital produtivo e na eventual deterioração das expectativas inflacionárias. Idealmente, os *policy-makers* deveriam escolher o estoque de dívida pública suficiente para igualar custos e benefícios marginais e maximizar o bem-estar social. Entretanto, as trajetórias de crescimento explosivo das dívidas estaduais não parecem consistentes com esse comportamento desejado. Os modelos discutidos a seguir lançam luz adicional sobre tais questões.

3.2. O Papel Estratégico da Dívida

Alesina e Tabellini (1990) consideram uma economia cujos partidos políticos têm preferências distintas quanto à composição do gasto público. Um partido prefere gastar em *infra-estrutura econômica*, enquanto o outro prefere gastar em *bem-estar social*. O partido que prefere *infra-estrutura* está no poder e o resultado das próximas eleições é incerto.

O governo gasta em *infra-estrutura* e acumula um estoque de dívida suficiente para que o outro partido, caso ganhe as próximas eleições, seja obrigado a alocar recursos no serviço da dívida e a gastar menos do que deseja em *bem-estar social*. Nesse sentido, a dívida pública é usada estrategicamente pelos governos

para influenciar as escolhas de seus sucessores. A dívida de equilíbrio é maior (1) quanto maior for o grau de polarização de preferências entre governos alternativos; (2) quanto maior for a probabilidade de o partido no poder não ser reeleito; e (3) quanto mais rígido para baixo for o consumo do governo.

Em Persson e Svensson (1989), um governo conservador, favorável a um baixo nível de consumo público, sabe que será substituído por um governo liberal, que prefere um nível de consumo público mais alto. O governo conservador então reduz os impostos e acumula dívida, com o objetivo de aumentar os encargos da dívida do próximo governo e limitar o seu consumo.

Como esses modelos explicam os fatos? Alesina e Perotti (1996) argüem que o aumento da polarização e da instabilidade políticas associa-se com dívidas públicas mais elevadas. Segundo eles, o aumento da incerteza política e econômica durante as décadas de 80 e 90 explicaria, em parte, o rápido crescimento das dívidas públicas nos países da OCDE. Adicionalmente, as dívidas seriam maiores em países com partidos políticos e eleitores com preferências mais polarizadas.

No caso do Brasil, a polarização política e a incerteza eleitoral que se seguiram ao processo de redemocratização da década de 1980 podem fornecer parte da explicação para a acumulação das dívidas estaduais, especialmente nos estados mais ricos, onde a polarização de preferências e a representação política de grupos com interesses divergentes são mais visíveis.⁷ Entretanto, o argumento de que a dívida pública é usada como variável estratégica de governos *forward-looking* é parcialmente prejudicado pela possibilidade de os governos estaduais não honrarem os encargos das dívidas, como aconteceu na experiência dos anos 90.⁸

3.3. Federalismo Fiscal

A descentralização de atividades fiscais ganhou ímpeto nos últimos anos em diversos países [Tanzi (1995)]. O argumento econômico mais importante em favor da descentralização fiscal refere-se à eficiência alocativa. A centralização é ineficiente porque o governo nacional, em geral, oferece uma cesta de bens públicos inadequada para as preferências dos habitantes de regiões particulares. Como as preferências variam geograficamente, é razoável admitir que os governos subnacionais sejam capazes de identificar com maior precisão as preferências relevantes para orientar a provisão dos bens públicos.

7 Sobre o grau de polarização política no Brasil e a sua relação com o processo de redemocratização, ver Bacha e Lamounier (1992), citados em Bevilaqua e Werneck (1997).

8 Sobre a importância da possibilidade de *default* para o argumento, ver Alesina e Perotti (1996).

Adicionalmente, a descentralização pode aumentar a eficiência na oferta de bens públicos da mesma maneira que um mercado competitivo aumenta a eficiência na provisão de bens privados. De fato, se a descentralização ajuda a identificar as preferências de diferentes grupos pelos bens públicos, se os governos subnacionais ofertam esses bens em troca de impostos consistentes com os benefícios e se os indivíduos podem se deslocar livremente para a jurisdição que melhor reflita suas preferências, o benefício de consumir o bem público será igual ao custo dos impostos e o resultado será próximo de um ótimo de Pareto.

A descentralização também permite o aprendizado com a oferta dos bens públicos. Algumas jurisdições descobrirão métodos melhores para ofertar os bens ou serviços e outras emularão o sucesso das primeiras. Quanto mais jurisdições houver, mais rápido será o aprendizado. Em contraste, se o serviço for imposto por um monopólio nacional, haverá pouco aprendizado e métodos ultrapassados continuarão a ser empregados.

Outro argumento favorável à descentralização enfatiza que os governos subnacionais são mais facilmente monitorados pela população e têm maior incentivo para um bom desempenho e para a redução dos custos. Finalmente, num momento em que grandes setores públicos são considerados dispendiosos e ineficientes, parte da literatura argúi que a descentralização é desejável porque em geral se associa com um setor público menor e mais eficiente [Ehdaie (1994), citado em Tanzi (1995)].

No entanto, a experiência recente de muitos países em desenvolvimento sugere que, nas circunstâncias atuais, os governos subnacionais contribuem – muitas vezes, significativamente – para agravar os problemas macroeconômicos ou dificultar a sua solução.

Primeiro porque os governos subnacionais são incentivados a produzir déficits e a transferir o seu financiamento para o governo central. Quando os recursos não estão disponíveis *ex-ante* no governo nacional, eles podem ficar disponíveis *ex-post*, depois da realização do gasto e da acumulação da dívida. O poder político de muitos governos subnacionais e as implicações sistêmicas e políticas da eventual deterioração de suas contas diminuem a capacidade de o governo central resistir às pressões por mais recursos.

Segundo porque a crença na capacidade de o governo central assegurar, em última instância, a solvência dos governos subnacionais cria um problema de perigo moral que estimula o endividamento excessivo. Em geral, uma multiplicidade de agentes estará disposta a financiar os governos subnacionais, com base numa garantia explícita ou implícita do governo federal.

No Brasil, a Constituição de 1988 redesenhou o federalismo fiscal [Werneck (1992) e Bevilaqua e Werneck (1997)]. O governo central perdeu parcela substancial de sua receita tributária para estados e municípios, sem transferir para estes os programas de dispêndio correspondentes. Além disso, estados e municípios não só ajustaram rapidamente seus gastos em resposta às receitas crescentes, mas também passaram a gastar bem acima de seus meios.

Ao longo dos anos 90, esse novo federalismo fiscal impôs severas dificuldades à política de estabilização no Brasil. Os esforços de austeridade do governo central foram parcialmente cancelados pelos gastos excessivos dos governos subnacionais. A busca do ajuste fiscal permanente do setor público foi igualmente limitada pela obrigação do governo central em transferir aos governos subnacionais grande proporção da receita advinda do Imposto de Renda e do Imposto sobre Produtos Industrializados, sabendo de antemão que qualquer transferência seria imediatamente gasta. Essa vinculação reduziu, por um lado, a efetividade do esforço de ajuste fiscal e, por outro, a qualidade do sistema tributário.⁹

A condução da política monetária também foi perturbada recorrentemente pelos problemas envolvendo os bancos estaduais. Estes financiavam em excesso os seus acionistas controladores ou emprestavam a terceiros obedecendo a critérios políticos e eram obrigados, em última instância, a recorrer a reservas bancárias negativas ou aos mecanismos de assistência de liquidez do Banco Central. Em outros episódios, como os estados e seus bancos não conseguiam financiar os respectivos títulos junto ao mercado financeiro, a autoridade monetária realizava operações de *troca* dos títulos estaduais por títulos federais, com um subsídio implícito.¹⁰

Após o lançamento do Plano Real, em julho de 1994, agravaram-se os desequilíbrios financeiros dos estados e de seus bancos. O súbito fim da megainflação e a elevação da taxa de juros real aumentaram as despesas reais, reduziram as receitas inflacionárias e precipitaram as já esperadas crises de iliquidez dos bancos estaduais. A intervenção do Banco Central em diversos bancos estaduais e as trocas de títulos dos estados por títulos federais não foram suficientes para conter o crescimento explosivo das dívidas e a deterioração patrimonial e de liquidez dos bancos estaduais. O governo central foi então forçado a negociar novo

9 Ela incentivou, por exemplo, a criação de tributos federais não repartidos com os estados, como a CPMF, destinados a financiar despesas com a saúde. Adicionalmente, desestimulou o combate à sonegação.

10 O Banco Central vendia Letras do Banco Central Especiais (LBC-E) a termo aos bancos estaduais, com garantia em títulos da dívida mobiliária estadual, para viabilizar o financiamento em mercado e a custos suportáveis das dívidas mobiliárias estaduais. Essas operações embutiam um subsídio implícito, na medida em que os títulos federais eram remunerados a uma taxa de juros inferior à dos títulos estaduais.

programa de ajuste fiscal para os governos subnacionais. Essa iniciativa será discutida na Seção 4.

3.4. Por que o Ajuste Fiscal é Adiado?

Com freqüência, os governos seguem políticas reconhecidamente insustentáveis no longo prazo. Por exemplo, permite-se a ocorrência de grandes déficits, que implicam trajetória explosiva da dívida pública, mesmo quando seus impactos negativos na estabilidade macroeconômica e nas perspectivas de crescimento são amplamente reconhecidos. É natural então indagar por que os ajustes fiscais são adiados, se tais adiamentos podem ser indesejáveis, já que os custos do eventual ajuste e as distorções aumentam com o tempo de espera.

As razões do adiamento podem estar ligadas à distribuição dos custos do ajuste [Alesina e Drazen (1991)]. Quando diferentes grupos socioeconômicos percebem a possibilidade de transferir o ônus para outros grupos, cada um pode preferir esperar a ação dos demais. Essa “guerra de atrito” só termina – e o ajuste finalmente acontece – quando alguns grupos permitem que os seus oponentes políticos decidam sobre a alocação do ônus do ajuste fiscal.¹¹ Alesina e Drazen (1991) mostram que o tempo de espera até o ajuste é uma função crescente do grau de polarização política e decrescente dos custos percebidos em função da ausência de ajuste. Isso significa que, quanto mais difícil for obter um consenso sobre a alocação dos ônus e menos visíveis forem os custos decorrentes da ausência do ajuste, mais este será adiado.¹²

No caso dos estados brasileiros, esses incentivos se somam aos do federalismo fiscal para motivar o persistente adiamento do ajuste fiscal. Na verdade, a estabilização macroeconômica não é percebida como um objetivo de política estadual e os custos de esperar, sob a ótica dos governos e dos grupos locais, são muito baixos. Nesse caso, é possível que nenhum grupo socioeconômico do próprio estado se disponha a suportar o ônus do ajuste e o governo central seja forçado a intervir. A recente renegociação das dívidas estaduais pode ser interpretada como uma tentativa do governo central de induzir a um ajuste governos estaduais que, na prática, não têm qualquer incentivo para fazê-lo voluntariamente. A próxima seção detalha o argumento.

11 A expressão “guerra de atrito” (*war of attrition*) foi proposta originalmente por Riley (1980), citado em Alesina e Drazen (1991).

12 Drazen e Grilli (1993) mostram que uma crise econômica pode antecipar o ajuste, ao forçar uma solução para a “guerra de atrito”. A crise aumenta de tal modo os custos das distorções que um dos grupos cede e o ajuste acontece.

4. A Renegociação das Dívidas Estaduais

4.1. Antecedentes: o Controle Progressivo das Fontes de Financiamento dos Déficits Estaduais

Uma das características mais importantes do federalismo fiscal brasileiro tem sido, historicamente, a multiplicidade de fontes de financiamento à disposição dos governos estaduais. Estas incluem os bancos estaduais, os bancos oficiais federais, os bancos privados, o Banco Central, as instituições multilaterais de crédito, o Tesouro Nacional, as empresas estatais estaduais, fornecedores, empreiteiras e empregados.

Nos últimos anos, houve diversas tentativas de solução, por parte do governo federal, para os desequilíbrios financeiros dos estados e de seus bancos [Inter-American Development Bank (1997), World Bank (1995), Almeida (1996) e Giambiagi (1995)]. Essas iniciativas produziram o seguinte conjunto de aperfeiçoamentos institucionais:

- a) a redução da capacidade de os bancos estaduais financiarem seus acionistas controladores;
- b) a renegociação da dívida externa dos estados (Lei 7.976/89);
- c) a renegociação das dívidas dos estados com as instituições financeiras federais, com a colateralização das receitas tributárias próprias (Lei 8.727/93);
- d) a imposição de limites à expansão da dívida bancária dos estados; e
- e) a privatização de empresas estatais estaduais.

A existência de bancos estaduais e a estrutura de incentivos que lastreiam o relacionamento entre os bancos estaduais e seus acionistas controladores comprometeram, em diversos episódios, a eficiência da política de estabilização. O financiamento excessivo dos bancos estaduais aos respectivos governos contribuiu, por exemplo, para os fracassos do Plano Cruzado em 1986 e do Plano Collor I em 1990. Durante as décadas de 80 e 90, bancos estaduais ilíquidos recorreram sistematicamente a programas de recuperação do governo federal e aos empréstimos de liquidez do Banco Central.¹³

13 Entre 1983 e 1986, o Banco Central chegou a alocar US\$ 2,3 bilhões na tentativa de recuperar os bancos estaduais, através do Programa de Apoio Creditício (PAC), de 20.7.83, e do Programa de Recuperação Econômico-Financeira (Proref), de 4.4.84. No terceiro trimestre de 1990 e no primeiro trimestre de 1991, a insuficiência de reservas dos bancos estaduais e os empréstimos de liquidez a esses bancos representaram, respectivamente, 89% e 111% da variação da base monetária nesses períodos. Para maiores detalhes, ver Andrade (1992) e Vasconcelos e Ogasavara (1992).

Alguns bancos estaduais também dificultaram as ações de regulação da autoridade monetária. Desde 1987 o Banco Central interveio na maioria dos bancos estaduais e chegou, em alguns poucos casos, a liquidar instituições insolventes. Contudo, nos episódios que envolveram os bancos estaduais de estados mais fortes política e economicamente, a autoridade monetária em geral não pôde decidir por uma ação saneadora. Só mais recentemente foi encaminhada uma solução mais estrutural para o problema dos bancos estaduais – a privatização. A Medida Provisória 1.612/98 estabeleceu mecanismos para “a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária”, por meio da privatização, extinção ou transformação de instituições financeiras estaduais em agência de fomento.¹⁴

A privatização de grandes bancos estaduais reduz a probabilidade do financiamento excessivo aos estados no futuro. Em primeiro lugar, porque os bancos privados tendem a não realizar operações de crédito com risco elevado. Em segundo, porque a ação reguladora do Banco Central é facilitada, na medida em que o risco sistêmico de eventuais intervenções ou liquidações de bancos estaduais problemáticos diminui. Nesse particular, é desejável aumentar a independência de instrumentos do Banco Central, para minimizar a probabilidade de interferência política na regulação dos bancos estaduais remanescentes.¹⁵

As sucessivas renegociações das dívidas estaduais criaram, por um lado, um problema de perigo moral, uma vez que incentivaram o endividamento excessivo dos estados no presente, apoiado na crença de socorro financeiro no futuro. Por outro, elas contribuíram para o progressivo aperfeiçoamento dos mecanismos de controle das finanças estaduais. A Lei 7.976/89, por exemplo, autorizou o Banco do Brasil a refinanciar a dívida externa dos estados por um prazo de 20 anos, com carência de cinco anos e condições similares às então obtidas pela União com os credores externos. O bloqueio dos repasses dos Fundos de Participação dos Estados (FPE) foi permitido em caso de inadimplência.

A dívida dos estados com as instituições financeiras federais foi refinanciada pelo Tesouro Nacional com critérios definidos pela Lei 8.727/93. O prazo de amortização é de 20 anos e o limite de comprometimento da receita líquida real com encargos da dívida foi fixado em 9% para 1994 e em 11% para os anos subsequentes. Essa lei representou um marco no relacionamento institucional entre o governo federal e os estados, ao criar um mecanismo de *enforcement* que diminui o risco de inadimplência. Ele consiste na possibilidade de bloquear as receitas tribu-

-
- 14 De um total de 35 bancos estaduais, quatro já foram privatizados e seis encontram-se em processo de privatização, com destaque para o Banespa (SP), o Banerj (RJ), o Bemge e o Credireal (MG), o Baneb (BA) e o Banestado (PR); nove permanecem com os estados, entre eles o Barrisul (RS) e o Nossa Caixa, Nosso Banco (SP), enquanto os demais serão extintos ou transformados em agências de fomento.
- 15 Para uma discussão sobre a importância da independência do Banco Central para inibir o financiamento excessivo dos bancos estaduais aos seus acionistas controladores, ver Rigolon (1993).

tárias próprias dos estados – tipicamente, o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) – para assegurar o pagamento das prestações. Dessa forma, o credor tem uma garantia de pagamento que não existia em renegociações anteriores.

A expansão da dívida bancária dos estados foi limitada pela Resolução 2.008/93, do Conselho Monetário Nacional (CMN), que proíbe o aumento da participação dos bancos privados na dívida estadual, com exceção da dívida mobiliária; pela *federalização* das Antecipações de Receitas Orçamentárias (AROs) em 1995, com refinanciamento da Caixa Econômica Federal; e pelas Resoluções 2.443/97 e 2.461/97, do CMN, e 78/98, do Senado, que na prática inviabilizaram a expansão da dívida bancária através de AROs ou de empréstimos de médio e longo prazos.

O avanço da privatização das empresas estatais estaduais também é importante para eliminar fontes potenciais de déficits. Por um lado, a transferência dos ativos para o setor privado reduz o déficit das empresas estatais estaduais na contabilidade das necessidades de financiamento do setor público (NFSP). Por outro, na prática, cessa a possibilidade de as concessionárias estaduais de energia elétrica financiarem déficits estaduais acumulando dívidas contra a Eletrobrás e as geradoras federais. No entanto, se as receitas das privatizações estaduais forem alocadas em gastos correntes ou de investimento, há uma elevação temporária dos déficits estaduais pelo critério das necessidades de financiamento do setor público.

Outras leis e regulamentos foram editados para tentar conter a expansão da dívida estadual. A Emenda Constitucional nº 3 proíbe a emissão de dívida nova pelos estados até dezembro de 1999.¹⁶ O governo federal não autoriza novos financiamentos de instituições federais a estados em inadimplência com a União.¹⁷ O Tesouro pode restringir os seus avais à dívida externa dos estados. A Resolução nº 11, do Senado, estabeleceu limites para o serviço da dívida e para empréstimos novos. Entretanto, nenhum desses regulamentos estava sendo eficaz para conter o crescimento explosivo das dívidas estaduais no passado recente, particularmente o das dívidas mobiliárias e com os bancos estaduais [World Bank (1995)].

Após intensas negociações, uma série de medidas foi anunciada a partir do final de 1995. Em 29 de dezembro desse ano, o Conselho Monetário Nacional aprovou o Programa de Saneamento Financeiro e de Ajuste Fiscal dos Estados. Ele previa o já mencionado refinanciamento das AROs, além de criar linhas de financiamento para despesas de pessoal e outras obrigações

16 Com exceção da dívida para pagamento de precatórios. É provável que o escândalo envolvendo essa modalidade de dívida, que foi objeto de uma comissão parlamentar de inquérito, reforce os mecanismos de controle e previna a repetição do ocorrido.

17 O Cadastro de Inadimplentes (Cadin) permite implementar essa restrição.

de curto prazo. Em troca, os estados eram obrigados a adotar um conjunto de medidas de austeridade e a privatizar empresas estatais estaduais.

A persistência das dificuldades conduziu ao anúncio de novas e importantes medidas no final de 1996. Em 19 de dezembro desse ano, foi aprovada a Medida Provisória 1.560, que criou o Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados. A iniciativa assegurou ao governo federal amplos poderes para renegociar as dívidas mobiliárias e contratuais dos estados. Nas próximas subseções, descrevem-se os principais elementos dessa renegociação, avalia-se o custo implícito para a União e, com o auxílio de um modelo simples de consistência macroeconômica, estudam-se os impactos fiscais esperados.

4.2. A Renegociação das Dívidas Estaduais em 1997-1998: uma Descrição¹⁸

A União assumiu R\$ 101,9 bilhões de dívidas estaduais, sendo R\$ 77,5 bilhões refinanciados pelo prazo máximo de 30 anos, a uma taxa de juros real mínima de 6% a.a., R\$ 11,4 bilhões a amortizar com receitas de privatizações estaduais e R\$ 13 bilhões referentes à diferença de encargos pela rolagem das dívidas entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos (valores expressos em reais constantes de 1998).¹⁹ O montante assumido pela União (R\$ 101,9 bilhões) equivale a 11,3% do PIB e a 77,9% da dívida líquida de estados e municípios em dezembro de 1998.

A Lei 9.496/97 estabeleceu critérios para disciplinar a renegociação. Essa é parte integrante de um programa de ajuste fiscal dos estados que fixa metas para a dívida financeira, o resultado primário, as despesas de pessoal, os investimentos, a arrecadação de receitas próprias e a privatização. *Os pagamentos das prestações da dívida renegociada são garantidos pela vinculação das receitas próprias dos estados e dos repasses do FPE, recursos esses que podem ser bloqueados em caso de inadimplência.* Os contratos fixam limites máximos de comprometimento da receita líquida real com os encargos da dívida. Finalmente, a emissão de dívida nova não será permitida enquanto a dívida financeira do estado for maior do que a sua receita líquida real anual.

18 O Apêndice detalha algumas regras da renegociação.

19 A conversão para reais constantes de 1998 foi feita, em primeiro lugar, atualizando-se monetariamente, pela variação do Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), os valores de contratos de datas diferentes para dezembro de 1997; em segundo, capitalizando-se os valores de contratos anteriores a dezembro de 1997; e, em terceiro, convertendo-se os valores a preços de dezembro de 1997 para preços médios de 1998. A parcela de R\$ 11,4 bilhões foi registrada em "contas gráficas" e será amortizada até 30.11.99. O montante de R\$ 101,9 bilhões não considera os financiamentos por conta do Programa de Estímulo à Redução da Participação do Setor Público Estadual no Sistema Financeiro (Proes). Estes serão incluídos, entretanto, no exercício da Seção 4.4.

O descumprimento das metas do programa de ajuste fiscal ou de qualquer cláusula dos contratos de renegociação implicará a elevação da taxa de juros da dívida renegociada para o nível correspondente ao custo de captação da dívida mobiliária federal mais 1% a.a., além do aumento do comprometimento da receita líquida real com os encargos em quatro pontos percentuais.

4.3. O Custo para a União

O subsídio implícito na renegociação resulta da diferença entre a taxa de juros contratual e a taxa de juros de mercado. Ele pode ser desagregado em três componentes: (1) o subsídio inicial, que se refere ao diferencial de juros entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos; (2) o subsídio da conta gráfica, cuja fonte é o diferencial de juros aplicado à capitalização dessa conta até 30.11.99; e (3) o subsídio da dívida remanescente assumida pelos estados, que depende do comportamento da taxa de juros de mercado durante os 30 anos previstos para a amortização.

A Tabela 2 descreve as hipóteses adotadas nas estimativas. A Tabela 3 apresenta as estimativas para o valor presente do subsídio, que é a diferença entre o valor da dívida na data-base e o fluxo de prestações descontadas pela taxa de juros real Selic líquida. O custo total para a União oscila entre um mínimo de

Tabela 2
Evolução da Taxa de Juros Real Selic Líquida (% a.a.)

Hipóteses	1998	1999	2000	2001	2002-2027
A	20,8	7,0	9,0	9,0	9,0
B	20,8	7,0	9,0	7,5	7,5
C	20,8	7,0	9,0	7,5	6,0

Tabela 3
Estimativas do Valor Presente do Subsídio (% da Dívida Assumida pela União)

Hipóteses ^a	Subsídio Total ^b	Subsídio Inicial ^{b,c}	Subsídio da Conta Gráfica ^b	Subsídio da Dívida Assumida pelos Estados ^{b,d}
A	37,5	12,8	4,7	20,0
B	31,9	12,8	4,7	14,4
C	25,6	12,8	4,7	8,1

(a) ver Tabela 2.

(b) Medidos como percentual da dívida total assumida pela União.

(c) Refere-se ao diferencial de juros entre a data de corte e a assinatura do contrato de renegociação.

(d) Refere-se ao diferencial de juros incidente sobre a dívida remanescente assumida pelos estados após a amortização da conta gráfica.

R\$ 26 bilhões e um máximo de R\$ 38 bilhões (a preços constantes de 1998).²⁰

4.4. Impactos Fiscais da Renegociação

O cumprimento dos termos da renegociação das dívidas estaduais requer uma melhoria substancial no desempenho fiscal dos estados. O objetivo desta subseção é quantificar os impactos da renegociação nos resultados primário e operacional e na dívida dos estados, com a ajuda de um modelo simples de consistência macroeconômica. A Subseção 4.4.1 descreve o modelo. A subseção seguinte apresenta e discute os principais resultados das simulações.

4.4.1. O Modelo

As variáveis de nível foram medidas a preços constantes de 1998. A equação (1) define o resultado operacional dos estados e municípios em t (NFE_t) como a variação da dívida líquida (DL) entre t e $t - 1$. Na equação (2), DL_t é desagregada em dívida renegociada (DR_t), dívida externa (DE_t) e dívida nova (DN_t).²¹ DR_t é igual a DR_{t-1} menos a amortização A_t [ver equação (3)]. A prestação P_t é igual ao mínimo entre o valor calculado pela Tabela Price e o valor máximo permitido de comprometimento da receita líquida real, RL_t [ver equação (4)]. DR_0 é a dívida renegociada inicial. i (= 6,6% a.a.) é uma média ponderada das taxas de juros reais dos contratos, com os pesos iguais às participações de cada estado no estoque da dívida renegociada. n é igual a 30 (anos). c (= 13%) é uma média ponderada dos parâmetros de comprometimento da receita líquida real (RL_t). As equações (5) e (6) separam a prestação P nos componentes de juros (JR_t) e de amortização (A_t).

A dívida externa é mantida constante, por hipótese [ver equação (7)].²² As despesas com juros reais da dívida externa (JE_t) são definidas na equação (8), aplicando-se a taxa de juros real ex-

20 Para um exercício similar aplicado à renegociação da dívida do estado de São Paulo, ver Faria (1997). Uma boa parte da diferença entre essa estimativa e a contida em trabalhos anteriores é explicada pela desvalorização cambial de janeiro de 1999, que ampliou o espaço para a redução da taxa de juros real no longo prazo.

21 Nesta subseção, o parâmetro *dívida renegociada inicial* (DR_0) é definido como a dívida líquida de estados e municípios (DL_0) menos a dívida externa líquida de estados e municípios (DE_0). Por isso, a variável dívida renegociada (DR_t) é mais abrangente do que na Subseção 4.2. Ela inclui não só a dívida de R\$ 77,5 bilhões assumida pelos estados na última renegociação, mas também outros componentes relevantes para o estudo das finanças subnacionais, como os financiamentos do Proes, a dívida bancária renegociada com base na Lei 8.727/93 e a dívida líquida dos municípios (que também está sendo objeto de renegociação nos mesmos moldes das dívidas estaduais). Em 1998, DR_t é igual a R\$ 123,3 bilhões ou a 13,7% do PIB e a dívida externa (DE_t) a R\$ 6,1 bilhões (0,7% do PIB).

22 Essa hipótese nos parece razoável, na medida em que os componentes da dívida estadual que apresentaram crescimento explosivo no passado recente foram a dívida mobiliária e a dívida bancária com os bancos estaduais, principais objetos da renegociação em questão. Vale ressaltar também que o progressivo controle das fontes de financiamento, discutido na Subseção 4.1, deve eliminar eventuais trajetórias explosivas da dívida externa estadual.

terna ($r_t^* = 7\%$ a.a.) ao estoque da dívida externa no período anterior (DE_{t-1}). Na equação (9), a dívida financeira dos estados (DF_t) é igual à dívida líquida mais a parcela DD_t . Esta captura eventuais divergências entre os níveis da dívida financeira e da dívida líquida na data-base, mas permanece constante nas simulações [ver equação (10)].²³

$$(1) NFE_t = DL_t - DL_{t-1}$$

$$(2) DL_t = DR_t + DE_t + DN_t$$

$$(3) DR_t = DR_{t-1} - A_t$$

$$(4) P_t = \min \left\{ \frac{DR_{0,i} \cdot (1 + \hat{i})^n}{[(1 + \hat{i})^n - 1]}, cRL_t \right\}$$

$$(5) JR_t = i \cdot DR_{t-1}$$

$$(6) A_t = P - JR_t$$

$$(7) DE_t = DE_{t-1}$$

$$(8) JE_t = r_t^* \cdot DE_{t-1}$$

$$(9) DF_t = DL_t + DD_t$$

$$(10) DD_t = DD_{t-1}$$

$$(11) RL_t = RL_{t-1} \cdot (1 + g_t)$$

$$(12) DF_t = RL_t, \text{ se } \frac{(DR_t + DE_t + DD_t)}{RL_t} \leq 1$$

$$(13) DN_t = 0, \text{ se } \frac{DF_t}{RL_t} > 1$$

$$(14) DN_t = DF_t - DD_t - DE_t - DR_t, \text{ se } DF_t = RL_t$$

$$(15) JN_t = r_t \cdot DN_{t-1}$$

$$(16) J_t = JR_t + JE_t + JN_t$$

$$(17) SPE_t = J_t - NFE_t$$

A receita líquida real dos estados (RL_t) é uma proporção constante do PIB [ver equação (11)], em que g_t é a taxa de crescimento real do PIB. As equações (12) a (14) impõem a hipótese de que os estados emitirão dívida nova tão logo a dívida financeira se iguale, na sua trajetória descendente, à receita líquida real. As

23 Na prática, a dívida líquida é o conceito utilizado pelo Banco Central, enquanto a dívida financeira é o conceito adotado pela Secretaria do Tesouro Nacional. Como há divergências metodológicas na apuração dos dois estoques, a parcela DD destina-se a registrar essa diferença na data-base. Adotou-se a hipótese de que DD permanece constante em termos reais nos 30 anos do período de simulação, o que implica aceitar que, no longo prazo, a diferença entre os dois conceitos mencionados tende a perder importância relativa.

despesas com juros reais da dívida nova (JN_t) são iguais à taxa de juros real Selic bruta vezes a dívida nova no período anterior [ver equação (15)]. Na equação (16), a despesa com juros reais (J_t) é igual à soma das despesas com juros reais da dívida renegociada, da dívida externa e da dívida nova. Finalmente, a equação (17) define o superávit primário dos estados e municípios (SPE_t) como a diferença entre a despesa com juros reais e o resultado operacional.

4.4.2. Análise dos Resultados

A Tabela 4 apresenta os principais resultados das simulações. Esses não devem ser interpretados como previsões, mas sim como sinalizadores dos impactos esperados da renegociação das dívidas estaduais nos resultados fiscais dos estados e municípios, respeitadas as seguintes hipóteses: (1) a taxa de juros real da dívida renegociada é igual a 6,6% a.a.; (2) a taxa de juros real Selic bruta diminui, gradativamente, de 27% a.a. em 1998 para 7,5% a.a. a partir de 2004; e (3) o crescimento real do PIB converge para o nível de 5% a.a.

A dívida líquida dos estados e municípios (DL) é composta pelas dívidas renegociada (DR), externa (DE) e nova (DN). A dívida financeira (DF) é igual a DL mais DD . DR diminui monotonicamente até sua amortização integral em 2027. DE permanece constante em termos reais. Como há crescimento do PIB, DE , medida como proporção do PIB, também diminui monotonicamente. Os estados só podem emitir dívida nova (DN) e começar a substituir DR , DE e DD por DN quando a dívida financeira (DF) for menor ou igual à receita líquida real (RLR), o que acontece a partir de 2013. Portanto, até 2013, as dinâmicas de DF e DL são determinadas pela evolução de DR , DE e DD . Como todas elas diminuem como proporção do PIB, o mesmo acontece com DF e DL .

A partir de 2013, considera-se que os estados podem substituir DR , DE e DD por DN , sujeitos à igualdade entre DF e RLR . Como RLR aumenta à mesma taxa de crescimento real do PIB, o resultado é a estabilidade de DF como proporção do PIB, com o aumento de DN compensando exatamente a redução de DR , DE e DD . Já DL aumenta lentamente, porque nesse caso uma pequena parte do aumento de DN não é compensada pela redução de DD .

A despesa com juros reais (J) diminui até 2014, acompanhando a redução das dívidas. A partir de 2015, a progressiva substituição de DR , DE e DD por DN resulta no aumento suave de J . O nível de despesas com juros em 2027 (0,5% do PIB), entretanto, é igual a apenas 28% do nível observado em 1998 (1,7% do PIB) e, na média, a despesa com juros reais entre 2015 e 2027 é igual a 0,4% do PIB, 0,2% do PIB inferior à do período 1999-2014.

Tabela 4
Impactos Fiscais da Renegociação das Dívidas Estaduais

Anos	Tx Selic (% a.a.) ^a	Cresc. PIB (% a.a.)	SPE (% do PIB) ^b	J (% do PIB)	NFE (% do PIB) ^c	RLR (% do PIB)	DF/RLR	DF (% do PIB)	DR (% do PIB)	DE (% do PIB) ^d	DN (% do PIB)	DL (% do PIB) L=I+ J+K	DD (% do PIB) ^e
	A	B	C	D	E=D-C	F	G	H	I	J	K		M=H-L
1999	11,00	-3,50	1,04	0,98	-0,06	7,57	2,37	17,92	14,10	0,84	0,00	14,94	2,98
2000	12,00	3,50	1,05	0,95	-0,10	7,57	2,27	17,22	13,53	0,81	0,00	14,34	2,88
2001	10,00	5,00	1,04	0,90	-0,15	7,57	2,15	16,25	12,74	0,77	0,00	13,51	2,74
2002	9,00	5,00	1,04	0,85	-0,19	7,57	2,02	15,29	11,94	0,73	0,00	12,67	2,61
2003	8,00	5,00	1,04	0,79	-0,24	7,57	1,89	14,31	11,13	0,70	0,00	11,83	2,49
2004	7,50	5,00	1,04	0,74	-0,30	7,57	1,76	13,34	10,30	0,67	0,00	10,97	2,37
2005	7,50	5,00	0,90	0,69	-0,22	7,57	1,65	12,48	9,59	0,63	0,00	10,23	2,26
2006	7,50	5,00	0,84	0,64	-0,20	7,57	1,54	11,69	8,94	0,60	0,00	9,54	2,15
2007	7,50	5,00	0,80	0,60	-0,20	7,57	1,44	10,94	8,31	0,58	0,00	8,89	2,05
2008	7,50	5,00	0,76	0,56	-0,20	7,57	1,35	10,21	7,72	0,55	0,00	8,26	1,95
2009	7,50	5,00	0,72	0,52	-0,21	7,57	1,26	9,52	7,14	0,52	0,00	7,66	1,86
2010	7,50	5,00	0,69	0,48	-0,21	7,57	1,17	8,86	6,59	0,50	0,00	7,09	1,77
2011	7,50	5,00	0,66	0,44	-0,21	7,57	1,09	8,22	6,07	0,47	0,00	6,54	1,68
2012	7,50	5,00	0,63	0,41	-0,21	7,57	1,01	7,62	5,56	0,45	0,00	6,01	1,60
2013	7,50	5,00	0,06	0,38	0,32	7,57	1,00	7,57	5,08	0,43	0,54	6,05	1,53
2014	7,50	5,00	0,02	0,38	0,36	7,57	1,00	7,57	4,62	0,41	1,09	6,12	1,45
2015	7,50	5,00	0,03	0,39	0,36	7,57	1,00	7,57	4,17	0,39	1,63	6,19	1,39
2016	7,50	5,00	0,04	0,40	0,36	7,57	1,00	7,57	3,75	0,37	2,14	6,25	1,32
2017	7,50	5,00	0,05	0,41	0,36	7,57	1,00	7,57	3,34	0,35	2,63	6,32	1,26
2018	7,50	5,00	0,06	0,42	0,36	7,57	1,00	7,57	2,94	0,34	3,10	6,38	1,20
2019	7,50	5,00	0,07	0,43	0,36	7,57	1,00	7,57	2,56	0,32	3,55	6,43	1,14
2020	7,50	5,00	0,07	0,44	0,36	7,57	1,00	7,57	2,20	0,31	3,98	6,49	1,09
2021	7,50	5,00	0,08	0,44	0,36	7,57	1,00	7,57	1,85	0,29	4,40	6,54	1,03
2022	7,50	5,00	0,09	0,45	0,36	7,57	1,00	7,57	1,51	0,28	4,80	6,59	0,98
2023	7,50	5,00	0,10	0,46	0,36	7,57	1,00	7,57	1,19	0,26	5,18	6,64	0,94
2024	7,50	5,00	0,10	0,46	0,36	7,57	1,00	7,57	0,88	0,25	5,56	6,68	0,89
2025	7,50	5,00	0,11	0,47	0,36	7,57	1,00	7,57	0,57	0,24	5,91	6,72	0,85
2026	7,50	5,00	0,11	0,47	0,36	7,57	1,00	7,57	0,28	0,23	6,26	6,76	0,81
2027	7,50	5,00	0,12	0,48	0,36	7,57	1,00	7,57	0,00	0,22	6,59	6,80	0,77

(a) Taxa de juros real bruta.

(b) Superávit primário.

(c) (-) = Superávit.

(d) Considerou-se desvalorização real de 20% em 1999. A partir de 31.12.99, o estoque real da dívida foi mantido constante.

(e) Considerou-se que o estoque real dessa dívida permanece constante no nível de 31.12.97.

Obs.: O resultado primário efetivo de 1999 provavelmente será inferior ao apresentado na tabela, devido ao financiamento de gastos correntes com recursos das privatizações ou ao efeito de concessões do governo federal aos estados.

O cumprimento integral dos compromissos assumidos com a renegociação das dívidas requer um ajuste fiscal substancial dos estados, particularmente nos primeiros anos da renegociação, quando a emissão de dívida nova não é permitida. A Tabela 5 permite avaliar o esforço fiscal requerido nesses primeiros anos. O déficit operacional de 2,2% do PIB no período 1995-1998 é substituído por um superávit de 0,2% do PIB no período 1999-2012. A redução das despesas com juros reais contribui com 44% dessa melhoria, mas a maior parcela do ajuste concentra-se no resultado primário: este passa de um déficit de 0,5% do PIB no período 1995-1998 para um superávit de 0,8% no período

Tabela 5
Resultados Fiscais dos Estados e Municípios – 1995-2027

Itens	Médias Anuais (% do PIB)			Variação 1995-1998 sobre 1999-2012		Variação 1999-2012 sobre 2013-2027	
	1995-1998 (A)	1999-2012 (B)	2013-2027 (C)	(B)-(A)	Decomp.	(C)-(B)	Decomp.
Déficit Operacional	2,1	-0,2	0,4	-2,3	100	0,6	100
Despesas com Juros Reais	1,7	0,7	0,4	-1,0	43,6	-0,3	-45
Déficit Primário	0,4	-0,9	-0,1	-1,3	56,4	0,8	145

1999-2012, contribuindo com 56% da melhoria do resultado operacional entre esses períodos.

A possibilidade de emissão de dívida nova a partir de 2013 relaxa a restrição orçamentária dos estados *vis-à-vis* o período 1998-2012. O resultado operacional passa de um superávit de 0,2% do PIB em 1998-2012 para um déficit de 0,4% em 2013-2027. Como as despesas com juros reais caem de 0,7% do PIB para 0,4%, a produção de um pequeno superávit primário (0,1% do PIB) é suficiente para assegurar a estabilidade da dívida financeira entre 2013 e 2027.

Vale ressaltar que o eventual financiamento de gastos dos estados com recursos de privatizações superiores aos necessários para amortizar a conta gráfica não foi considerado no exercício acima. Portanto, é possível que em 1999 observe-se uma diferença substancial entre os níveis requeridos de superávit primário, apresentados na Tabela 4, e os níveis efetivos. Entretanto, uma vez encerrado o processo de privatização e até que a dívida financeira se iguale à receita líquida real, a redução da dívida líquida implicará, por definição, a geração de superávits operacionais e, dada a despesa com juros reais, de superávits primários em níveis similares aos da Tabela 4. Isso só não acontecerá se os estados e municípios identificarem novas fontes relevantes de financiamento para seus gastos ou se o governo federal fizer algumas concessões que permitam aos estados contarem com uma margem adicional de financiamento.

4.5. Os Episódios do Início de 1999 e a Renegociação das Dívidas

No início de 1999, alguns governadores recém-empossados questionaram os termos dos contratos de renegociação das dívidas. O governador de Minas Gerais, Itamar Franco, decretou a moratória da dívida estadual por 90 dias, enquanto o do Rio Grande do Sul, Olívio Dutra, passou a depositar as prestações em juízo. O governo federal reagiu prontamente, bloqueando repasses para os dois estados, de modo a assegurar o pagamento das prestações. Por outro lado, iniciou-se amplo entendimento entre os governos federal e estaduais que pretende rediscutir o relacionamento financeiro entre as unidades da Federação, envolvendo

questões como os repasses por conta da Lei Kandir, os regimes previdenciários dos estados e o Fundo de Estabilização Fiscal (FEF).

À luz do que foi exposto no artigo, como esses acontecimentos podem ser avaliados? Em primeiro lugar, a reação dos governadores aos impactos da renegociação das dívidas sobre as finanças de seus estados apenas confirma a eficácia dos mecanismos de controle das fontes de financiamento dos estados (ver Subseção 4.1). É justamente pelo fato de esse controle estar surtindo efeito que os estados encontram-se, pela primeira vez em muitos anos, diante de uma restrição orçamentária efetiva que não pode mais ser relaxada pelo recurso ao financiamento por meio da dívida mobiliária, bancos estaduais, AROs, distribuidoras de energia elétrica etc.

Em segundo, o benefício econômico de um estado (o de Minas Gerais, em particular) com a moratória da dívida é praticamente nulo, uma vez que o bloqueio de repasses federais compensa a poupança derivada do não-pagamento das prestações. Esse desincentivo à moratória ou à inadimplência dos estados é uma consequência direta dos dispositivos contratuais que permitiram a colateralização de recursos como o FPE e a receita de ICMS (ver Subseção 4.2). Essa inovação também aumenta a capacidade de o governo federal induzir o cumprimento dos termos acertados por parte dos estados e praticamente elimina o risco, freqüente no passado, de *defaults* bem-sucedidos (sob o ponto de vista dos estados).

Por outro lado, deve-se admitir que o cenário macroeconômico que subsidiou a formulação dos acordos não se confirmou na prática. O crescimento econômico esperado de cerca de 1% em 1998 e 3% em 1999 – na perspectiva do final de 1997 e início de 1998 – dará lugar a um crescimento praticamente nulo em 1998 e, provavelmente, a um crescimento negativo em 1999. Portanto, no acumulado 1998-1999, deve-se observar uma queda do PIB contra um crescimento esperado anteriormente de 4%. Conseqüentemente, a arrecadação tributária dos estados (em particular de ICMS) deverá ser inferior à esperada no momento da assinatura dos contratos. Isso significa que, pelo lado da receita, a capacidade de os estados produzirem os superávits primários requeridos pela renegociação das dívidas será menor no biênio 1997-1998.

A resposta a essa situação deve envolver um duplo movimento. Por um lado, os estados devem se ajustar a uma restrição orçamentária mais rígida, devido à queda das receitas tributárias. Por outro, o governo federal poderá fazer algumas concessões para compensar parcialmente os efeitos negativos da desaceleração do crescimento sobre as finanças estaduais. No fundo, isso significa que é desejável que ambos os níveis de governo contribuam para o esforço de ajuste fiscal no curto prazo. Não faz

sentido, por exemplo, propor-se que o custo do ajuste recaia inteiramente sobre o governo federal, por meio do aumento das transferências aos estados. Isso aumentaria a pressão sobre o orçamento federal e amorteceria o incentivo que a renegociação das dívidas dá ao ajuste fiscal dos estados.

Quanto ao primeiro ponto – ajuste dos estados –, esses podem reagir à compressão das receitas associada com a estagnação econômica combinando dois elementos: a redução de gastos correntes e a elevação compensatória de outras receitas, aumentando, por exemplo, a contribuição previdenciária dos servidores ativos e estendendo essa contribuição para os inativos.

Com relação ao segundo ponto – concessões federais –, a observação da Tabela 4 permite inferir que o cumprimento integral dos contratos de renegociação de dívida, na ausência de qualquer concessão por parte do governo federal, resultaria em um superávit primário de estados e municípios da ordem de 1% do PIB. Como o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) contempla uma meta de superávit primário menor para esses níveis de governo, de 0,4% do PIB, há espaço para algumas medidas de apoio aos estados por parte do governo federal. O aumento dos repasses por conta da Lei Kandir, a retirada dos recursos do Fundo de Manutenção do Ensino Fundamental (Fundef) do conceito de receita líquida real – que serve de parâmetro para o cálculo das prestações das dívidas renegociadas – e a extinção do FEF são exemplos de concessões já anunciadas.

Ainda nos termos do programa com o FMI, as autoridades econômicas esperam ampliar os níveis de superávit primário de estados e municípios para 0,5% e 0,65% do PIB, nos anos de 2000 e 2001, respectivamente. Essa meta é consistente com uma convergência gradual do superávit primário para níveis da ordem de 1% do PIB, que são os requeridos para o cumprimento integral dos acordos de renegociação (ver Tabela 4).

5. Conclusões

A deterioração dos resultados fiscais de estados e municípios contribuiu de forma significativa para o agravamento do quadro fiscal no Brasil no passado recente. Estados e municípios responderam, sozinhos, por 35% da deterioração substancial – 5,2% do PIB – do resultado operacional agregado entre 1990-1994 e 1995-1998. Uma consequência visível dos déficits elevados dos governos subnacionais foi o crescimento expressivo de suas dívidas. De fato, a dívida líquida desses governos aumentou ininterruptamente, de 5,8% do PIB em 1989 para 14,4% em 1998. A sua participação na dívida líquida do setor público passou de apenas 15% em 1989 para 39% entre 1995 e 1998.

Há uma série de motivos capazes de explicar o crescimento das dívidas dos governos estaduais no passado recente. Primeiro, esses governos têm incentivo a acumular dívida pública para aumentar o bem-estar da geração corrente. Segundo, a polarização política e a incerteza eleitoral podem motivar a acumulação de dívidas, particularmente nos estados mais ricos, onde a polarização de preferências e a representação política de grupos com interesses divergentes são mais visíveis. Terceiro, os estados têm incentivo a gastar além dos seus meios e a transferir o financiamento de seus déficits para o governo federal. Por último, mas não menos importante, o persistente adiamento do ajuste fiscal no âmbito dos governos estaduais resulta da combinação dos incentivos do federalismo fiscal com a ausência de consenso para a distribuição dos custos do ajuste.

Nos últimos anos, houve diversas tentativas de solução, por parte do governo federal, para os desequilíbrios financeiros dos governos estaduais. A recente renegociação das dívidas pode ser considerada como o corolário de uma seqüência de aperfeiçoamentos institucionais destinados a reduzir a disponibilidade de financiamento para os déficits estaduais. Esses aperfeiçoamentos incluíram a redução da capacidade de os bancos estaduais financiarem seus acionistas controladores; as restrições à expansão das dívidas bancária e mobiliária estaduais; a renegociação da dívida com os bancos oficiais federais; e a privatização de empresas estatais estaduais.

Na última renegociação, a União assumiu uma dívida de R\$ 101,9 bilhões (a preços constantes de 1998), equivalente a 11,3% do PIB e a 77,9% da dívida líquida de estados e municípios em dezembro de 1998. O subsídio implícito na renegociação, que resulta da diferença entre a taxa de juros contratual e a taxa de juros de mercado, foi estimado entre um mínimo de R\$ 26 bilhões e um máximo de R\$ 38 bilhões (também a preços constantes de 1998). Em contrapartida, se os termos da renegociação forem respeitados, os resultados fiscais dos governos subnacionais tenderão a melhorar nos próximos anos. Exercícios usando um modelo simples de consistência macroeconômica mostraram que o déficit operacional de 2,1% do PIB no período 1995-1998 seria substituído por um equilíbrio operacional no longo prazo. Esse resultado, por sua vez, é consistente com uma redução da dívida líquida de 14,4% do PIB em 1998 para 6,8% do PIB, 30 anos depois.

Que requisitos precisam ser satisfeitos para que a renegociação das dívidas estaduais resulte em um novo regime fiscal para os Estados? Primeiro, o governo federal deve manter uma postura austera e rígida no acompanhamento das dívidas renegociadas. Segundo, o programa de ajuste fiscal dos estados deve ser efetivamente implementado pelos respectivos governos. Terceiro, os procedimentos existentes para o controle das dívidas estaduais devem ser objeto de aperfeiçoamento contínuo. E quarto,

é desejável que o eventual financiamento de déficits dos governos estaduais seja cada vez mais percebido como uma função do mercado financeiro privado, de modo que a oferta de crédito para esses governos passe a depender do risco dos tomadores, e não mais de critérios políticos.²⁴

Apêndice

Alguns Aspectos da Renegociação das Dívidas Estaduais

A União assumiu integralmente a diferença de encargos pela rolagem das dívidas entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos. Para as dívidas mobiliárias, valeu a data de corte de 31.3.96, enquanto para as outras dívidas essa data retroagiu a até 120 dias à assinatura do contrato. Os estados que amortizassem uma parcela maior da dívida em 1998 teriam direito a pagar juros reais de 6% a.a. sobre o estoque remanescente, enquanto os que amortizassem uma parcela menor pagariam juros reais de 7,5% a.a. A parcela a amortizar em 1998 e 1999 foi registrada nas chamadas “contas gráficas”, que são remuneradas à taxa de juros real de 6% a.a. e atualizadas pela variação do IGP-DI. A amortização será realizada até 30.11.99 usando-se receitas de privatizações estaduais (apenas o estado do Rio de Janeiro foi autorizado a amortizar 10% da dívida renegociada em até cinco anos, sem contrapartida em privatizações). Eventual saldo devedor na conta gráfica será multiplicado por cinco e refinanciado pelo custo médio de captação da dívida mobiliária federal, numa sanção pelo descumprimento das cláusulas referentes às privatizações estaduais. A dívida remanescente (descontados o subsídio inicial e a amortização da conta gráfica) foi refinanciada pelo prazo de 30 anos, com uma taxa de juros real de 6% a.a. para 68% do estoque e de 7,5% a.a. para os 32% restantes. Os contratos estabeleceram limites máximos de comprometimento da receita líquida real anual iguais a 11,5%, 13% e 15%. O limite de 13% foi aplicado a 95% da dívida renegociada. Alguns contratos permitem a redução desses limites nos primeiros anos, com o objetivo de incentivar as privatizações estaduais. No caso de São Paulo, os limites de comprometimento da receita líquida real em 1997, 1998 e 1999 são iguais a, respectivamente, 8,9%, 12,6% e 12,5%.

24 A respeito dessas questões e dos problemas de perigo moral associados com a possibilidade de socorro financeiro por parte do governo federal, ver Ardeo e Villela (1996) e De Grauwe (1994).

Referências Bibliográficas

- ALESINA, A. e DRAZEN, A. (1991). Why are stabilizations delayed? *The American Economic Review*, v. 81, n. 5, December, p. 1.170-88.
- ALESINA, A. e PEROTTI, R. (1996). Budget deficits and budget institutions. *IMF Working Paper*, 96/52, May, 32.
- ALESINA, A. e TABELLINI, G. (1990). A positive theory of fiscal deficits and government debt. *Review of Economic Studies*, n. 57, p. 403-14.
- ALMEIDA, A. O. de A. (1996). Evolução e crise da dívida pública estadual. *Texto para Discussão*, n. 448. Brasília: Ipea.
- ANDRADE, E. (1992). Os bancos comerciais estaduais no Brasil: do final dos anos sessenta à crise dos anos oitenta. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: Departamento de Economia da PUC-RJ.
- ARDEO, V. e VILLELA, R. (1996). Credibilidade e a questão fiscal de estados e municípios. *Conjuntura Econômica*, v. 50, n. 6. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, junho.
- BACHA, E. e LAMOUNIER, B. (1992). Redemocratization and the impasse of economic reform in Brazil. *Paper* apresentado na Overseas Development Council Workshop, no Rio de Janeiro.
- BARRO, R. (1979). On the determination of the public debt. *Journal of Political Economy*, v. 87, p. 940-7.
- BEVILAQUA, A. e WERNECK, R. (1997). Fiscal-policy sustainability in Brazil. Maio, mimeo.
- BLANCHARD, O. e FISCHER, S. (1989). *Lectures on macroeconomics*. MIT Press.
- CUKIERMAN, A. e MELTZER, A. H. (1989). A political theory of government debt and deficits in a neo-Ricardian framework. *The American Economic Review*, v. 79, n. 4, September, p. 713-32.
- DE GRAUWE, P. (1994). *The economics of monetary integration*. Oxford University Press.
- DORNBUSCH, R. e EDWARDS, S. (1990). Macroeconomic Populism. *Journal of Development Economics*, n. 32, p. 247-77.
- DRAZEN, A. e GRILLI, V. (1993). The benefit of crisis for economic reform. *The American Economic Review*, June, p. 588-608.
- EHDAIE, J. (1994). Fiscal decentralization and the size of government: an extension with evidence from cross-country data.

-
- Policy Research Working Paper*, n. 1387. Washington, D.C.: World Bank.
- FARIA, L. V. de (1997). Dinheiro barato. *Conjuntura Econômica*, v. 51, n. 1. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, janeiro.
- GIAMBIAGI, F. (1995). Uma proposta de engenharia financeira para a federalização da dívida mobiliária e de ativos estaduais. *Texto para Discussão*, n. 31. Rio de Janeiro: BNDES.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (1997). Brazil synthesis of state finance studies. *Discussion Paper*. Regional Operations Department 1, august.
- PERSSON, T. e SVENSSON, L. (1989). Why a stubborn conservative would run a deficit: policy with time-inconsistent preferences. *Quarterly Journal of Economics*, May, p. 325-45.
- RIGOLON, F. (1993). Independência do Banco Central: o caso brasileiro. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: Departamento de Economia da PUC-RJ.
- RILEY, J. (1980). Strong evolutionary equilibrium and the war of attrition. *Journal of Theoretical Biology*, n. 82, p. 383-400.
- TANZI, V. (1995). Fiscal federalism and decentralization: a review of some efficiency and macroeconomic aspects. *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1995*. Washington, D.C.: World Bank.
- VASCONCELOS, J. R. de e OGASAVARA, R. (1992). Análise econômico-financeira dos bancos estaduais. *Documento de Política*, n. 7. Brasília: Ipea.
- WERNECK, R. (1992). Fiscal federalism and stabilization policy in Brazil. *Texto para Discussão*, n. 282. Rio de Janeiro: Departamento de Economia da PUC-RJ.
- WORLD BANK (1995). Brazil: State debt: crisis and reform. *Regional Report*, n. 14.842.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 48 EMPREGO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: UMA CONTRADIÇÃO? – Sheila Najberg e Solange Paiva Vieira – setembro/96
 - 49 ABERTURA COMERCIAL E INDÚSTRIA: O QUE SE PODE ESPERAR E O QUE SE VEM OBTENDO – Maurício Mesquita Moreira e Paulo Guilherme Correa – outubro/96
 - 50 ALTERNATIVAS DE REFORMA DA PREVIDÊNCIA SOCIAL: UMA PROPOSTA – Fabio Giambiagi, Francisco Eduardo Barreto de Oliveira e Kaizô Iwakami Beltrão – outubro/96
 - 51 DO GATT À OMC: O QUE MUDOU, COMO FUNCIONA E PARA ONDE CAMINHA O SISTEMA MULTILATERAL DE COMÉRCIO – Elba Cristina Lima Rêgo – outubro/96
 - 52 MODELO DE CONSISTÊNCIA MACROECONÔMICA – Fabio Giambiagi e Florinda Pastoriza – janeiro/97
 - 53 NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO: BASES PARA A DISCUSSÃO DO AJUSTE FISCAL NO BRASIL – 1991/96 – Fabio Giambiagi – março/97
 - 54 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: FATORES QUE FAVORECERAM AS PRIVATIZAÇÕES NO PERÍODO 1985/94 – Licínio Velasco Jr. – abril/97
 - 55 A ECONOMIA POLÍTICA DAS POLÍTICAS PÚBLICAS: AS PRIVATIZAÇÕES E A REFORMA DO ESTADO – Licínio Velasco Jr. – maio/97
 - 56 CENÁRIO MACROECONÔMICO: 1997/2002 – Ana Cláudia Duarte de Além, Fabio Giambiagi e Florinda Pastoriza – maio/97
 - 57 A DESPESA PREVIDENCIÁRIA NO BRASIL: EVOLUÇÃO, DIAGNÓSTICO E PERSPECTIVAS – Fabio Giambiagi e Ana Cláudia Duarte de Além – maio/97
 - 58 UMA MATRIZ DE CONTABILIDADE SOCIAL ATUALIZADA PARA O BRASIL – Sandro C. de Andrade e Sheila Najberg – julho/97
 - 59 ABERTURA COMERCIAL: CRIANDO OU EXPORTANDO EMPREGOS – Maurício Mesquita Moreira e Sheila Najberg – outubro/97
 - 60 AUMENTO DO INVESTIMENTO: O DESAFIO DE ELEVAR A POUPANÇA PRIVADA NO BRASIL – Ana Cláudia Além e Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 61 A CONDIÇÃO DE ESTABILIDADE DA RELAÇÃO PASSIVO LÍQUIDO AMPLIADO/PIB: CÁLCULO DO REQUISITO DE AUMENTO DAS EXPORTAÇÕES NO BRASIL – Fabio Giambiagi – dezembro/97
 - 62 BNDES: PAPEL, DESEMPENHO E DESAFIOS PARA O FUTURO – Ana Cláudia Além – dezembro/97
 - 63 O INVESTIMENTO EM INFRA-ESTRUTURA E A RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO SUSTENTADO – Francisco José Zagari Rigolon e Maurício Serrão Piccinini – dezembro/97
 - 64 MECANISMOS DE REGULAÇÃO TARIFÁRIA DO SETOR ELÉTRICO: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O CASO BRASILEIRO – José Claudio Linhares Pires e Maurício Serrão Piccinini – julho/98
 - 65 O DESEMPENHO DO BNDES NO PERÍODO RECENTE E AS METAS DA POLÍTICA ECONÔMICA – Ana Cláudia Além – julho/98
 - 66 OPÇÕES REAIS E ANÁLISE DE PROJETOS – Francisco José Zagari Rigolon – março/99
 - 67 ESTRANGEIROS EM UMA ECONOMIA ABERTA: IMPACTOS SOBRE PRODUTIVIDADE, CONCENTRAÇÃO E COMÉRCIO EXTERIOR – Maurício Mesquita Moreira – março/99
 - 68 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: REESTRUTURAÇÃO RECENTE, COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS E VULNERABILIDADE À CRISE CAMBIAL – Fernando Pimentel Puga – março/99
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0XX21) 277-7447
Fax: (0XX21) 220-5874

Escritórios

Brasília

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (0XX61) 322-6251
Fax: (0XX61) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-904 – São Paulo – SP
Tel.: (0XX11) 251-5055
Fax: (0XX11) 251-5917

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (0XX81) 465-7222
Fax: (0XX81) 465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (0XX91) 216-3540
Fax: (0XX91) 224-5953

Internet

<http://www.bndes.gov.br>
