PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais

Graduação em Ciências Econômicas

James Costa Arthuso

**DIVÍDA PÚBLICA BRASILEIRA: Um estudo sobre sua evolução pós Plano Real**

Belo Horizonte

2015

James Costa Arthuso

**DIVÍDA PÚBLICA BRASILEIRA: Um estudo sobre sua evolução pós Plano Real**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Ricardo Rabelo

Belo Horizonte

2015

James Costa Arthuso

**DIVÍDA PÚBLICA BRASILEIRA: Um estudo sobre sua evolução pós Plano Real**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Ricardo Rabelo

Belo Horizonte, 08 de junho de 2016.

*A minha família e namorada pelo amor e incentivo. E também a sua família, pela ajuda e carinho sempre.*

**AGRADECIMENTOS**

*Quero deixar meu eterno agradecimento ao Prof. Ricardo Rabelo, por sua dedicação e paciência. Ele é parte fundamental para a concretização deste sonho.*

*Também quero agradecer aos amigos e familiares que estiveram sempre próximos, dando apoio nos momentos difíceis e sendo essenciais nessa conquista.*

 **RESUMO**

 O objetivo desta monografia foi identificar as principais causas do crescimento da dívida pública depois da implementação do Plano Real. Para isso, analisou-se várias fontes bibliográficas, estudos científicos sobre o tema e dados temporais sobre todos os tipos de variáveis que afetam direta ou indiretamente o endividamento, como câmbio, juros, inflação, etc...

 Ficou claro que não se pode estabelecer consensualmente qual variável foi determinante para que a dívida pública chegasse ao patamar atual, até porque consenso é algo inexistente quando tratamos de economia.

 Porém, a análise feita das políticas econômicas, da evolução da dívida pós-Plano Real, da estrutura da dívida e seus indexadores, conseguiu demonstrar que o conjunto de medidas monetárias e fiscais realizadas em um governo, pode afetar diretamente o nível de endividamento. Isso mostra o quão importante se torna esta monografia, uma vez que é sabido que endividamento e bem-estar social são grandezas inversamente proporcionais.

**ABSTRACT**

 The aim of this paper was to identify the main causes of the public debt growth after the implementation of the Real Plan. For this, we analyzed several bibliographical sources, scientific studies on the subject and temporal data on all kinds of variables that directly or indirectly affect the debt, such as foreign exchange, interest rates, inflation, etc ...

         It was clear that we can not establish consensually which variable was crucial for the public debt reached the current level, because consensus is something lacking when dealing with economy.

         However, the analysis of economic policy, the evolution of the post-Real Plan debt, debt structure and indexers, was able to demonstrate that the set of monetary and fiscal measures taken by a government, can directly affect the level of debt. This shows how important it is this monograph, since it is known that debt and welfare are inversely proportional magnitudes.

**SUMÁRIO**

**1 INTRODUÇÃO...................................................................................................... 15**

**2 DESENVOLVIMENTO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO...................................... 18**

**2.1 Concepções sobre crescimento econômico................................................ 18**

**2.2 Concepções sobre o Desenvolvimento Econômico x Endividamento..... 21**

**2.3 Concepções sobre a dívida pública pós Plano Real................................... 27**

**3 CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO BRASILEIRO E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA NO PERÍODO 94-98............................................. 30**

**3.1 Estrutura Tributária e Constituição de 1988................................................... 30**

**3.2 Plano Real e Medidas Fiscais de Emergência................................................ 34**

**3.3 Estrutura da Dívida e Indexadores.................................................................. 37**

**3.4 Privatizações como amortização da Dívida e moedas de privatização (moedas podres)...................................................................................................... 39**

**4 RAZÕES E CONDIÇÕES DO CRESCIMENTO EXPONENCIAL DA DÍVIDA.... 49**

**4.1 Política Econômica e Dívida............................................................................. 49**

**4.2 Acordo com o FMI, Superávit primário e Políticas de metas de inflação... 51**

**5 CONCLUSÃO........................................................................................................ 52**

**REFERÊNCIAS......................................................................................................... 55**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**.**

**1 INTRODUÇÃO**

Desde os primórdios do capitalismo, a dívida pública é utilizada como forma de financiar os gastos dos governos. Da Grécia Antiga aos tempos atuais, do aumento de impostos à emissão de títulos públicos, sempre houve algum tipo de ferramenta governamental agindo em prol do ajuste das contas públicas. O que mudou, historicamente, nessas finanças, foram as formas e a complexidade na elaboração destes financiamentos.

 O Tesouro Nacional define Dívida Pública Federal como “[...] dívida contraída pelo Tesouro para financiar déficits do Governo Federal, incluído o financiamento da própria dívida e operações com finalidades específicas definidas em lei.” (BRASIL, 2012a).

 Dessa forma, entende-se que a dívida pública nada mais é do que uma transferência temporal de custos, ou seja, a dívida geraria um bem estar no presente, para ser pago no futuro.

 Para que se compreenda o patamar atual da dívida, deve-se voltar ao início do Plano Real, em 1994. Turolla (2002) menciona que, a partir da implantação do Plano Real, a relação dívida bruta/PIB (D/Y) aumentou consideravelmente, passando de 38,14% em 1991, para 76% em dezembro de 2002, um aumento considerável.

 Nakano (2005) faz uma crítica ao modelo de regime fiscal brasileiro e afirma que qualquer tentativa de se explicar o porquê da taxa de juros brasileira serem tão altas, seria uma das tarefas mais complexas e controversas da economia. Quando o autor se atenta às possibilidades de se explicar os motivos desse nível de taxa de juros, ele aponta alguns fatos que podem ser responsabilizados por tamanha controvérsia. Entre eles estariam as características marcantes do sistema monetário e da dívida pública brasileira; a estratégia de integração de crescimento adotada pelo Brasil de atração de capitais financeiros do exterior, que se materializou na política macroeconômica adotada pelo governo FHC e mantida pelo governo Lula; componente convencional que tem raízes na inflação alta, fracassos sucessivos de planos de estabilização, moeda e dívida pública indexada a juros e crise fiscal do estado; e a regra de política monetária adotada pelo Banco Central.

 Mas não se pode fazer um estudo da dívida pública sem levar em conta as variáveis que compõem essa dívida. Santos (2002) afirma que embora houvesse uma expansão considerável em termos reais dos gastos da União no período de 1994 a 2008, a expansão nas receitas foi ainda mais emblemática.

 O crescimento do PIB a taxas constantes e o ambiente de liquidez internacional experimentado até 2008, fizeram com que a relação dívida/PIB caísse significativamente. Dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), demonstram que a dívida pública líquida vinha de quedas consecutivas, por quatro anos seguidos desde o ano de 2009. Ela saiu de 42,1% do PIB em 2009 para 33,6% do PIB em 2013. (BRASIL, 2012b).

 Lopreato (2015b) afirma que um dado que deve ser levado em conta nessa queda, é o fato de que os juros da taxa SELIC chegaram a seu menor patamar em outubro de 2012, alcançando a taxa de 7,25% a.a.

 Dados de 2014 demonstram que a dívida líquida brasileira depois de vários anos de quedas seguidas, encerrou 2014 em R$ 1,883 trilhões de reais, ou seja, 36,7% do PIB. A dívida bruta ficou em R$ 3,252 trilhões, o que representa 63,4% do PIB, ou seja, o maior patamar desde 2006. (DÍVIDA..., 2015).

 Esses dados comprovam que a política de endividamento de um país é algo a ser observado bem de perto. Qualquer descuido ou excesso, pode levar a grandes impactos na sociedade como um todo, principalmente na população menos favorecida.

 É sabido que o “malabarismo” econômico, com ajustes fiscais e aumento de tributos, não é nenhuma novidade na história política e econômica do país, e suas consequências impactam diretamente na queda da renda, na diminuição dos investimentos e no aumento do desemprego. Medidas essas que influenciam diretamente na vida das pessoas e que tem um propósito muito claro: o pagamento dos juros e amortizações da dívida.

 Embora seja importante conhecer os malefícios gerados por uma má administração da dívida pública, é também de suma importância a compreensão dos fatos geradores desse endividamento e como ele se deu. Não se deve analisar somente as consequências, mas principalmente as causas dessas distorções econômicas.

 Nakano (2005) constata que o modelo de rolagem da dívida brasileira certamente está ligado ao perfil da má distribuição de renda brasileira. Por essa razão, aqueles que ocupam cargos no executivo nacional estarão numa eterna encruzilhada: terão na dívida pública um aliado na rolagem de suas dívidas, porém, ao mesmo tempo, um inimigo, devido aos elevados dispêndios gerados pela amortização da dívida e seus juros. Dessa forma, torna-se necessária a compreensão do momento de expansão da dívida e como ela acontece.

 Por isso, o estudo do tema “dívida pública pós Plano Real” apesar de complexo, por exigir o estudo de duas importantes escolas do pensamento econômico, a keynesiana e a novo-clássico, mostra-se muito relevante, pois, trará esclarecimento acerca de um fato fundamental, que é a forma como foi adquirida grande parte da dívida pública brasileira.

 Dessa forma, pode-se resumir a questão principal deste trabalho na seguinte indagação: Quais fatores foram determinantes no aumento da dívida pública após a implementação do Plano Real?

 Tomando essa pergunta-chave como ponto de partida, esse trabalho proporcionará um maior esclarecimento sobre o tema, elucidando os fatos, e avaliando as suas causas e suas consequências.

 Buscando responder essa questão, essa monografia apresenta-se em cinco capítulos.

 No primeiro capítulo, trata-se da introdução, fazendo um breve resumo do tema da monografia, e apresentando-o ao leitor.

 No segundo capítulo, estabelece-se o referencial teórico, onde se procura apresentar e dar embasamento ao tema proposto, desenvolvendo tópicos relativos a crescimento econômico, desenvolvimento econômico x endividamento, e sobre a dívida pública pós Plano Real.

 No terceiro capítulo, desenvolve-se as condições de financiamento do Estado e a administração da dívida, analisando a Constituição de 1988 e como ela influenciou o sistema tributário brasileiro.

 No quarto capítulo, faz-se uma análise das razões e condições do crescimento exponencial da dívida, analisando a política econômica, superávit primário, a situação da dívida, o acordo com o FMI e a política de Metas de Inflação.

 E para finalizar, no quinto capítulo expõe-se a conclusão do trabalho.

 Julgamos que a monografia possa ser uma contribuição para análise deste tema, de crucial importância ainda hoje para a economia brasileira.

**2 DESENVOLVIMENTO E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO**

 Alvo de constantes estudos científicos, o crescimento econômico das nações tornou-se um dos grandes mistérios a ser desvendado pelos cientistas econômicos. Compreender porque algumas nações se tornaram ricas e desenvolvidas e porque outras não conseguem prosperar é uma das maiores incógnitas econômicas que perdura por muito tempo. Várias teorias foram formuladas e vários debates foram realizados. De Adam Smith a Keynes, Ricardo a Friedman, diversos economistas continuam tentando desvendar quais são as variáveis determinantes sobre o crescimento econômico. Muito se descobriu desde então, mas, como a economia é uma ciência em constante mutação, provavelmente muito ainda têm-se a descobrir.

 Alguns economistas, como os keynesianos, apostam que o endividamento público é a principal engrenagem para que ocorra o crescimento econômico em momentos de estagnação da economia. Já alguns economistas de outras correntes, como os novo-clássicos, não acreditam que o endividamento tenha alguma relevância sobre essas variáveis relativas ao crescimento da economia (HERMANN, 2006).

 Dessa forma, o que se apresenta neste trabalho, é um aprofundamento sobre essas correntes teóricas, para que se entenda o que os principais pensadores econômicos têm a dizer sobre o endividamento e suas consequências sobre o crescimento econômico.

**2.1 Concepções sobre o crescimento econômico**

 Como o presente trabalho enfoca o tema “dívida pública”, um apanhado sobre o assunto, através da ótica de diversos autores, se faz necessário. Assim, os estudos iniciam-se a partir da concepção de crescimento do PIB, já que a principal medida do nível de endividamento se dá pela relação entre o montante da dívida (D), pelo valor do produto interno bruto (Y), representados na fórmula D/Y.

 Já no séc. XV, a preocupação com a geração de excedentes e o crescimento econômico era foco de observações e estudos. Citado por Forstarter (2009), Quesnay, assim como os fisiocratas, viam a agricultura como o único setor produtivo, o único capaz de produzir excedente. Portanto, para que aumentasse sua produtividade e por sua vez a lucratividade das terras agrícolas, os investimentos de capital deveriam ser direcionados à quantidade e qualidade de ferramentas, e implementos. De acordo com o autor, os fisiocratas acreditavam que promovendo a agricultura, modernizando o setor, e aumentando sua produção, haveria um aumento de suas vendas e receitas, que geraria um excedente maior e realimentaria toda a economia.

 Já seu contemporâneo, Adam Smith, não dividia da mesma opinião que Quesnay e os fisiocratas. Possas (1997) afirma que na visão de Smith, a riqueza só poderia ser ampliada através da divisão do trabalho, gerando assim um aumento da produtividade. E esse aumento ocorreria através da acumulação de capital, de uma expansão dos mercados consumidores, e do aumento da liberdade entre os mercados.

 Santos (2002), complementa dizendo que para Smith, só pode haver aumento da riqueza nacional através do aumento da renda e do capital. Assim, numa economia em crescimento, a produção iria aumentar proporcionalmente mais que a taxa da economia desse país, gerando um acréscimo de capital. Ainda de acordo com o autor, a formação de capital é dependente de duas variáveis diretamente ligadas à forma de atuação estatal no mercado, que é a taxa de lucro líquido e a recompensa pelo risco de investimento.

 Smith (1983), também acreditava que os salários teriam um aumento maior que os preços ao longo do tempo, e esse aumento faria com que as oportunidades de investimento diminuíssem, pois com os aumentos dos salários, as taxas de lucratividade se reduziriam.

 Já Ricardo, citado por Santos (2002), defendia que a variável que dimensiona o crescimento econômico é o lucro, pois, o crescimento dependia da acumulação de capital, que depende diretamente da taxa de lucratividade da economia.

 Se para Smith (1983), com o tempo haveria uma redução na taxa de lucratividade dos investimentos devido ao aumento dos salários, Ricardo (1982), não acreditava que houvesse essa relação entre queda nos lucros e aumento dos capitais.

 Outro importante autor que fez estudos aprofundados sobre o crescimento econômico foi Schumpeter. De acordo com Laplane (1997), a obra de Schumpeter é “uma visão original da dinâmica econômica capitalista, na qual a ruptura das rotinas estabelecidas e a transformação das estruturas existentes assumem papel de destaque”. (LAPLANE, p.60, 1997).

 No estudo de Schumpeter, de acordo com Santos (2002), existem importantes variáveis que devem ser consideradas quando se trata de crescimento econômico e desenvolvimento econômico. Segundo Santos (2002) ainda citando Schumpeter, as variáveis que afetam o crescimento da economia são os meios de produção, os recursos naturais, e a força de trabalho. Já as variáveis responsáveis pelo desenvolvimento da economia seriam o nível de conhecimento aplicado da sociedade e o impacto das transformações sociais sobre a produtividade.

 Schumpeter, de acordo com Santos (2002), afirma que os ciclos econômicos ocorreriam normalmente, com momentos de alta, queda, e estabilidade da economia.

 Em relação aos ciclos econômicos, Laplane diz que:

A inovação deflagra um processo de destruição das estruturas econômicas existentes e de criação de novas estruturas. O desenvolvimento capitalista é marcado, assim, por rupturas, desequilíbrios, e descontinuidades. A inovação é, portanto, a causa última da instabilidade nas economias capitalistas. Segundo Schumpeter, os ciclos econômicos são reflexo inevitável das tensões provocadas pelo processo de desorganização/reorganização das estruturas, induzido pelas inovações. Em outras palavras, nas economias capitalistas o desenvolvimento está irremediavelmente associado à instabilidade e assume a forma cíclica. (LAPLANE, 1997, p. 60).

 Friedman foi outro grande economista a investigar profundamente o papel dos governos na condução das políticas econômicas. Representante principal dos chamados monetaristas, Friedman de acordo com Forstarter, foi um “forte defensor dos livres mercados, e um importante crítico da intervenção governamental na economia”. (FORSTARTER, 2009, p. 58).

 Sobre isso Forstarter afirma:

Friedman e os monetaristas argumentavam contra a eficácia das políticas monetárias e fiscais para promover o pleno emprego e o controle da inflação. A política monetária expansionista levaria à inflação, enquanto a política fiscal expansionista estaria completamente desbalanceada pelas reduções dos gastos privados. O aumento do gasto governamental, se financiado com tributação, reduziria a renda privada disponível, levando a níveis mais baixos de consumos e poupanças, e cortaria investimentos. Se o gasto governamental aumentado fosse financiado por empréstimos, a redução na poupança reduziria ainda mais o gasto privado, com o efeito líquido de nenhum aumento na despesa agregada. (FORSTARTER, 2009, p.58).

 Segundo Hermann (2006), na teoria keynesiana, o enfoque principal estaria no “princípio da demanda efetiva”, que afirma que são as decisões de gastos privados e investimentos que determinam o ritmo da atividade econômica. Na visão de Keynes (1988), os níveis de emprego e produção, portanto, da economia, sofreria oscilações.

 De acordo com Oreiro, Sicsu e Paula (2003), as políticas keynesianas têm por objetivo o crescimento do produto e do emprego de forma conjunta, e a manter a inflação em baixos patamares. O autor desacredita nas forças de mercado que manteriam as taxas de pleno emprego e nas políticas de restrição de demanda como enfrentamento de desequilíbrios macroeconômicos e inflacionários.

 Hermann (2006), conclui que as expectativas negativas sobre a economia gerariam desinvestimentos, que por sua vez gerariam desemprego e queda na renda. Portanto, caberia ao Estado uma política anticíclica, de forma que diminuísse o pessimismo e a economia voltasse a crescer de forma constante.

**2.2 Concepções sobre o desenvolvimento econômico x endividamento na teoria**

Existe uma grande divergência de ideias entre economistas ortodoxos e heterodoxos quando o assunto é a forma como deve ser gerida a dívida pública, de maneira que haja crescimento econômico duradouro e sustentável. As principais questões são relativas à como e quando deve haver investimentos em infraestrutura, quais as ações que o Governo deve tomar quanto à inflação, taxa de juros ou câmbio, sobre as políticas monetária e fiscal e a relação de poder existente entre as estruturas institucionais. Este debate teórico permanece fundamentado nos princípios da economia clássica ou keynesiana, resultando em grandes divergências.

Na vertente heterodoxa, Bruno (2010), argumenta que a partir do período pós-liberalização, onde se iniciaram as transformações estruturais dos anos 1990 e as bases institucionais para o atual regime de crescimento foram consolidadas, houve a substituição das altas taxas de inflação pelas altas taxas de juros reais, ou seja, uma mudança da situação de “hiperinflação” para o “hiperjuro”. Nessa mudança, ainda segundo o autor, o grande beneficiado foi o setor bancário-financeiro, pois, ele saiu ganhando em ambas as situações.

 Notadamente, a partir dessas transformações, há uma disparada da Taxa Selic e como não poderia ser diferente, da Divida Pública entre 1999 e 2003. Velloso (2008) afirma que houve um grande esforço fiscal a partir de 1999, mas, o cenário era muito desfavorável, com uma relação Dívida/PIB elevada e fraco crescimento econômico, restando ao governo criar superávits para tentar diminuir a relação da dívida.

 De acordo com Bruno (2010) a dívida pública se tornou a principal forma de acumulação no período de 1991 a 2008, o que não acontecia anteriormente. As crises inflacionárias não deixavam evidente essa finalidade. Segundo o autor, a relação dívida interna/PIB se expande numa tendência linear, saindo de 1% em 1991 para 50% em 2010. O autor critica a inserção internacional do país, que limita as opções de política econômica e reduz o volume de recursos públicos, afetando negativamente os investimentos e a formação de poupança do governo.

 Na visão de Bruno (2010), é de grande utilidade compreender o regime fisco-financeiro, que é a articulação entre as finanças do Estado e as finanças privadas, pois, a partir daí, pode-se compreender como é formatada a política fiscal e as trajetórias que serão tomadas pela dívida pública:

A economia é um sistema dinâmico, não linear e complexo, pequenas alterações em variáveis fundamentais à acumulação de capital, como as taxas de juros e de câmbio, tendem a provocar mutações estruturais permanentes em suas possíveis trajetórias [...] a política monetária necessariamente afeta suas trajetórias tecnológicas e, portanto, o produto potencial, já que influencia as decisões de alocação de poupança entre suas formas produtiva e improdutiva. ( BRUNO, 2010, p.74 ).

 Velloso (2008) na vertente ortodoxa, observa que em 2008 houve uma mudança quanto à gestão fiscal, pois, o problema de crise de iliquidez e insolvências que perdurou até 2003 estavam superados. Porém, outro problema surgiu como questão central, que é a pressão dos gastos públicos sobre a demanda agregada. De acordo com o autor, com o forte crescimento entre 2003 e 2008, todos os componentes da demanda agregada passaram a crescer fortemente, o que exigiria uma política fiscal de controle de gastos. Com isso, ainda de acordo com Velloso, não ocorrendo este controle, a expansão dos gastos passaria a constituir o ponto de partida de um ciclo vicioso, que colocaria a economia em um equilíbrio caracterizado por: taxa de juros reais elevados, inflação sob controle, taxa de câmbio valorizada e volátil, reservas elevadas e com alto custo fiscal, voltando os riscos de insolvência.

 Hermann (2006) têm uma visão consoante com a de Velloso, pois, ele afirma que o cenário de crônico desequilíbrio fiscal que tem caracterizado as contas públicas brasileiras desde 1980 acabaram por engendrar um perigoso círculo vicioso. As constantes dificuldades de financiamento do governo desde então alimentam estimativas de elevado risco de defaultda dívida pública, por parte de seus detentores ou potenciais compradores, que por sua vez, resultam em elevado custo de rolagem da dívida vincenda, bem como para a colocação de novos títulos no mercado, afetando negativamente a capacidade de financiamento do governo. Esta deterioração, por fim, “confirma” o elevado risco estimado, realimentando todo o processo.

 Théret citado por Bruno (2010), afirma que “o grau de restrição financeira sob o regime monetário depende do lugar ocupado pelas finanças privadas no conjunto do sistema”, ou seja, quando as finanças privadas são privilegiadas em relação às finanças públicas, elas dominarão o cenário de regulação político, colocando o crédito como ator principal no financiamento do déficit financeiro, atribuindo aos encargos da dívida do Estado um papel central nesse regime fisco-financeiro.

 A manipulação na taxa Selic, que remunera os títulos públicos, não é a primeira opção de Velloso (2008), quanto aos instrumentos disponíveis para controlar a relação dívida/PIB no curto prazo:

Reduzir a taxa de juros real da economia é uma opção que também enfrenta limitações. No curto prazo, depende das decisões do Banco Central para a taxa Selic, em que, dentro de um regime de metas para a inflação, essas decisões são tomadas visando controlar a inflação, e não a reduzir o estoque da dívida pública. Já no longo prazo, a taxa real de juros depende de fatores institucionais e estruturais, como a facilidade de recuperação de crédito e a produtividade marginal do capital. Assim, a política fiscal tem pouca capacidade de alterar diretamente a taxa de juros, embora, indiretamente, um programa de ajuste fiscal possa contribuir muito para a sua redução. (BRUNO, 2010, p.268).

 Quando se analisa os instrumentos disponíveis para controlar a relação D/Y no curto prazo, a escola ortodoxa revela um compromisso com a visão da hierarquia entre as finanças públicas e privadas apontada por Bruno. Bruno (2010) afirma que a hierarquia das formas institucionais é fator determinante para caracterizar o regime fisco-financeiro. Segundo o autor, estas relações é que definirão as particularidades do modelo econômico, a formatação e as formas da gestão da política econômica.

 Bruno (2010) alega que a formatação da política econômica brasileira está focada em um modelo neoliberal, caracterizado por: liberalização comercial e financeira com mercado de derivativos profundo, elevado grau de internacionalização de plantas industriais de setores estratégicos, regime monetário-financeiro à elevada restrição, regime de câmbio flutuante com viés de apreciação real, e grande flexibilidade quantitativa e salarial das relações de emprego. Após essas considerações, o autor define que a função desempenhada pelo Estado brasileiro é o de grande fiador desse sistema neoliberal, garantindo que lucros, acumulação bancária e financeira, retornem às mãos de empresas nacionais e internacionais, para serem alocados nos mercados globais, com baixos custos de movimentação, como desejam os proprietários e acionistas.

 Velloso (2008) contradizendo Bruno, afirma que o esforço feito a partir de 1999 para gerar resultados primários positivos nas contas públicas foi bem-sucedido. Ele credita a decisão de fazer tal ajuste fiscal às ameaças de iliquidez e insolvência por parte do Governo. Segundo o autor, quando existe essa ameaça de iliquidez, esta domina a atenção dos credores, que correm risco de não receber seus créditos no curto prazo. De acordo com Velloso (2008), toda sinalização de que a relação dívida/PIB está crescendo de forma contínua, sem reação do Governo, é motivo de movimento especulativo do mercado financeiro sobre a liquidez do Governo, acompanhado de fuga de capitais e crise cambial.

 Sobre essa questão, Hermann (2006) discorda de Velloso, pois, segundo o autor, quando se consideram a evolução da relação D/Y no período de 1999 a 2002, a estratégia de ajuste fiscal se demonstra mal sucedida, devido ao fato de que, embora o setor público tenha gerado sucessivos superávits e cumprido a sua parte, a relação D/Y elevou-se continuamente. Afirma Hermann:

...a comparação numérica entre os superávits e os juros nominais comporta também, do ponto de vista lógico e aritmético, uma interpretação oposta à atualmente dominante: não seriam os superávits que teriam se mostrado “pequenos” frente aos juros nominais, mas estes que se mostraram “muito grandes” frente aos superávits obtidos. Vale lembrar, quanto a este aspecto, que as metas iniciais de superávit primário estabelecidas pelo governo, no âmbito do acordo com o FMI – 2,6% do PIB em 1999 e 2,8% em 2000-01 – foram, por diversas vezes, revistas para maior (sendo de 3,88% do PIB a meta para 2002) e, ainda assim, foram sempre cumpridas com folga. Diante disso, o argumento da insuficiência mostra-se parcial e equivocado, não enxergando que a suficiência (ou não) de alguma coisa é sempre uma grandeza relativa e que, no caso em questão, a variável “rebelde” tem sido o montante das despesas financeiras do governo, que insiste em “fugir” às previsões e aos cálculos que orientam a fixação de metas para o superávit primário, bem como suas revisões periódicas. (HERMANN, 2006, p. 02).

 Assim, de acordo com Hermann (2006), o bom desempenho das contas públicas primárias sugere que o “erro” não está na gestão fiscal propriamente dita, isto é, no manejo do orçamento público, mas sim no modelo de ajuste ou na gestão da própria dívida. Este se inspira, em grande parte, no chamado “modelo da equivalência ricardiana”, de filiação novo-clássica, que condena a política de déficit público, alegando ser este, bem como a dívida pública que o financia, um fator de ineficiência alocativa.

 Velloso (2008) também faz uma análise na mesma linha, pois, de acordo com o autor, o déficit primário é a principal variável a ser controlada quando se leva em conta a relação dívida pública/PIB no curto prazo. O autor ainda afirma que é pela contenção das despesas não-financeiras e da elevação das receitas não-financeiras do setor público que se impede a escalada da relação dívida/PIB.

 Bruno (2010) demonstra como e quando uma forma institucional é superior à outra, e mostra que essa hipótese explica porque a economia brasileira permanece nesse contexto de juros altos frente aos padrões internacionais. O autor afirma que de 1995 a 2008 a arquitetura institucional é amplamente favorável aos detentores de capital e os mercados financeiros.

 Werlang (2008) em concordância com Velloso, afirma que qualquer tentativa para reduzir os juros ou para evitar que o dólar voltasse a se valorizar teria que passar por uma alteração que desse maior relevância à contenção fiscal, ou seja, seria necessário um controle do aumento dos gastos públicos. O autor menciona que “A perspectiva de continuados aumentos da taxa Selic pelo Banco Central tem causado alguma apreensão [...] essa situação perdurará enquanto os gastos públicos mantiverem seu vigoroso ritmo de expansão”. (WERLANG, 2008).

 De acordo com Bruno (2010), o problema é sistêmico, não se trata simplesmente da forma como é gerida a dívida. Para o autor, o processo de financeirização ao qual o Brasil esta sujeito é responsável pelo aumento das crises bancárias e financeiras, taxas de crescimento menores e maior volatilidade da economia. O não crescimento do PIB se deve, segundo Bruno (2010), ao comportamento dos detentores do capital. Estes preferem aplicar seu capital em ativos financeiros, diminuindo a poupança das empresas e famílias, que poderiam ser alocados em ativos reais, gerando maior arrecadação e crescimento.

 Este processo, de acordo com Bruno (2010), invalida no plano empírico a neutralidade da política monetária, eleva o poder das classes rentistas e dos detentores do capital sobre o Estado. E quanto à poupança, contrariamente do discurso comum, o problema não está na falta desta, mas na sua alocação entre as formas produtiva e improdutiva.

 A qualidade dos gastos públicos é outro fator levantado por Bruno (2010), já que investimentos em infraestrutura de transporte, educação, saúde e saneamento básico criam as bases necessárias à expansão do investimento privado. Segundo o autor, os déficits gerados pelo financiamento desses investimentos serão cobertos a médio e longo prazo pelos acréscimos em riqueza da nação: “[...] a qualidade dos gastos públicos deve ser introduzida nessa avaliação, pois os gastos com investimentos públicos são autofinanciáveis na medida em que sua taxa de retorno supera os custos incorridos e elevam a riqueza líquida da sociedade”. (BRUNO, 2010).

 Por outro lado, Velloso (2008) afirma que o investimento, mesmo o que aumentará as receitas fiscais no futuro, não é bem visto pelo mercado quando o governo se encontra em situação de iliquidez:

Em uma situação de desconfiança do mercado quanto à capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo do Governo, mesmo uma elevação da relação Dívida/PIB que seja potencialmente sustentável no longo prazo, não deteriorando as condições de solvência (por exemplo, um aumento do endividamento para financiar um investimento público que gerará forte aumento da receita fiscal no futuro), será mal recebido pelo mercado, pois, reduzirá a liquidez disponível para pagar as obrigações vincendas no curto prazo. Por isso a importância de se monitorar mês a mês a evolução da relação dívida/PIB quando se corre risco de crise de iliquidez. (VELLOSO, 2008, p. 267).

 Velloso afirma que “[...] a obtenção de resultados primários positivos é a ferramenta básica para se manter o controle sobre a trajetória da relação dívida/PIB.” (VELLOSO, 2008)

 Para Werlang (2008), somente uma redução da demanda via corte dos gastos públicos poderia segurar os constantes aumentos dos juros para conter a inflação.

 Bruno (2010) refuta esta proposição citando como exemplo a Lei de Responsabilidade Fiscal, que limita os gastos dos governos com pessoal e gastos sociais, mas não age com o mesmo rigor na limitação dos juros a serem pagos pelos empréstimos tomados por eles. Segundo o autor, isso faz com que haja uma expansão fiscal sem precedentes, uma vez que para cobrir as novas dívidas contratadas, os governos têm que aumentar a já elevada carga tributária brasileira.

**2.3 Concepções sobre a Dívida Pública Pós Plano Real**

 Algumas críticas ao modelo de endividamento brasileiro já foram feitas por vários autores, em vários estudos após a implementação do Plano Real. Algo que parece ser consenso é a constatação do malefício gerado pela alta taxa de juros neste período.

 Oreiro, Sicsu e Paula (2003) já mencionava o fato de que, o baixo crescimento do PIB no período entre 1996 e 2002, não estava relacionado às condições de oferta da economia, mas sim, porque a demanda agregada era insuficiente. Segundo o autor, essa restrição de demanda tem origem na vulnerabilidade externa e na condução da política econômica do governo. Segundo o autor, a junção da vulnerabilidade externa, a volatilidade cambial, mais a adoção da política de elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central, eram fatores determinantes para o aumento da dívida pública. Por sua vez, esses fatores mantinham o nível baixo de demanda agregada e o quadro de instabilidade econômica no país.

 Turolla (2002) analisa o período de 1994 a 2002, e constata que a dívida praticamente duplica nesse período. De acordo com o autor, no período entre 1994 a 1998, dentro do regime fiscal, dois fatores se destacaram na evolução da dívida: primeiramente, a geração de superávits primários insuficientes. O segundo fator, seria que, em um regime de câmbio administrado pelo Banco Central, as respostas da política monetária aos choques externos acabariam por aumentar ainda mais o serviço da dívida.

 Hermann (2006) em sua análise do período de 1999 a 2003, já expunha a necessidade de mudanças na gestão da dívida pública. O autor criticava a indexação da dívida à variáveis tão instáveis como o câmbio e a taxa Selic, pois, não havia nenhuma explicação plausível para que a dívida pública fosse usada como hedge para as incertezas do mercado financeiro.

 Turolla (2002) destaca que, no período entre 1999 e 2002, com a introdução do câmbio flutuante, a depreciação da taxa de câmbio passou a ter maior influência sobre a relação dívida/PIB. Outro aspecto levado em conta pelo autor, é que, o reconhecimento dos passivos contingentes também teve impacto sobre a dívida, porém, de ordem limitada, devido à sua compensação parcial pelas receitas das privatizações.

 Sobre os passivos contingentes, Oreiro, Sicsu e Paula (2002) afirma que o rápido crescimento da dívida, resultou de reconhecimento de esqueletos fiscais e da combinação de elevada taxa real de juros, e baixo crescimento do produto.

 Nakano (2005) é outro crítico à forma como é gerida a dívida pública brasileira. O autor afirma, que, explicar porque a taxa de juros do Brasil permanece entre as mais altas do mundo, é um grande desafio. Segundo o autor, não enfrentar essa questão, seria o mesmo que privar o país da oportunidade de crescimento a taxas sustentáveis e dotar o país de estoque de capital, para que, dessa forma, se possa absorver os trabalhadores subempregados e desempregados.

 Nakano concorda com Hermann, quando afirma que um dos principais problemas da dívida brasileira é a alta taxa de juros. A respeito disso, Nakano diz: “Temos que enfrentar a questão das altas taxas de juros, certamente, o nosso maior problema econômico”. (NAKANO, 2005, p. 01).

 Morais e Saad-Filho (2011) afirmam que até 2008, houve um período de queda constante na dívida pública, devido ao ativismo estatal, ambiente internacional de liquidez e expansão da demanda interna e externa, que fizeram com que o PIB crescesse junto com a receita.

 Lopreato (2015a) afirma que a partir de 2011, a redução da taxa de juros passa a ocupar um lugar de destaque na agenda oficial do Governo, devido às implicações para a economia e na estrutura de financiamento do país. Para o autor, sua afirmativa se sustenta no movimento de queda da taxa de juros até outubro de 2012 e principalmente, na sua permanência em 7,25% a.a até março de 2013. Esse fato, segundo Lopreato (2015a), fez com que houvesse uma mudança na dinâmica do mercado financeiro, abrindo o debate sobre alternativas de aplicação e meios para que se recuperasse os ganhos.

 Outro ponto levantado por Lopreato (2015a) foi o fato de que a queda nos juros repercutiu diretamente na estrutura da dívida pública. Com isso, recuperou-se o interesse na articulação entre os mercados monetário e de títulos públicos, no custo de rolagem da dívida e como esta implica sobre as taxas de rentabilidade dos diferentes setores da economia brasileira.

 Lopreato (2015b) afirma que desde 2012, o Tesouro Nacional adotou um movimento de troca dos títulos indexados à Selic, buscando diminuir as aplicações atreladas aos juros básicos estimadas em 60% do patrimônio, para alcançar após o período de transição, o teto de 20% de participação dos ativos remunerados pela taxa de juros. Ainda segundo o autor, o resgate dos títulos remunerados pela Selic ainda pode avançar, pois, o montante a vencer até 2015 é de 77,3% do total no mercado, bastando que não ocorram volumes significativos de novas emissões.

**3 CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO BRASILEIRO E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA NO PERÍODO 94-98**

A questão do endividamento brasileiro não é fato recente. Os indexadores utilizados são remanescentes da década de 1970 e 1980, o falho sistema tributário de hoje, tem origem na Constituição de 1988 e o regime fiscal e liberal de Fernando Henrique Cardoso se iniciou no governo Collor, em 1990. Apesar de complexos, a análise desses fatos trará mais esclarecimentos acerca do tema da monografia.

**3.1 Estrutura Tributária e Constituição de 1988**

 Mendes (2015) observa que a raiz do problema da estrutura fiscal e tributária se deu um pouco antes da Constituição, no fim do regime ditatorial, em 1985. Todas as demandas direcionadas à população mais pobre, que não foram atendidas durante os 21 anos do regime militar, acabaram por se tornar prioridade pela classe política, uma vez que, para que esta se mantivesse no poder, necessitava dos votos dessa maioria, pobre e desassistida. A partir daí, houve uma grande demanda por políticas de assistência social, educação e saúde pública.

 Ainda segundo o autor, a classe média também se mobilizou, pois, com a redemocratização, recobrou-se o direito de greve, a associação em sindicatos, e outras instituições formadas por indivíduos com o mesmo interesse, como aposentados, trabalhadores, consumidores, etc... Estes grupos tinham grande poder de pressão e também conseguiram garantir o atendimento de seus interesses.

 Mendes (2015) afirma que os mais ricos também garantiram a manutenção do seu poder e suas pautas de reivindicações, através do financiamento privado de campanha. As grandes empresas, especialmente aquelas que possuíam contratos com o poder público, investiam no processo eleitoral, garantindo assim, a defesa de seus interesses.

 Todas essas demandas acabaram por influenciar fortemente a Constituição de 1988. De acordo com Oliveira e Biasoto (2015) a Constituição de 1988 obteve grande sucesso na redistribuição de competências e receitas em favor de estados e municípios, mas prejudicou a União, por não ter sido aprovado um programa de redistribuição dos encargos. Além disso, equivocadamente, deixou várias brechas, abrindo espaço para a disputa de recursos entre os estados, tornando o sistema bastante instável.

 Oliveira e Biasoto (2015) classifica esta situação de dualidade tributária, pois, passou a existir dois sistemas de impostos regulados por normas e princípios distintos. O autor observa que a União, em reação à perda de receitas e ampliação das responsabilidades, e com a obrigação de melhorar as contas públicas para viabilizar a estabilização da economia, deu início à implosão das estruturas que separavam o orçamento fiscal e da seguridade, explorando de forma mais contundente as contribuições sociais para financiar seus gastos. Dessa forma, afirma o autor, a União se torna o principal obstáculo a uma reforma, já que iria contra os seus interesses na obtenção de receitas.

 Mendes (2015) observa que para que não houvesse uma expansão dos gastos públicos, seria necessário criar regras eficazes que limitassem estas despesas. Na visão do autor, criar um orçamento consistente que refletisse a real expectativa de receitas e despesas, a imposição de limites legais para o déficit público e a vedação de financiamento ao Tesouro pelo Banco Central, seriam medidas interessantes para a contenção dos gastos.

 Mas ao contrário disso, segundo o autor, foram criadas leis baseadas na pressão que cada grupo de interesse pudesse exercer sobre as instâncias decisórias do poder público:

Assim, foram criadas regras que instituíam despesa mínima para os setores de educação e saúde, regras benevolentes de aposentadoria, crédito subsidiado para grandes empresas por meio de bancos públicos, regras de aumento real para o salário mínimo, etc... Ou seja, em vez de haver regras fiscais que impusessem um limite ao gasto público total e forçassem os políticos a fazer escolhas entre beneficiar o grupo A ou o grupo B, o que se criou foram regras que obrigavam o setor público a beneficiar todo mundo, ao mesmo tempo, o tempo todo. (MENDES, 2015).

 Algo que Oliveira e Biasoto (2015) afirma é que entre todas as propostas de reformas pós Constituição de 1988, não havia em nenhuma delas a preocupação em mudar o perfil da carga tributária, de forma a melhorar a sua distribuição. O foco era inevitavelmente a tributação indireta, reduzindo a cumulatividade da tributação, que é o acúmulo dos impostos na cadeia produtiva e a coibição da guerra fiscal entre os entes federativos, que reduzem suas alíquotas de impostos para receberem investimentos, causando grande prejuízo a sociedade. De acordo com o autor, não havia propostas relativas a mudanças na tributação direta, como imposto de renda e no imposto sobre o patrimônio, com a intenção de tornar o sistema mais progressivo.

 Oliveira e Biasoto (2015) observa que todos os governos pós-1988 se deixaram seduzir pelo pensamento conservador, onde a tributação não representa um campo propício para a prática de políticas redistributivas. Na visão destes conservadores, a tributação deveria se restringir sobre os fatores de menor mobilidade, o que significa priorizar a cobrança de impostos sobre o consumo dos trabalhadores menos qualificados. Segundo o autor, as reformas realizadas em acordo com esse pensamento hegemônico, encontrou espaço principalmente nos países periféricos, entre eles o Brasil, mas, não ocorreu na mesma dimensão nas nações desenvolvidos:

Nelas, de uma maneira geral, o imposto de renda continuou – e continua - tendo uma participação expressiva na arrecadação, como atestam os dados da OCDE para 2013, como ocorre na Dinamarca (63%), Estados Unidos (48%), Noruega (46%), Bélgica e Reino Unido (36%), Itália (36%), atingindo em média, 39% para o conjunto dos 34 países deste bloco, enquanto, no Brasil, essa participação não passou de 22% neste mesmo ano. Além disso, continuam muito desiguais, embora bem mais elevadas do que no Brasil, as alíquotas-teto incidentes sobre a renda das pessoas físicas (IRPF), caso da Bélgica (50%), Portugal (48%), Alemanha, Austrália, Reino Unido e França (45%), Itália (43%), Estados Unidos (39,6%), Espanha (30,5%) para ficar em alguns exemplos. (OLIVEIRA e BIASOTO, 2015, p.4).

 Oliveira e Biasoto (2015) afirma que da mesma forma que ocorreu com a tributação, sendo voltada apenas para salários e consumo, o mesmo processo ocorre com a política fiscal. Independente da filiação política, desde a década de 1990, nenhum governo ousou mudar essa equação, que, benéfica para os detentores de capital, se transforma em desequilíbrio da estrutura tributária e obstáculo para a política econômica e justiça fiscal.

 Mendes (2015) observa que desde os primeiros anos do novo século, já havia uma evidente necessidade de reformas de modo que mudassem o padrão de crescimento do gasto público:

Projeções de especialistas em previdência social mostravam que o sistema dos servidores públicos e do setor privado estavam em rota de déficit crescente. Os gastos em programas sociais cresciam de forma acelerada. A rigidez da despesa com pessoal, saúde e educação também aumentava. O processo de elaboração do orçamento era frágil: as receitas superestimadas, as despesas subestimadas e o controle fiscal feito “na boca do caixa”. Tornou-se lugar comum a frase segundo a qual “o orçamento público no Brasil é uma peça de ficção”. Ou seja, mais de uma década atrás já era evidente que o regime fiscal brasileiro não seria sustentável no longo prazo. (MENDES, 2015).

 Assim, de acordo com Mendes (2015), fica óbvio que a carga tributária não poderia subir para sempre, pois em algum momento, acabaria por sufocar os contribuintes e as possibilidades de crescimento econômico e da receita.

 Oliveira e Biasoto (2015) credita como entrave para o sistema tributário as inúmeras distorções, que não garantem um financiamento adequado e estável para o Estado e torna o sistema complexo e sem transparência, uma barreira ao crescimento econômico. A complexidade do sistema, de acordo com o autor, é tamanha, que ele cita um estudo do Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT), que afirma que de 1988 até 2013, foram editadas 309 mil normas tributárias para os três níveis de governo, ou seja, 34 normas por dia.

 Oliveira e Biasoto (2015) observa que o maior problema da carga tributária no Brasil reside principalmente na composição, pois, ela conta com um peso muito elevado dos impostos indiretos, algo em torno de 75% do total, sabidamente regressivos e que não tem como referência a renda do consumidor, apenas seu consumo. Isso acaba por gerar mais desigualdade, como afirma Oliveira:

Devido a essa composição em que os impostos indiretos são predominantes, enquanto os impostos diretos – renda e patrimônio -, teoricamente impostos mais progressivos e civilizados, participam com pouco mais de 20% no total da carga tributária, não deve causar estranheza que o Brasil conte com uma estrutura tributária que se encontra na contramão do que recomenda um princípio caro das finanças públicas, o da equidade, de que se devem cobrar proporcionalmente mais impostos de quem mais recebe. Estudo do IPEA, de 2009, estimou uma carga tributária bruta de 53,9% para as famílias que ganhavam até 2 salários mínimos, de 41,9% para as que se situavam na faixa de 2 a 3, com esta apresentando tendência declinante à medida que se avança para maiores níveis de renda, até se situar em 29% para as famílias que recebiam mais de 30 salários mínimos (OLIVEIRA e BIASOTO, 2015, p. 08).

 Na visão de Mendes (2015) a aprovação da LRF no ano 2000 é considerada um avanço, pois, a partir daí, houve um esforço dos governos estaduais e municípios para ajustarem suas contas. Como a dívida dos estados e municípios com o mercado financeiro era impagável, o Governo Federal assumiu essas obrigações, mas, em contrapartida, exigiu o comprometimento destes com a LRF, punindo os estados que não a cumprissem com o confisco de suas receitas.

 Lopreato (2015a) afirma que a renegociação das dívidas dos governos estaduais deu fim à articulação do tesouro, empresas e bancos estaduais, responsável por alavancar o gasto na fase anterior. A privatização de empresas e bancos estaduais eliminou espaços de realização de gastos públicos e transferiu ao setor privado o domínio de setores relevantes da economia, além de recolocar o orçamento fiscal como parâmetro da capacidade de gasto público. De acordo com o autor, o tesouro, sem as empresas e as instituições financeiras estaduais, ficou preso às regras definidas no programa de refinanciamento da dívida, incorporadas posteriormente à LRF, e subordinado à tutela da Secretaria do Tesouro Nacional.

 Por sua vez, Oliveira e Biasoto (2015) faz uma crítica à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), pois, ele a vê como uma instituição de controle das finanças dos estados, reduzindo sua autonomia, ao mesmo tempo em que fez com que esses governos fossem compulsoriamente envolvidos nos esforços da política de austeridade fiscal, mas sem que isso fosse realizado de forma negociada, ordenada e planejada. De acordo com o autor, o resultado de todo este processo tem sido o de uma progressiva desconstrução federativa no país, com o enfraquecimento financeiro, fiscal e institucional do nível intermediário de governo – os estados – e a maior submissão e dependência dos municípios à União.

**3.2 O Plano Real e as medidas fiscais de emergência – Fundo Social de Emergência (FSE) e CPMF**

 De acordo com Mendes (2015), embora importantes, as privatizações não foram capazes de mudar o deficitário regime fiscal brasileiro. No período anterior ao Plano Real (1985 a 1994) o país passou por sete planos de estabilização que acabaram por falhar, devido a não conseguir impor um limite aos gastos públicos. O autor menciona que o Plano Real também correu o mesmo risco, porém, em 1994 foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE), que mais tarde foi rebatizado de Desvinculação de Receitas da União (DRU).

 Mendes (2015) alega que este fundo tornou as despesas orçamentárias menos rígidas e acabou por viabilizar a redução de despesas obrigatórias, por meio da Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 1994. O autor ratifica que, embora tivesse méritos, essa medida de ajuste fiscal foi bastante limitada, se moldando às pressões políticas existentes. Ele também observa que essas pressões só permitem que sejam realizados ajustes marginais, jamais reformas amplas que assegurem o equilíbrio fiscal e a solvência de longo prazo das contas públicas.

 Júnior (2006) concorda com essa visão, pois, ele afirma que além da boa arquitetura econômica, a garantia de sucesso do plano também passava pela dimensão fiscal. Segundo o autor, para isso, o governo passou no Congresso Nacional o Fundo Social de Emergência, que funcionaria como um fundo de reserva. Além disso, houve o aumento de alíquotas de tributos, reativação de outros, como a IPMF que se transformou em CPMF e corte de despesas. A ênfase colocada na questão fiscal seria decisiva para moldar a estratégia que se seguiu ao lançamento do Real, em praticamente todo o período FHC.

 Por outro lado, alguns autores discordam dessa visão, uma vez que, com a DRU, essa desvinculação era realizada com base nas verbas sociais:

Esta contribuição foi, na verdade, uma contribuição para o ajuste fiscal e para o cumprimento das metas de superávit primário, ou seja, a reserva de recursos para o pagamento da dívida pública [...] além da utilização dos recursos que antes financiavam a Saúde para o cumprimento do superávit primário, a significativa parcela de **20%** dos recursos da CPMF, e de muitos outros impostos e contribuições, podem ser **desviados pelo governo por meio da Desvinculação das Receitas da União (DRU), um perverso mecanismo que infelizmente foi mantido pelo Senado Federal.(CONFECON, 2007).**

 De acordo com Albuquerque P. (2001), em 23 de janeiro de 1997 entrou em vigor a Contribuição Provisória sobre movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF). Com alíquota de 0,20% e fatos geradores equivalentes ao do antigo IPMF, que em sua nomenclatura mudou apenas o “Imposto”, para “Contribuição Provisória”.

 Albuquerque P. (2001) afirma que a contribuição, de caráter provisório, vigorou até 22 de janeiro de 1999, mas retornou em 17 de junho de 1999 com valor da alíquota maior, dessa vez de 0,38%. Um ano depois a alíquota teve uma redução para 0,30%, mas, novamente teve seu valor aumentado para 0,38% em 18 de março de 2001.

 Na visão de Albuquerque P. (2001), o que motivou a criação da CPMF, é o fato de que o imposto tinha abrangência e simplicidade, além de incidir sobre a economia informal e dificultar a evasão fiscal, o que supostamente, geraria uma arrecadação muito eficiente. Um fato relevante levantado pelo autor foi a relação do impacto da alíquota sobre o déficit público:

A alíquota sobre os juros pagos pelo governo é negativa, significando dizer que, sob a ótica da despesa, a CPMF contribui para o aumento do déficit público. Este resultado mostra que nem todo o aumento de arrecadação gerado pela CPMF é real, graças aos maiores pagamentos de juros pelo governo. O aumento da despesa causado pela CPMF deveria ser descontado da arrecadação bruta para que se pudesse saber exatamente qual o benefício fiscal gerado por esta contribuição. Note que, quanto maior fosse a dívida do governo, maior seria o impacto negativo da CPMF. (ALBUQUERQUE P., p. 9, 2001).

 Na visão do autor, quando o Governo paga uma alíquota sobre suas próprias despesas (juros de amortização da dívida, por exemplo), ele esta gerando um ônus, ou seja, contribuindo para o aumento do montante dessa dívida.

 Mas Albuquerque M. (2005) discorda dessa visão, pois ele afirma que a experiência da CPMF a partir dos anos 90 pôs em evidência inúmeras vantagens dessa sistemática. De acordo com o autor, trata-se de um tributo universal, com ampla base de incidência; equânime, com proporcionalidade à movimentação financeira do contribuinte; alta produtividade; baixa alíquota; custo reduzido para os contribuintes e para o governo; praticamente impossível de ser sonegado; e radicalmente simples, com a dispensa de preenchimento de obscuros formulários, típico dos impostos declaratórios.

 De acordo com Albuquerque P. (2001), no Brasil a CPMF aparentemente seria responsável, entre outros fatores, pelo alto custo do crédito, e contribuiria também para dificultar a queda das taxas de juros. A tarifa também desincentivaria a expansão do mercado de crédito e possivelmente causaria transferência de recursos financeiros para outros países. A eficiência da CPMF é aparentemente baixa, apresentando um elevado nível de perdas de peso morto em relação à sua arrecadação. De acordo com o autor, a teoria econômica, a experiência internacional e a evidência brasileira demonstram que a CPMF apresenta grandes deficiências como instrumento de arrecadação.

 Everardo Maciel, ex-secretário da Receita Federal, assegura que não se trata disso: “a CPMF é um ótimo imposto e tem custo praticamente zero, não afetou preços ou provocou desintermediação financeira. Tudo se exprime em fluxo, não passa nada e há muito que aprender com a CPMF”. (ALBUQUERQUE M., 2005)

 Albuquerque M. (2005) finaliza seu argumento a favor da CPMF afirmando que este é um tributo que atende as necessidades brasileiras e vai de encontro com a simplificadora que domina as mudanças tributárias debatidas nos Estados Unidos e implementadas em países da Europa. Segundo o autor, a CPMF pode ser utilizada para reduzir nossa carga tributária global e individual, através de sua utilização para substituir impostos amplamente sonegados e de alto custo. Seria um grande estímulo para o crescimento econômico.

**3.3 A estrutura da Dívida e seus indexadores**

 A situação do Brasil quanto ao seu nível de endividamento até 2001 era considerada normal, uma vez que seu estoque de dívida era comparável aos países da zona do euro. (TUROLLA, p. 3, 2002).

 Turolla (2002) explica que mais de dois terços da dívida pública bruta correspondem a títulos públicos emitidos pelo governo, e constituem a dívida pública mobiliária interna. Esta, segundo o autor, é relevante não só pelo seu tamanho, mas principalmente pela sua importância na rolagem da dívida pública, que é feita em leilões regulares e eventuais.

 De acordo com Turolla (2002), os três aspectos relevantes para a análise da DPMFi são a composição por indexadores, a estrutura de vencimentos e os detentores dos títulos. De acordo com o autor, a parcela da DPMFi representada por títulos prefixados cresceu a partir de 1994 devido à estabilidade da moeda, tendo superado os 60% em 1996.

 Vivian e Mendonça (2010) observam que em relação à gestão da dívida pública, existe grande relevância em conhecer a sua composição, uma vez que um aumento na relação D/Y é positivamente relacionado com a indexação da dívida. Segundo os autores, os principais indexadores são a taxa over/Selic, ou a taxa básica de juros da economia, a taxa de câmbio e o índice de preços.

 Vivian e Mendonça (2010) consideram a mudança do regime de câmbio para flexível e a adoção de metas de inflação importantes para explicar a trajetória da dívida:

A mudança do regime de câmbio para flexível e a adoção de metas de inflação em 1999 representam um importante ponto para explicar as trajetórias da dívida pública indexada à taxa de juros e da dívida indexada à taxa de câmbio. Com a desvalorização da moeda, a utilização da taxa de câmbio como um dos principais elementos de indexação deixou de ser atrativa. Por outro lado, o uso da taxa de juros continuou sendo relevante. A justificativa é que com o uso de metas de inflação o principal instrumento à disposição dos bancos centrais é a taxa de juros. Logo, a estratégia adotada pelo Banco Central do Brasil para implementar um processo deflacionário aumentou a demanda de títulos indexados a esta variável. Em dezembro de 1999 a participação dos títulos prefixados era de 9%. Esta participação aumentou, atingindo 15% ao final de 2000 em linha com a estratégia de redução gradual da exposição do Tesouro Nacional ao risco de flutuações de curto prazo das variáveis econômicas. Entretanto, devido à volatilidade do mercado financeiro nacional em 2001, reduziu-se a participação percentual dos títulos prefixados no total da dívida pública mobiliária federal interna (chegando a 1,91% em abril de 2003). Nesse período, o Tesouro Nacional teve que escolher entre aumentar a proporção de títulos prefixados à custa de elevar o risco de refinanciamento, ou aceitar uma redução no percentual da dívida prefixada e ampliar o prazo médio da dívida. A decisão do Tesouro Nacional foi reduzir o volume dos títulos prefixados de curto prazo. (VIVIAN e MENDONÇA, 2010, p. 248, 249).

 Turolla (2002) observa que o Banco Central realizou um movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados e em agosto de 2002 os títulos prefixados haviam declinado para menos de 8% do total. A parcela de títulos pós-fixada, segundo o autor, tem grande concentração em títulos indexados à taxa SELIC. Como em 2002 a participação desse indexador chegou a 45,4%, isso se tornava uma situação indesejável do ponto de vista da política monetária.

 Segundo Vivian e Mendonça (2010), nos três anos que se seguiram, continuou baseada na mesma estratégia anunciada em 1999, reduzindo gradualmente a participação dos títulos indexados ao câmbio e aos juros e aumentar a participação dos títulos prefixados e indexados aos índices de preço na composição da dívida pública. De acordo com os autores essa estratégia teve êxito parcial, pois, houve um aumento considerável da proporção de títulos prefixados e indexados ao índice de preços, e a redução dos títulos indexados à taxa de câmbio. Porém, as participações dos títulos indexados à taxa de juros se mantiveram estáveis e elevadas.

 Sobre a estrutura de vencimentos dos títulos, Turolla (2002) afirma:

A análise da estrutura dos vencimentos da dívida pública permite avaliar o seu grau de vulnerabilidade frente a instabilidades macroeconômicas transitórias. Para essa avaliação, é relevante a distinção entre o prazo médio e a duração da dívida. O prazo médio dos títulos que compõem a dívida não é uma boa medida da sua estrutura de vencimentos quando existem pagamentos que são feitos antes do vencimento. O conceito de duração pondera os prazos médios pelos pagamentos intermediários e, portanto, constitui medida mais apurada da sensibilidade da dívida em relação a mudanças na política monetária. (TUROLLA, 2002, p. 6).

 A última análise feita por Turolla (2002) faz referência aos detentores dos títulos, uma vez que no Brasil, a maioria esmagadora, ou quase 100% da dívida interna se encontra nas mãos de residentes. Segundo o autor, a dívida é rolada no mercado doméstico, junto aos residentes do país. Seus detentores são instituições financeiras, que mantêm 37% da dívida mobiliária federal em sua carteira própria, e os fundos de investimento, que ficam com 32,7%.

 De acordo com Turolla (2002) os bancos ainda custodiam 8% de títulos para empresas e as pessoas físicas respondem por 1%. De acordo com o autor, 19% correspondem a títulos vinculados a depósitos compulsórios no BC, cauções e depósitos judiciais.

 A dívida pública brasileira em sua maior parte é contraída juntamente a residentes, mas Turolla (2002) afirma que no ano de 2001, os passivos com estrangeiros representavam 17,8% do PIB, enquanto os passivos em moeda nacional equivaliam a 60,3% do PIB. Segundo o autor, a dívida externa tinha condições mais favoráveis naquele momento, pois seu prazo médio de 73,73 meses, enquanto a interna tinha prazo de 36,76 meses. Mas o autor faz uma ponderação quanto a essa “vantagem”, uma vez que a o mercado interno de dívida pública estava institucionalizado e é formado por grande número de atores com bom conhecimento da economia brasileira, o que facilitaria a contratação de grandes volumes de dívida quando necessário.

 Turolla (2002) afirma que no mercado externo, a colocação de títulos depende de algumas janelas de oportunidade, o que compromete a rolagem da dívida. Com isso, o autor acredita ser positivo o declínio da participação do endividamento externo ocorrido desde o início dos anos 1990, que contribui para a diminuição da vulnerabilidade externa do país.

**3.4 Privatização como amortização da Dívida e moedas de privatização (moedas podres)**

 O processo de privatizações ocorrido na década de 1990 será lembrado como um momento negativo por grande parte da população brasileira, principalmente os trabalhadores. Devido ao seu impacto direto na sociedade, as privatizações se tornaram sinônimo de desemprego, queda salarial e corrupção. Hoje existe um esforço muito grande, principalmente pela corrente mais liberal, em mudar essa visão, uma vez que após as desestatizações, houve avanços em vários setores da economia, trazendo um suposto aumento do bem-estar e da qualidade de vida para a população.

 Silva (1997) afirma que a venda das empresas estatais ocupou um papel fundamental dentro da política de reestruturação econômica, e o que justificou tal fato, foi a questão da eficiência produtiva. Segundo a autora, devido às pressões competitivas no setor privado, existe a percepção de que empresas privadas são mais eficientes que as empresas estatais, uma vez que estas normalmente atuam em monopólios.

 Ainda de acordo com Silva (1997), não existem conclusões definitivas sobre isso, mas ela afirma que a evidência empírica “parece mostrar” que a lucratividade das empresas estatais é comprometida pela ambiguidade dos seus objetivos.

 Mendes (2015) concorda com Aparecida, uma vez que ele afirma que o PND foi responsável por afastar o setor público do gerenciamento de empresas deficitárias e operadas de forma ineficiente.

 Biondi (1999) discorda da tão falada eficiência das empresas privadas, uma vez que o governo, meses antes dos leilões, fez investimentos bilionários nas empresas estatais, injetando grandes somas de dinheiro. Outro fato pouco citado, exemplificando os casos de telefonia e energia elétrica, é que o governo liberou aumentos nas tarifas seguidamente, criando formidáveis fontes de renda e faturamento aos compradores e garantindo um grande salto nos lucros. Os aumentos das tarifas representaram, a partir de 1995, para as empresas de energia a “bagatela” de 150% de aumento, e, no setor das teles, o aumento foi ainda mais espantoso, representando 500% no período. De acordo com o autor, o que impressiona, é que os meios de comunicação, ignorando todos esses “incentivos”, não pestanejaram em atribuir os lucros imediatos das empresas à “eficiência” dos novos gestores privados.

 Como exemplo de investimentos anteriores às privatizações, Biondi (1999) cita os 4,7 bilhões de reais investidos na Açominas e os 1,9 bilhão na CSN, pouco antes de privatizá-las. Porém, de acordo com o autor, a situação do sistema Telebrás foi ainda pior:

Mas o caso mais escandaloso de “investimentos para enriquecer os compradores” foi o do sistema Telebrás. Em 1996, o governo duplicou o investimento nas teles, alcançando 7,5 bilhões de reais, chegou aos 8,5 bilhões de reais em 1997 e investiu mais 5 bilhões de reais no primeiro semestre de 1998, totalizando, portanto, 21 bilhões de reais de investimento em dois anos e meio. Uma “gastança” ainda mais estranha se lembrarmos que naquela época o Brasil já caminhava para a crise, o que forçou o governo a lançar o seu primeiro programa de ajuste fiscal em fins de 1997 – levando a violentas reduções nos gastos, inclusive nas áreas de saúde, educação, verbas para o Nordeste etc. Com essa “dinheirama”, o governo ampliou as redes, instalações, estações, cabos, toda a infraestrutura do sistema telefônico, deixando tudo pronto para as telefônicas chegarem, puxarem as linhas até a casa do freguês e começarem a faturar para seus próprios cofres. Lucros obtidos com dinheiro nosso. Mas, neste Brasil em que a mentira campeia solta, as empresas compradoras dizem, e os meios de comunicação repetem, foi que os problemas surgidos depois da privatização se devem à “falta de investimentos” no período que elas eram do governo. A mesma mentira repetida também pelos compradores das empresas paulistas de energia elétrica já privatizadas. (BIONDI, 1999, p.12).

 Mendes (2015) menciona que as empresas estatais funcionavam como segundo cofre do Tesouro e ferramenta de política econômica, sendo muitas vezes induzidas a tomar decisões que prejudicam seu desempenho.

 Biondi (1999) concorda com Mendes nesse aspecto, pois, o governo utilizava as estatais para desempenhar funções que cabiam a ele, o que acabava por baixar o caixa e a lucratividade das empresas. Como exemplo, o autor cita o caso das empresas de telefonia, em que o governo mantinha mais baixo os preços dos serviços utilizados pela maioria da população, como ligações locais e fichas dos orelhões, beneficiando a população de menor renda. Interurbanos e DDI eram mais caros, uma vez que eram serviços utilizados por quem possuía maior renda. Porém, de acordo com Biondi, isso se explica pelo fato das estatais terem sido utilizadas como instrumento de “justiça social”, fazendo com que houvesse uma espécie de “subsídio” aos serviços inacessíveis à população de baixa renda.

 De acordo com Silva (1997), um fato relevante é que os investimentos estatais naquele momento eram reduzidos, e a União se encontrava em situação econômica complicada. Com as privatizações, o Estado poderia focar em suas funções tradicionais, como saúde e educação, porém, a própria autora faz uma ponderação quanto a essa argumentação: “Contudo, é questionável se a diminuição das obrigações do Estado como empresário acarretará uma melhoria nesses setores estratégicos.” (SILVA, 1997).

 Medeiros (2012) discorda e rebate este argumento, pois, segundo o autor, não havia qualquer cláusula contratual que comprometessem as novas controladoras a realizarem investimentos após a compra das empresas. Outro fato levantado pelo autor, é que não havia nenhum tipo de controle na formação dos preços, tarifas e lucros pós-privatizações e concessões.

 Biondi (1999) também critica o modelo de privatizações adotado no país, e cita como exemplo os modelos adotados na Inglaterra e França. Citando o modelo inglês, que foi implantado pela primeira-ministra Margareth Thatcher, o autor observa que não houve “doações” de empresas estatais a preços baixos, beneficiando poucos grupos empresariais como aconteceu no Brasil. O objetivo foi outro, pois, o governo pulverizou as ações, transformando o maior número possível de cidadãos ingleses em proprietários destas. Segundo o autor, o governo inglês criou incentivos para que qualquer cidadão comprasse as ações, e, quem não as revendesse antes de certo prazo tinha o direito de receber determinadas quantias, em datas definidas no momento da compra. Havia também a possibilidade de após três anos, quem tivesse mantido as ações, ganhar lotes extras de títulos, na proporção de 10% sobre o número de ações compradas.

 Biondi (1999) observa que na França ocorreu a mesma coisa, com 4 milhões de franceses participando da privatização parcial das empresas de telecomunicações, graças aos incentivos governamentais.

 De acordo com Silva (1997), as privatizações contribuiriam para a melhoria das contas públicas, pois, após uma década tentando conter a hiperinflação, chegou-se à conclusão que o controle inflacionário só seria possível reduzindo o déficit público. A autora afirma que o processo de privatizações era um meio possível para se chegar à redução do déficit, pois: as receitas das estatais poderiam ser usadas para cobri-lo; a transferência de estatais deficitárias para o setor privado, que teria em tese administração mais eficiente, ajudaria a aumentar a poupança do governo; e finalmente, o governo poderia transferir o gasto com investimentos necessários à modernização dessas empresas para outros setores, deixando de pressionar os gastos públicos.

 Silva (1997) faz uma observação quanto aos objetivos do Plano Nacional de Desestatização:

Em suma, o objetivo principal do Programa Nacional de Desestatização é fazer uma redução simultânea dos passivos e ativos do Estado, minorando a fragilidade financeira do setor público. Além disso, procura-se melhorar a imagem do governo junto à sociedade, uma vez que no processo de desestatização é previsto o aceite de passivos governamentais não honrados anteriormente, aumentando, portanto, sua credibilidade por parte de todos os agentes. Fundamentalmente, o governo sinaliza seu propósito ou sua decisão de abandonar os modelos seguidos no passado e o seu comprometimento com a redução do déficit público. (SILVA, 1997, p.8).

 Biondi (1999) discorda dessa visão, uma vez que o que aconteceu, em sua opinião, foi totalmente o contrário. O autor afirma que as vendas foram “um negócio da China” para os compradores, pois, gastos que deveriam ser feitos por eles após assumir o controle das empresas, foram feitos antes pelo governo, e muitas das dívidas que seriam herdadas pelos controladores, acabaram sendo repassadas ao Tesouro. Algo inimaginável...

 De acordo com Biondi (1999), o equívoco se inicia com as demissões em massa dos trabalhadores das estatais, onde o governo gastou bilhões com o pagamento de demissões e indenizações trabalhistas, que normalmente seria de responsabilidade dos “compradores”. O Tesouro também fez sua parte, assumindo dívidas das estatais, bilhões que deveriam ser pagos pelos compradores dessas empresas Como exemplos o autor cita o caso da Cosipa, em que o Tesouro assumiu uma dívida de 1,5 bilhão de reais e recebeu pela venda 300 milhões de reais, e o da CSN, que o Tesouro ficou com mais 1 bilhão de reais em dívidas.

 Biondi (1999) também menciona a situação dos Fundos de Pensão, planos especiais de aposentadoria existentes nas estatais que o governo transferiu para si, se responsabilizando pelo pagamento dos benefícios aos funcionários existentes. No caso da Fepasa, o número de aposentados transferidos para a folha de pagamentos do governo chegou a 50 mil, e no Banco do Estado do Rio de Janeiro, a situação foi ainda pior, porque para assumir todos os compromissos futuros do plano de pensão dos funcionários, o governador Marcello Alencar fez um empréstimo de 3,3 bilhões de reais, sabendo que o banco seria vendido por apenas 330 milhões, um preço dez vezes menor. Só que o pagamento foi feito por meio de moedas podres, negociadas com desconto de 50%, ou seja, os 330 milhões representavam 165 milhões, 20 vezes menos que o valor do empréstimo, livrando os futuros compradores de futuros gastos e mergulhando o governo do Rio em problemas financeiros, como sempre apontava o governador na época, Anthony Garotinho. Estes fatos, por si só, comprovam que as privatizações acabaram por aumentar a dívida interna.

 Biondi (1999) continua sua análise afirmando que, ao contrário do que sempre foi dito, as privatizações não contribuíram para diminuir a dívida pública mas, pelo contrário, acabou agravando o “rombo” externo, de forma permanente. Com a alta das importações, houve uma demanda alta por dólares, que ampliou o déficit da balança comercial. As multinacionais aumentaram as remessas para o exterior como lucros, dividendos, assistência técnica, ou compra de tecnologia de seus países, agravando o déficit. Outra observação do autor é que as empresas multinacionais ou brasileiras compradoras das estatais não utilizaram capital próprio, ao invés disso, tomaram empréstimos no exterior para fechar os negócios, contribuindo para o aumento da dívida externa.

 Pode-se confirmar o “rombo” citado por Biondi analisando a tabela 1 no período de 1995 a 2002, com a dívida bruta chegando a 76% do PIB.

**TABELA 1 – Relação dívida/PIB 1994 - 2014**

**Fonte: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, 2015**

**Notas: Devido à diferença de metodologia utilizada, há divergências nos dados de dívida líquida e bruta de 1994 até 1999.**

 De acordo com Silva (1997), até junho de 1997 foram privatizadas 53 empresas. Arrecadou-se um total de US$ 17,3 bilhões, sendo que, aproximadamente, 49,4% foi recebido em moeda corrente, e 50,6% em moedas de privatização. Também foram transferidas aos compradores dívidas de US$ 8 bilhões.

 Silva (1997) explica que as moedas de privatização são títulos públicos que foram emitidos antes do Plano Nacional de Desestatização (PND). Como o país estava em processo de estabilização e, com forte contração do nível de atividade, o governo definiu um conjunto de meios de pagamentos a serem aceitos, entre eles, as moedas de privatização. Como estas tinham valor presente baixo e eram negociados no mercado com elevados deságios, sua utilização na compra das empresas estatais ao par com a moeda nacional foi alvo de muita polêmica, pois, acredita-se que isso gerou perda fiscal ao tesouro. Além de reduzir o montante recebível em dinheiro, o Tesouro poderia apropriar-se desse deságio dos títulos no próprio mercado, que era em média, de 50% do valor de face. Segundo a autora, o governo defende-se afirmando que esses títulos, comumente chamados de “moedas podres”, foram criados com a possibilidade de serem utilizados nas privatizações, e que a adoção desses papéis no processo visou aumentar o número de participantes no processo de privatização, elevando o preço de venda das empresas.

 Silva (1997) cita os ativos que o governo aceitaria como forma de pagamento no PND: o Cruzado Novo; a moeda corrente; Certificados de Privatização; Títulos e Créditos Externos; Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento; Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal; Debêntures da SIDERBRÁS; Outras dívidas do Governo Federal ou de entidades direta ou indiretamente por ele controladas – créditos securitizados; Títulos da Dívida Agrária; e Notas do Tesouro Nacional, série M – NTN-M.

 Medeiros (2012) discorda de Silva, e faz uma crítica à utilização das moedas podres, pois, ele credita essa aceitação ao modelo adotado nas privatizações, cujo objetivo era beneficiar alguns grupos privados. Este processo, de acordo com o autor, foi adotado pelo governo Collor, porém, mais tarde foi modificado por Itamar Franco, que passou a exigir recursos financeiros dos investidores nos leilões realizados. Mas de acordo com Medeiros, Fernando Henrique Cardoso (FHC) voltou atrás e conforme o governo Collor, passou a aceitar tais títulos não só como parte do pagamento, mas utilizá-los integralmente na compra das empresas.

 Silva (1997) afirma que até 1996, as dívidas securitizadas da União foram as moedas mais utilizadas, porém o pagamento em dinheiro vinha se acentuando, pois, restringiu-se o pagamento realizado por meio somente de moedas de privatização. De acordo com a autora, a partir daí, os valores pagos em cash ultrapassaram os efetuados por meio de títulos.

 Outra questão levantada por Medeiros (2012) foi quanto à forma de avaliação das empresas nas privatizações:

A metodologia para avaliar cada empresa estatal a ser privatizada sempre resultava em subavaliações do valor real de ativos, devido a projeções de fluxos de caixa para cálculo do valor presente através de falsas hipóteses: menores receitas, de maiores custo, com mão de obra pós-privatizações, bem como omissão ou desconsideração de ativos de alto valor (exemplo: minas com alto teor de ferro da VALE em Minas Gerais foram considerados exauridos sem qualquer valor, mas voltaram a ser exploradas pouco depois da privatização e consideradas úteis para mais 500 anos de exploração). (MEDEIROS, 2012).

 Segundo Medeiros (2012), a alienação de uma empresa é praticada através do valor presente de um fluxo de caixa projetado para uma quantidade temporal X a uma taxa de desconto escolhida. O Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) sempre utilizou a taxa de 15% a.a. para precificar o mínimo dos leilões de cada empresa, seja de qual setor fosse, quando o recomendável segundo o autor, seria apurar a taxa de desconto de acordo com o setor de cada uma das empresas, conforme a especificidade de cada um deles. A rotatividade do ativo, o prazo de depreciação, o perfil e nível do endividamento, são características que não poderiam ter sido deixadas de fora da equação, de maneira alguma.

 Biondi (1999) considera absurdo o método utilizado pelas consultorias, geralmente multinacionais, para recomendar a precificação das empresas estatais. O autor afirma que levar o fluxo de caixa descontado como único parâmetro de precificação é altamente prejudicial, uma vez que, dependendo como forem feitas as estimativas de receitas e despesas, chega-se a um valor de mercado muito abaixo da realidade. Sem mencionar que décadas e mais décadas de investimentos, que formaram o patrimônio físico das empresas, foram simplesmente para o “ralo”, uma vez que a variável “patrimônio” não está presente nessa equação.

 Silva (1997) acredita que houve um “ganho de oportunidade” na utilização dos títulos vencidos nesse processo:

 A privatização possibilita ao Tesouro renegociar, em títulos, suas dívidas vencidas, conseguindo junto aos credores prazos longos e taxas de juros reduzidas. Como no caso dos créditos securitizados, títulos resultantes da renegociação de dívidas vencidas, os débitos que lhes deram origem só puderam ser reescalonados devido à possibilidade de utilização desses papéis, ao par, na aquisição das empresas desestatizadas. É claro que, ao aceitar receber seu crédito junto à União em títulos com valores presente baixos, o credor exigiria uma compensação. Dessa forma, se numa determinada data o Tesouro emite um título com valor presente de 50% para quitar dívidas vencidas e nesta mesma data o detentor desse título o utiliza na privatização - ao par, é como se o Governo tivesse quitado a dívida em dinheiro. Contudo, como as datas e condições das privatizações são reguladas na esfera governamental, quanto maior for o tempo em que os aludidos títulos ficarem em circulação, maior será o ganho obtido pela União. Trata-se, portanto, de um ganho de oportunidade. Caso tivesse que honrar esses passivos em dinheiro, devido à indisponibilidade de caixa, o Tesouro teria que captar recursos junto ao mercado a um custo elevado. Assim, o ganho obtido com as moedas de privatização - que concorrerá para uma redução na dívida pública e consequentemente no déficit - resulta da diferença entre o custo de captação a que estaria sujeito o Tesouro - para honrar os débitos que lhes deram origem em cash - e o custo do título emitido (indexador + taxa de juros), no intervalo de tempo compreendido entre a data de emissão e a data de utilização do papel nos leilões de privatização. A tendência é de que quanto maior for o tempo de carregamento desse título por parte do credor, maior será o ganho obtido para os cofres públicos. (SILVA, 1997, p. 47 e 48).

 Na opinião de Silva (1997), embora a análise tenha sido feita baseada nos créditos securitizados, o mesmo raciocínio vale para os Títulos da Dívida Agrária, pois, como eram títulos vencidos e não pagos, ao passar sua custódia para o tesouro e não quitá-los em dinheiro, estes podiam ser aceitos como moeda no PND. A autora afirma que ao contrário do senso comum, a utilização desses títulos possibilitou um ganho ao governo, reduzindo o déficit da União e, por conseguinte, a dívida pública. Silva (1997) conclui afirmando que isso não ocorreu pelo resgate simplesmente, mas porque possibilitou a melhoria do perfil do endividamento público.

 Na crítica de Biondi (1999) à utilização das moedas podres no processo de privatizações, ele cita como exemplo a venda da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN). De acordo com o autor, a aquisição desta empresa no leilão saiu por 1,05 bilhão de reais, mas, devido às formas de pagamento aceitas no PND, em dinheiro entraram somente 38 milhões de reais, uma vez que 1,01 bilhão foi pago em moedas podres. De acordo com Biondi, fica claro que foi nula a entrada de dinheiro nos cofres do governo, que nesta operação só recebeu de volta uma parcela da sua dívida em títulos, que seriam pagos ao longo dos anos. Se esses títulos podiam ser comprados por metade de seu valor no mercado e serviam como forma de pagamento nos leilões, entende-se que usando as moedas podres, só se pagava metade do preço anunciado.

 Biondi (1999) esclarece como funcionava o processo:

Há mais surpresas, porém: por incrível que pareça, e o que é geralmente desconhecido pela opinião pública, mesmo moedas podres utilizadas nos leilões também foram vendidas à prestação, financiadas pelo BNDES. Como assim? Era o próprio banco do governo que tinha moedas podres guardadas e as colocava em leilão, para os interessados comprar estatais, em condições incríveis: até 12 anos para pagar e com juros privilegiados. No final das contas: o governo vendeu empresas aceitando moedas podres que estavam com o BNDES, que vendeu essas moedas para pagamento em até 12 anos, para compradores de estatais. Ou ainda: os compradores não precisaram desembolsar dinheiro vivo nem mesmo para comprar as moedas podres usadas para pagar o governo... Sem gastar, viraram “donos” de estatais construídas com dinheiro – bilhões de reais – de todos nós, brasileiros, ao longo de décadas... (BIONDI, 1999, p. 12).

 Medeiros (2012) critica o modelo das privatizações, afirmando que a criação das agências reguladoras já nasceram “capturadas” pelas principais empresas concessionárias desde suas estruturações. O autor também critica o governo FHC não só pelo modo como foi conduzido o processo de privatizações e concessões, mas pelo desmonte geral do Estado, inclusive das universidades federais. Sem contar a desativação de empresas do setor privado, como importantes construtoras que poderiam implementar obras de grande complexidade, como hidrelétricas, ferrovias, rodovias, portos, aeroportos, etc...

**4 RAZÕES E CONDIÇÕES DO CRESCIMENTO EXPONENCIAL DA DÍVIDA**

 Entender as razões e condições do crescimento é fator principal do estudo, então compreender o regime fiscal vigente, a política econômica e o acordo feito com o FMI são de vital importância. Existe o conhecimento das consequências, o que deve-se buscar é a compreensão das causas. E isso pode ser feito através da análise dessas variáveis.

**4.1 Política econômica**

 A teoria econômica por detrás do Plano Real, fundamenta-se na crença que não havia a possibilidade da economia se estabilizar se não fosse por meio de um novo regime fiscal. A teoria keynesiana, utilizada desde os anos 70, era naquele momento considerada ultrapassada, pois, de acordo com o novo modelo, era hora do país se abrir aos investimentos externos, se tornar destino dos capitais financeiros globais, isto é, tornar-se parte do “novo” mundo globalizado.

 Júnior (2006) afirma que embora a liberalização tenha começado no governo Collor, ela teve mais força com FHC, que aderiu ao conjunto de orientações vindas do Consenso de Washington, corroborado pelos organismos financeiros multilaterais, colocando o Brasil junto de outros países a adotarem medidas com explícitas recomendações liberais. De acordo com o autor, o ineditismo de FHC com isso se torna ainda maior, uma vez que o país sempre escolheu outras formas de desenvolvimento, sempre distantes do modelo liberal.

 Mantega (2001) afirma que a abertura econômica iniciada nos governos Collor e Itamar fez com que em 1995, no primeiro ano de Governo FHC, já houvesse a possibilidade que fosse realizada uma expansão grandiosa no volume de importações, sem barreiras alfandegárias e artificialmente barateadas pela valorização artificial do câmbio. Dessa forma, segundo o autor, começa a transição do superávit existente até 1994, para o déficit crescente em transações correntes, que chegou a US$ 33,5 bi em 1998.

 De acordo com Lopreato (2015a), o Plano Real foi fundamental para a abertura aos mercados globais:

O Plano Real alçou a reorganização do setor público à posição de pedra angular da estabilização e defendeu a busca do equilíbrio definitivo das contas públicas. A proposta contemplou várias medidas fiscais, em parte, já delineadas no Programa de Ação Imediata (PAI) de 1993, além da independência do Banco Central do Brasil (BCB), com destaque para os seguintes pontos: i) reprogramação orçamentária; ii) revisão constitucional capaz de permitir a adequação do Estado ao projeto de governo; iii) revisão do federalismo fiscal, com a desvinculação da União das políticas de desenvolvimento urbano (habitação, saneamento, transporte), o avanço da descentralização do Sistema Único de Saúde (SUS) e a consolidação da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas), além da progressiva transferência das instituições públicas federais de ensino superior aos governos estaduais; iv) criação do Fundo Social de Emergência (FSE); v) reformas tributária, administrativa e previdenciária; vi) proibição de lançar títulos da dívida pública para a cobertura de deficit público; e vii) continuidade do programa de privatização e a ampliação das áreas de acesso ao capital estrangeiro (Brasil, 1994). O programa teria ainda a obrigação de enfrentar o grave desequilíbrio das contas dos governos subnacionais e conciliar a descentralização fiscal com a manutenção da estabilidade macroeconômica. (LOPREATO, 2015a, p.11).

 Segundo Lopreato (2015a) a solução de acordo com a teoria vigente dizia que era necessária a imposição de severas restrições orçamentárias aos estados e municípios, de forma a conter o risco de descontrole fiscal, que poderia comprometer o controle dos preços. O autor afirma que com esse novo arranjo institucional, regras fiscais rígidas, houve uma regulação das relações intergovernamentais, que coibiu o endividamento e freou o déficit dos entes subnacionais, construindo severo controle fiscal e ajuste permanente das contas públicas.

 Júnior (2006) concorda com essa visão, pois ele afirma que o combate da inflação era o principal malefício a ser enfrentado nesse período. FHC e sua equipe acreditavam que sem um efetivo controle de preços, que era o pilar do seu plano de governo, todo o resto desabaria, não criando fundamentação para as várias reformas que viriam.

 Lopreato (2015a) diz que o sucesso angariado por FHC no controle da inflação e no crescimento do PIB acabou por dar sustentação para promover algumas reformas de difícil aceitação anteriormente, que reordenaram a situação fiscal do país. Foram feitas a reforma previdenciária, o programa de ajuste fiscal com a renegociação das dívidas dos estados e municípios, além da privatização de grandes empresas estatais e a descentralização de encargos públicos. Todas as reformas, de acordo com o autor, juntamente com a queda nos juros e da promessa de alterações na estrutura tributária, indicavam, mesmo com o baixo superávit primário, que não havia risco de insolvência intertemporal da dívida.

 Mantega (2001) demonstra que com o desequilíbrio das contas externas e a necessidade de fechar o balanço de pagamentos, o governo priorizou ainda mais o programa de privatizações, utilizando de alta taxa de juros que garantia altas taxas de lucro aos capitais que desembarcassem no Brasil e, por outro lado, fez os devidos arranjos para que houvesse a oportunidade de grandes negócios na aquisição das estatais brasileiras. O autor afirma que essa foi a “receita” para que a dívida pública começasse a crescer em ritmo acelerado, uma vez que a política de juros elevados acabou por impactar diretamente sobre as contas públicas. A relação D/Y passou de 11,7% do PIB em 1994, para 44,5% em dezembro de 2000.

 Júnior (2006) afirma que colocar a inflação como prioridade acabou fazendo com que a política econômica se tornasse alvo de muitas críticas, que vinham até mesmo de dentro de seu próprio governo, da ala composta por economistas com viés mais desenvolvimentista. De acordo com o autor, estes críticos afirmavam que os custos para se manter a inflação baixa eram sentidos no crescimento pífio e irregular da economia, já que a política econômica parecia muitas vezes estar em rota contrária às iniciativas pró-crescimento.

 Porém, com as crises da Ásia e da Rússia, a fragilidade da economia do país ficou escancarada. O autor observa que “(...) o alto custo da dívida pública colocou em xeque a sustentabilidade das contas públicas e a política fiscal como fiadora da estabilidade econômica.” (LOPREATO, p.12, 2015a).

**4.2 Acordo com o FMI, Superávit primário e Políticas de metas de inflação**

 Lopreato (2015a) observa que, com a crescente ameaça de insolvência da dívida, tornou-se urgente a adoção de novas e duras medidas de austeridade fiscal, de modo a conter o déficit nominal das contas públicas. O autor afirma que nesse momento, medidas tiveram que ser tomadas, como um novo empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI):

O Programa de Estabilidade Fiscal, assinado com o FMI em novembro de 1998, seguiu a linha teórica já traçada anteriormente e propôs acelerar o ajuste fiscal estrutural. O acordo consagrou o projeto de construir o novo regime fiscal. A adoção de regras fiscais e o princípio de solvência da dívida pública consolidaram o caminho da política fiscal como guardiã da estabilidade das variáveis macroeconômicas, fato vital ao projeto de integração à economia globalizada. As mudanças institucionais, culminando com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF – Lei Complementar no 101, de 4 de maio de 2000), alteraram o modelo anterior e deram lugar ao que se pode chamar de novo regime fiscal, definido por alterações na estrutura do Estado, revisão do federalismo fiscal e regras de elaboração orçamentária e de controle do endividamento. (LOPREATO, 2015a, p.12)

 Com o acordo firmado junto ao FMI, Lopreato (2015a) observa que o ajuste fiscal foi intensificado e o papel do Estado revisto, retirando a abrangência da ação estatal e transferindo para o setor privado a tarefa de dinamizar a economia, alterando as relações entre a União, os estados e os municípios. Segundo o autor, o fim das holdings nacionais acabou com as estreitas relações que haviam entre as grandes estatais federais e estaduais, reorganizando o modelo de intervenção em áreas de infraestrutura e acabando com elementos de costura do pacto de poder. Também deixou de existir a simbiose entre as agências de crédito federais e bancos estaduais, retirando a capacidade destas agências apoiarem políticas públicas de estados e municípios. A descentralização repassou serviços ligados à saúde, assistência social e desenvolvimento urbano aos outras esferas de governo, deixando à cargo da União somente funções técnicas e financeiras.

 Segundo Lopreato (2015a), este novo modelo limitou os estados e municípios quanto à liberdade de terem acesso ao crédito e à manipulação das suas contas fiscais, com a União podendo bloquear os repasses de recursos dos estados inadimplentes. Outra observação é que também passou a ser vetado o socorro aos estados e municípios, prática usual até então.

 Outra questão levantada por Lopreato (2015a), é que a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), por determinação legal, acabou por transformar a meta de superávit primário anual em despesa obrigatória, e as despesas do Orçamento de Custeio e Capital (OCC), em resíduo, ou seja, só seriam descontadas após garantida a meta do Superávit Primário.

**4.3 Regime de Metas de Inflação**

 Sobre o Regime de Metas de Inflação (RMI), Filho e Schifino (2010), afirmam que existem vários trabalhos publicados demonstrando que nos países emergentes em que foi implementado o regime de metas de inflação, houve uma redução considerável nas taxas de inflação e a performance econômica foi muito parecida com os a dos países desenvolvidos. O autor cita os trabalhos de Mishkin (1999) e Schmidt-Hebbel que revelam testes favoráveis na ocorrência de choques externos, auxiliando a redução das taxas de sacrifício e a volatilidade dos produtos desses países.

 Porém, Filho e Schifino (2010) também citam as críticas aos supostos benefícios do RMI, pois, quando se referem às condições anteriores à implementação do regime e às questões operacionais nos países emergentes, existe um consenso de que o RMI não foi eficaz na resolução dos problemas econômicos desses países. Segundo os autores, as economias emergentes possuem maior volatilidade no PIB, maior variabilidade nos preços, e os desvios da meta são maiores e mais frequentes. No caso do Brasil, observando alguns capítulos anteriores, constata-se que houve várias revisões na meta e na maior parte das vezes, essas revisões foram “para cima”.

 Filho e Schifino (2010) concluem afirmando que não existe nehuma evidência consistente de que os países que adotaram o RMI tiveram um desempenho macroeconômico acima da média, nem em termos de PIB, nem em termos de nível de inflação. Continuando seu argumento, eles citam o trabalho de Eichengreen, que conclui que o problema dos países emergentes está ligado ao modelo econômico e fiscal de suas economias, pois, elas estão mais expostas a choques financeiros, cambiais e de commodities internacionais, causados pela liberalização de suas contas comerciais e de capitais do balanço de pagamentos. Outro problema detectado, é que normalmente suas dívidas estão dolarizadas e não existe credibilidade em suas autoridades políticas. Os autores também citam o trabalho de Arestis, Ferrari-Filho e Paula, que constataram que outros fatores deviam explicar a inflação no Brasil, uma vez que os países que não implementaram o RMI a partir da década de 1990 também apresentaram menores taxas de inflação. Eles também afirmam neste trabalho que o desempenho macroeconômico de países emergentes e desenvolvidos independem da adoção do RMI.

 Bruno (2010) faz uma análise do sistema em que o RMI está inserido, demonstrando que o processo é prejudicial aos pequenos agentes inseridos na economia, como trabalhadores e micro/pequenas empresas. Segundo o autor, trata-se de um círculo vicioso, onde a taxa SELIC funciona não só para conter a inflação, mas como garantia da alocação e captação financeira em mercados globais.

 De acordo com Bruno (2010), o RMI funcionaria como uma ferramenta desse processo, uma vez que, com a liberalização financeira e a acumulação rápida de divisas, a taxa real de câmbio se valoriza e RMI se beneficia da valorização da moeda nacional, diminuindo o ritmo das exportações e aumentando as importações. Com isso, a desnacionalização das plantas industriais se aprofunda, com ramos mais dependentes de competitividade baseados em ciência e tecnologia declinando sua participação nas exportações e no produto total, e ramos menos dependentes, intensivos em escala e recursos naturais, acabam predominando. Com isso, segundo o autor, os sinais de especialização regressiva, da desindustrialização e doença holandesa começam a surgir, as remessas de lucros e dividendos disparam piorando o déficit em transações correntes constantes, e assim, mais aumento dos juros são necessários, a fim de manter a entrada de capitais para alcançar o superávit do balanço de pagamentos e as demais condições de financiamento da economia.

**5 CONCLUSÃO**

 A dívida pública é sem dúvida um dos grandes problemas brasileiros, se não, o maior deles. Compreender a complexidade de sua estrutura é um grande desafio, seja por suas características únicas ou pelas inúmeras variáveis existentes em sua composição, e que, portanto, podem influenciá-la.

 O objetivo desta monografia foi identificar as principais causas do crescimento da dívida pública depois da implementação do Plano Real. Para isso, foram analisadas várias fontes bibliográficas e estudos científicos sobre o tema. Ficou claro que não se pode estabelecer consensualmente qual variável foi determinante para que a dívida pública chegasse a esse patamar, até porque consenso é algo inexistente quando tratamos de economia.

 Porém, a análise feita das políticas econômicas, da evolução da dívida pós-Plano Real, da estrutura da dívida, seus indexadores, e do fracasso no objetivo inicial de amortizar a Dívida Pública através do Plano Nacional de Privatização, conseguiu demonstrar que o conjunto de medidas monetárias e fiscais realizadas durante a gestão de Fernando Henrique Cardoso contribuiu de forma decisiva para o alto endividamento do país.

 Embora muito se enfatize a contribuição do governo FHC na estabilização da moeda, esta monografia contribuiu para mostrar que a sua gestão se encerrou deixando como legado uma relação D/Y referente a dívida líquida de 57,70% e de dívida bruta de 76%. Estas foram as maiores relações D/Y da série histórica iniciada no Plano Real.

**REFERÊNCIAS**

ALBUQUERQUE, Marcos Cintra Cavalcanti de. As vantagens da CPMF. **Thomson Reuters Scientific.** São Paulo. 2005. Disponível em: < http://www.fiscosoft.com.br/main\_online\_frame.php?page=/index.php?PID=140096&key=2848631>. Acesso em 30 mai. 2016.

ALBUQUERQUE, Pedro Henrique. Os impactos econômicos da CPMF: teoria e evidência. **Trabalhos para discussão nº 21**. Brasília, 2001. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps21.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2016.

BIONDI, Aloysio. **O Brasil privatizado: um balanço do desmonte do Estado**. São Paulo. Ed: Fundação Perseu Abramo. 1999. 48p.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **O que é a dívida pública federal?** Brasília: STN. 2012a. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/o-que-e-a-divida-publica-federal->. Acesso em: 22 mar. 2015.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida pública federal brasileira.** Brasília: STN. 2012b.Disponível em: < http://www3.tesouro.gov.br/divida\_publica/downloads/kit\_divida.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2015.

BRUNO, Miguel . Endividamento do Estado e Setor Financeiro no Brasil: Interdependências Macroeconômicas e Limites Estruturas ao Desenvolvimento. **Os anos Lula: Contribuições para um balanço crítico 2003-2010.** Rio de Janeiro: Editora Garamond, 2010, p. 71-107.

DELFIM NETTO, Antônio. Plano Real e a armadilha do crescimento econômico. **O Brasil pós Real: a política econômica em debate.** Campinas: Ed.Unicamp, 1998. 314p.

DÍVIDA líquida do setor público soma 36,7% do PIB em 2014, diz BC. **Valor Econômico Online,** São Paulo, 30 jan. 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/3886126/divida-liquida-do-setor-publico-soma-367-do-pib-em-2014-diz-bc>. Acesso em: 09 mai. 2015.

FILHO, Fernando Ferrari; SCHIFINO, Lucas Aronne. Performance Macroeconômica sob o regime de metas de inflação: uma análise para alguns países emergentes selecionados. **Revista Análise Econômica**. Porto Alegre, v.28, n.54. 2010.

FIM da CPMF: Governo prefere cortar gastos sociais ao invés de cortar os gastos com a dívida. **Conselho Federal de Economia, COFECON**, Brasília, 19 dez. 2007. Disponível em: <http://www.cofecon.org.br/noticias/artigos/16-artigo/1226-fim-da-cpmf-governo-prefere-cortar-gastos-sociais-ao-inves-de-cortar-os-gastos-com-a-divida.html>. Acesso em: 27 mar. 2016

FORSTARTER, Mathew. **Pequeno livro das grandes ideias: Economia.** São Paulo. Ed. Ciranda Cultural. 2009. 128p.

FRIEDMAN, Milton. O Papel da política monetária. In: CARNEIRO, Ricardo. (Org.). **Os clássicos da economia.** Volume 02: Rudolf Hilferding, Joseph A. Schumpeter, John Maynard Keynes, John R. Hicks, Friederich A. Hayek, Milton Friedman. P. 254-270, 1997.

HERMANN, Jennifer**.** A Macroeconomia da Dívida Pública**:** notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). **Cadernos Adenauer**, Rio de Janeiro, v. 4, p. 41-70, 2006. Disponível em: <http://www.nudes.ufu.br/disciplinas/ppe/a\_macroeconomia\_da\_divida\_publica.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2015.

JÚNIOR, José Carlos Martines Belieiro. **Notas sobre análise do governo FHC (1994-2002)**. Programa de pós-graduação em Sociologia da UFPR, Sociologia na Universidade do Paraná. Curitiba. 2006. Disponível em: < https://online.unisc.br/seer/index.php/barbaroi/article/viewFile/729/589>. Acesso em: 02 mai. 2016

LAPLANE, Mariano. Inovações e dinâmica capitalista. In: CARNEIRO, Ricardo. (Org.). **Os clássicos da economia.** Volume 02: Rudolf Hilferding, Joseph A. Schumpeter, John Maynard Keynes, John R. Hicks, Friederich A. Hayek, Milton Friedman. p. 59-68, 1997.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro**. Aspectos da atuação estatal de FHC a Dilma.** Texto para Discussão. Brasília: ipea n. 2038, fev. 2015a. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\_content&view=article&id=24503> . Acesso em: 14 ago. 2015.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro**. Dívida Pública: O limiar de mudanças?** Texto para discussão. Brasília: IPEA n. 2026, jan. 2015b. Disponível em: < http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3595>. Acesso em: 15 ago. 2015.

MADI, Maria Alejandra Caporale. Estabilidade com regras monetárias. In: CARNEIRO, Ricardo. (Org.). **Os clássicos da economia.** Volume 02: Rudolf Hilferding, Joseph A. Schumpeter, John Maynard Keynes, John R. Hicks, Friederich A. Hayek, Milton Friedman. p. 221-233, 1997.

MANTEGA, Guido. O Programa de Privatizações Brasileiro e a sua repercussão na dinâmica econômica. **Série relatórios de pesquisa nº 53**. São Paulo. 2001.

MEDEIROS, Cézar Manoel de. **Privatizações: comparações e impactos de Collor a Dilma**. Rio de Janeiro, 10 abr. 2012. Disponível em: <http://www.desenvolvimentistas.com.br/blog/blog/2012/04/10/privatizacoes-comparacoes-e-impactos-de-collor-a-dilma/>. Acesso em: 16 mar. 2016

MENDES, Marcos. Por que a economia brasileira foi para o buraco? **Instituto Fernand Braudel de Economia Mundial.** São Paulo. 2015 Disponível em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2015/08/25/por-que-a-economia-brasileira-foi-para-o-buraco/>. Acesso em: 28 fev. 2016

MENDONÇA, Mário Jorge; PIRES, Manoel Carlos de Castro; MEDRANO, Luiz Alberto. **Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil:** uma análise para o período 1995 – 2007. Ipea, Rio de Janeiro, jul. 2008. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1508/1/TD\_1342.pdf>. Acesso em: 04 jun. 2015.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; SILVA, Rubens Teixeira da. **Administração da Dívida Pública sob um regime de metas para a inflação: evidências para o caso brasileiro**. Econ. Apl. [online]. 2008, vol. 12, n.4 Disponível em:<http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-80502008000400005&script=sci\_arttext&tlng=pt>. Acesso em: 16 mar. 2016.

MORAIS, Lecio; SAAD-FILHO, Alfredo. Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula. **Revista de Economia Política.** Vol. 31, n. 04, p. 507-527, out./dez. 2011. Disponível em: <http://www.scielo.br/readcube/epdf.php?doi=10.1590/S0101-31572011000400001&pid=S0101-31572011000400001&pdf\_path=rep/v31n4/01.pdf> . Acesso em: 01 jun. 2015.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Revista de Conjuntura Econômica FGV**,Rio de Janeiro, V. 59, n. 11, p. 10-12, jan./mar. 2005. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218>. Acesso em: 22 fev. 2015.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto; BIASOTO Jr., Geraldo. A Reforma Tributária: removendo entraves para o crescimento, a inclusão social e o fortalecimento da federação. **Texto para discussão nº 260.** Campinas. 2015.

OREIRO, José Luís; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços.** São Paulo. Ed. Manole. 2003. Disponível em: <www.joseluisoreiro.com.br>. Acesso em: 21 mar. 2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS. Pró – Reitoria de Graduação. Sistema de Bibliotecas. **Padrão PUC Minas de normalização**: normas da ABNT para apresentação de projetos de pesquisa. Belo Horizonte, 2015. Disponível em: <http://www.pucminas.br/documentos/orientacoes-abnt-apa-vancouver.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2015.

POSSAS, Silvia. Valor, capital e riqueza nos primórdios da economia política. In: CARNEIRO, Ricardo. (Org.). **Os clássicos da economia:** Volume 01: Adam Smith, David Ricardo, Karl Marx, Alfred Marshall, Léon Walras, Knut Wicksell. 15-24, 1997.

RICARDO, David. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Abril, 1982.

SANTOS, Márcio Éder. **Política Fiscal no Brasil, 1994 – 2008**. 2002.115 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Estadual Paulista, Faculdade de Ciências e Letras, Araraquara. Disponível em: < http://repositorio.unesp.br/handle/11449/99152>. Acesso em: 14 ago. 2015.

SILVA, Viviane Aparecida da. **O impacto das moedas de privatização sobre a dívida pública**. Brasília: Esaf, 1997. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\_TN/Iipremio/divida/3afdpIVPTN/SILVA\_Viviane\_Aparecida.pdf>. Acesso em: 16 mar. 2016

SMITH, Adam. **A riqueza das nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril, 1983.

TUROLLA, Frederico Araújo. A dívida pública brasileira:conceitos, perfil, evolução e perspectivas. **Revista de Conjuntura Econômica FGV**, Rio de Janeiro, V.44, n.07, p. 15-18, jan./mar. 2002. Disponível em: <https://scholar.google.com.br/scholar?q=Turolla%2C+A+D%C3%8DVIDA+P%C3%9ABLICA+BRASILEIRA%3A+CONCEITOS%2C+PERFIL%2C+EVOLU%C3%87%C3%83O+E+PERSPECTIVAS&btnG=&hl=pt-BR&as\_sdt=0%2C5>. Acesso em: 01 mar. 2015.

VELLOSO, Raul; MENDES, Marcos. Política fiscal em 2008: condições de liquidez, solvência e controle da demanda agregada. In: Velloso, João Paulo dos Reis. (Org.). **O Brasil e a economia criativa:** um novo mundo nos trópicos**.** Rio de Janeiro. 263-298, 2008.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 12. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

VIVIAN, Viviane Santos; MENDONÇA, Helder Ferreira de. Gestão da Dívida Pública: a experiência do Brasil. **Revista Cepal**. São Paulo. 2010. Disponível em: < http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/39558/rvpferreira.pdf>. Acesso: 23 abr. 2016.

WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa. A política macroeconômica de aperto monetário e expansão fiscal. In: Velloso, João Paulo dos Reis. (Org.). **O Brasil e a economia criativa:** um novo mundo nos trópicos**.** Rio de Janeiro. 333-340, 2008.