

NOEL CÉSAR PICOLO ZANONI

DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA – 1995-1998

Mestrado em Economia Política

PUC/SP
SÃO PAULO

2005

NOEL CÉSAR PICOLO ZANONI

DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA – 1995-1998

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política sob a orientação do Professor Doutor Nelson Carvalheiro.

PUC/SP
SÃO PAULO
2005

*À Luciana, Tomás e Tales, sem os quais
minha existência não faria sentido.*

Resumo

O objetivo deste trabalho é discorrer sobre a dívida pública brasileira, com enfoque especial no período de 1995-1998, que são os anos subsequentes ao advento do Plano Real, onde o Brasil após 20 anos de escalada inflacionária, alcançou finalmente sua estabilidade no tocante aos índices de inflação.

Essa estabilidade não veio através de um equilíbrio fiscal, de modo que o déficit público se tornou a principal fonte de vulnerabilidade da economia brasileira. Utiliza-se um modelo de administração de dívida pública para constatar a vulnerabilidade econômica da época. Analisando-se a composição da dívida, notamos que, apesar da estabilidade de preços, o Brasil não conseguiu o desejado alongamento da dívida, nem tampouco mudar o perfil da dívida interna, composta basicamente por títulos pós fixados, ainda herança do período inflacionário.

Constata-se então que a vulnerabilidade externa, sofrida pelo país nesse período, foi fruto das opções econômicas tomadas na implementação do Plano Real, bem com da política de juros que visava a manutenção da paridade cambial.

Abstract

The main target of this study is to discuss about the Brazilian public debt , specially focusing the period between 1995 and 1998. These years were after the implementation of Real Plan, where the Brazilian economy, after 20 years of high inflation, finally reached its stability.

This inflation stability did not come with a fiscal balance, so the public sector borrowing requirements were the main cause from Brazilian external vulnerability. We showed though a model of public debt management, that despite the inflation stability, Brazil did not change the maturing average of Brazilian bonds and these bonds had the same portfolio of the inflation period, basically pos-fixed bonds.

As a conclusion , we noticed that Brazilian external vulnerability was a consequence of its economics polices, decided during Real Plan, as high interest rates whose target was to defend the fixed exchange rate against a confidence crisis.

Agradecimentos

Aos Professores Doutores Carlos Eduardo de Carvalho e João Machado Borges Neto pela atenção e tempo dedicado a esse trabalho.

Ao Professor Doutor Nelson Carvalheiro, pelo incentivo e sugestões, sem as quais não seria possível a conclusão dessa dissertação.

Aos Companheiros da Mesa de Operações do Banco Barclays SA, Edson Sarti, Cristiano Ramponi Serrão e Fernando Roberto de Lima Posch, por compreender a minha desatenção no trabalho no período final de elaboração deste estudo.

Ao meu sogro Emanuel Tavares Costa pela revisão ortográfica.

Aos meus pais José Zanoni e Nizia Thereza Picolo Zanoni pelo incentivo ao conhecimento que sempre marcou a minha vida .

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 1. Dívida Pública Brasileira | 5 |
| 1.1. Composição da Dívida Pública Federal | 5 |
| 1.2. Histórico da Dívida Pública Brasileira | 11 |
| 1.2.1. Origem..... | 11 |
| 1.2.2. Reformas pós 1964 | 16 |
| 1.2.3. Governo Sarney..... | 26 |
| 1.2.4. Governo Collor | 31 |
| 1.3. A Dívida Pública de 1995 a 1998 | 35 |
| 1.3.1. A transição no Governo Itamar Franco | 35 |
| 1.3.2. O Primeiro Ano da Estabilização e o final da senhoriagem . | 39 |
| 1.3.3. 1996 – O ano dos ajustes patrimoniais (esqueletos)..... | 43 |
| 1.3.4. 1997 – Os ventos sopram da Ásia | 46 |
| 1.3.5. 1998 – O ano do FMI | 48 |
| 1.3.6. Considerações finais do período 1995 – 1998 | 50 |
| 2. Crise de confiança e administração da Dívida Pública | 53 |
| 2.1. O modelo Giavazzi e Pagano | 55 |
| 2.1.1. O setor privado | 55 |
| 2.1.2. O Tesouro | 57 |
| 2.1.3. O Banco Central | 59 |
| 2.1.4. Crise de confiança e prazo médio da Dívida | 61 |
| 2.2. O modelo de Calvo e Guidotti | 67 |
| 3. A crise sem <i>default</i> | 76 |
| 3.1. A ruptura da Política Cambial | 76 |
| 3.2. Aplicações dos Modelos ao período de 1995-1998 | 79 |
| CONCLUSÃO | 84 |
| BIBLIOGRAFIA | 87 |

INTRODUÇÃO

O presente trabalho procura analisar a dívida pública brasileira nos primeiros quatro anos da estabilidade inflacionária, após 20 anos de inflação, período que abrange os anos de 1995 até 1998, que coincidentemente foi o primeiro mandato da administração do Presidente Fernando Henrique Cardoso.

Durante esse período a dívida líquida total passou a ser uma grande preocupação dos agentes econômicos e também das autoridades monetárias; assim a relação dívida total/PIB situava-se em 29,20% do PIB e no final desse período estava em 42,40% do PIB, como constatamos na tabela abaixo.

| Discriminação | 1994 - Dezembro | | 1995-Dezembro | | 1996-Dezembro | | 1997-Dezembro | | 1998-Dezembro | |
|---------------------------------------|-----------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB |
| Dívida Líquida Total | 153,163 | 29.20% | 208,460 | 30.50% | 269,193 | 33.26% | 308,426 | 34.60% | 385,870 | 42.40% |
| A- Dívida Interna | 108,806 | 20.70% | 170,328 | 24.92% | 237,600 | 29.36% | 269,846 | 30.30% | 328,693 | 36.10% |
| Governos Estaduais e Municipais | 49,285 | 9.40% | 70,211 | 10.27% | 90,332 | 11.16% | 111,588 | 12.50% | 124,757 | 13.70% |
| Empr. Estatais e Ag. Descentralizadas | 26,126 | 5.00% | 33,424 | 4.89% | 31,532 | 3.90% | 8,004 | 0.90% | 11,481 | 1.30% |
| B- Dívida Externa | 44,357 | 8.40% | 38,132 | 5.58% | 31,593 | 3.90% | 38,580 | 4.30% | 57,177 | 6.30% |
| Governos Estaduais e Municipais | 1,806 | 0.30% | 2,266 | 0.33% | 3,006 | 0.37% | 4,303 | 0.50% | 6,148 | 0.70% |
| Empr. Estatais e Ag. Descentralizadas | 10,110 | 1.90% | 12,153 | 1.78% | 15,910 | 1.97% | 16,789 | 1.90% | 12,216 | 1.30% |

1\ PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado.

Deflator: IGP- DI centrado, média

Fonte: BACEN

Esse fato é acompanhado da diminuição da importância da dívida externa em relação ao restante da dívida. Esse movimento vem desde o início dos anos 90, alcançando o valor de 6,3% do PIB no final de 1998.

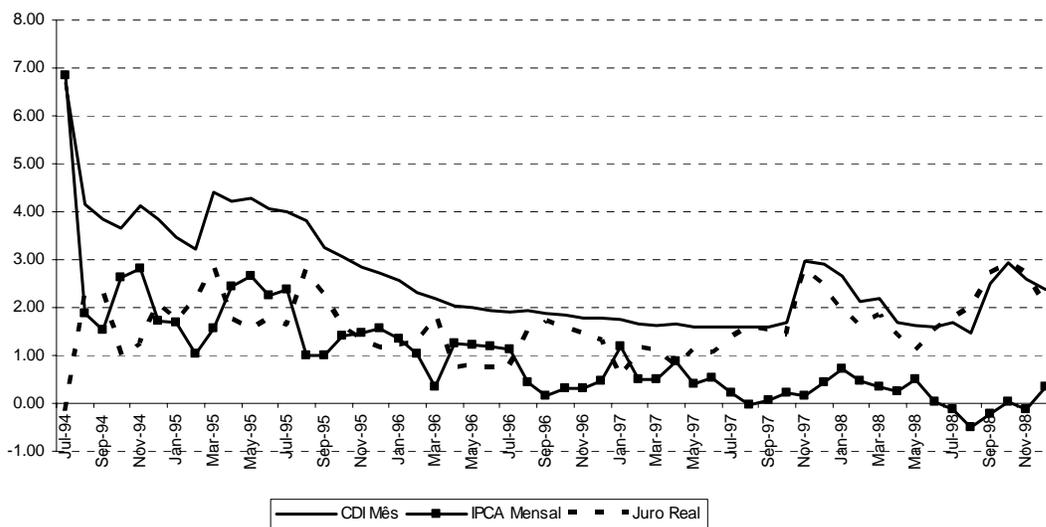
O estudo inicia-se com uma análise da história da dívida pública no Brasil desde sua independência até o ano de 1998. Constatamos que nos anos de inflação a dívida nunca foi encarada como um problema, pois as autoridades não hesitavam na mudança de indexadores, sempre menos favoráveis aos detentores dos títulos, o que, junto com a senhoriagem impedia a escalada explosiva do estoque da dívida pública.

Isso ocorreu apesar da pequena confiabilidade quanto à disposição do Governo em honrar o que realmente foi pactuado através dos títulos, juntamente com a tendência natural pela mudança de regra por motivo de força maior. Os títulos públicos passaram a longo desses 40 anos a representar um porto seguro frente a enorme inflação ocorrida no período.

Após o Plano Real, a insegurança quanto à inflação diminuiu, mas a incerteza quanto aos pilares da economia não. Assim vivemos um período de câmbio administrado, livre movimentação de capitais, enorme taxa de juros e irresponsabilidade fiscal, que resultou na deterioração das contas públicas e conseqüente desconfiança quanto à solvência dessa dívida.

A ênfase especial é dada justamente no período de 1995 a 1998, onde notamos que apesar do discurso de austeridade e responsabilidade fiscal do governo, o que os números mostram são déficits constantes não somente no conceito nominal e operacional, mas também no conceito primário. As despesas com juros reais situando-se em torno de 4% do PIB, fruto da necessidade em se manter a paridade cambial e a acumulação de reservas externas, tornaram explosivo o crescimento da dívida, como notamos no gráfico abaixo dos juros praticados no período.

Evolução das taxas de juros no Brasil



Taxa de Juros ao mês

Fonte: Cetip e IBGE (elaboração própria)

Nota-se, através dos dados, que apesar da imagem de austeridade fiscal passada pelo governo naquele período, o que realmente fica demonstrado é a falta de empenho em se buscar equilíbrio nas contas fiscais e uma total disposição para manter a qualquer preço a paridade cambial; assim em nenhum momento as autoridades monetárias hesitavam em dobrar as taxas de juros visando o influxo de recursos externos. As crises externas em muito prejudicaram as políticas econômicas, embora não possam ser responsabilizadas pelo imenso desequilíbrio fiscal que marcou aqueles anos.

No capítulo 2 estudamos dois modelos de dinâmica da dívida, que seriam o de Giavazzi e Pagano (1990) e o de Calvo e Guidotti (1990). O modelo de dinâmica de dívida pública que melhor descreve a situação brasileira entre 1995-1998 é o de Giavazzi e Pagano (1990); nesse modelo temos a mesma situação da economia brasileira no período, ou seja, câmbio fixo e livre

movimentação de capitais. A conclusão do modelo indica os perigos dessa situação para a dívida pública, pois a defesa da paridade implica um aumento não sustentado da dívida e muitas vezes inócuo diante de uma crise de confiança com grande possibilidade do abandono da paridade cambial. Isso foi exatamente o que ocorreu com o Brasil em janeiro de 1999 com a desvalorização do Real.

No modelo de Calvo e Guidotti estuda-se a possibilidade de se maximizar o bem-estar da população, impedindo a utilização dos governos futuros da taxa de inflação e do aumento de impostos como fatores de equilíbrio fiscal; assim introduz-se a idéia de um *trade-off* entre o alongamento da dívida e a utilização de títulos indexados pela inflação.

No capítulo 3 foca-se a ruptura do modelo cambial em Janeiro de 1999, juntamente com suas implicações junto à dívida brasileira, comparando-se o episódio com as situações descritas nos modelos estudados na parte anterior, além da descrição das características peculiares de nossa dívida que impediram o então esperado *default*. Assim, pode-se dizer que a má desvalorização em 1999 representou um quebra apenas de regime cambial, não da dívida pública.

1. DÉVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

1.1. Composição da Dívida Pública Brasileira

Antes de discutirmos o histórico da Dívida Pública Brasileira é importante definirmos a nomenclatura e as características dos títulos da dívida interna, pois ao longo dos últimos quarenta anos o Brasil se mostrou um país muito criativo na introdução de novos títulos. Tais papéis não possuíam apenas diferentes denominações, como também diferentes indexadores. Descrevemos abaixo os principais títulos que são utilizados pelo Tesouro Nacional:

Obrigação do Tesouro Nacional (OTN): Tem sua origem na Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional – ORTN - criada durante o PAEG em 1964 concomitantemente com a institucionalização da correção monetária. Inicialmente esse título visava evitar o rendimento negativo dos títulos, principal causa da falta de popularidade dos títulos públicos. A ORTN tinha prazo mínimo de 1 e máximo de 20 anos, com juros pagos semestralmente, além da correção monetária, também possuiu a modalidade de correção cambial.

A OTN veio substituir a ORTN em 1986, mediante o mesmo decreto lei que criava o Plano Cruzado, rendia juros nominais de 6% a.a, ficando com seu valor fixo até 28/02/1987. A partir de então passou a ter seu valor

corrigido pela variação do IPC e teve seu prazo mínimo alterado para 6 meses. Também nesse período existiu a possibilidade de correção pela variação do dólar no câmbio comercial (oficial).

Bônus do Tesouro Nacional (BTN): Novamente o Governo Federal utilizou a estratégia de mudar o nome para descrever um título já existente e desgastado por constantes expurgos, criou-se assim a BTN em meados de 1989. Esse novo papel renderia juros máximos de 12% a.a, com prazo máximo de 25 anos, pagos semestralmente, acrescidos de correção monetária ou variação do dólar comercial. Esse título deixou de ser emitido no ano seguinte ao da sua criação (1990). Nesse ano com a edição do Plano Collor I tivemos o bloqueio dos Cruzados Novos, que passaram a ser lastreados em Bônus do Tesouro Nacional – Série Especial (BTN-E), com rendimento de 6% a.a. mais atualização monetária e o resgate seria apenas a partir de agosto daquele ano em doze parcelas iguais.

Letra do Tesouro Nacional (LTN): Podemos descrever a LTN como o papel clássico do Tesouro lançado em 1970, cuja finalidade também era a de cobertura de déficit orçamentário e antecipação de receita. Sua criação foi um marco para o desenvolvimento do mercado aberto no Brasil. Trata-se de um título com remuneração prefixada. Dessa forma, sua rentabilidade ocorre na forma de desconto, representada pela diferença entre o valor emitido e o seu valor nominal de resgate. Como um título prefixado, em um momento de inflação crescente, sempre encontrou certa resistência por parte dos agentes financeiros. Contudo, as perdas que esses papéis causaram aos seus detentores não eram fruto de expurgo e confisco, mas rendimento prefixado inferior à taxa

de inflação. Durante a sua história foi extinto em 1990 e recriado em 1993. O aumento de sua parcela no montante total da dívida sempre foi sinônimo de Política Econômica bem executada, credibilidade e estabilidade.

Letra Financeira do Tesouro (LFT): Criada no final de 1987, com o mesmo objetivo dos demais títulos do Tesouro (prover recursos necessários à cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação de receita), também representa um ponto de inflexão na administração da Dívida Pública, sendo esse o papel mais relevante quanto ao volume total da dívida a partir de meados dos anos noventa até os dias atuais. Trata-se de um papel pós-fixado com rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC (Serviço Especial de Liquidação e Custódia do Banco Central) para títulos federais, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate, em outras palavras, remunerado pela taxa média das operações *overnight*. Deixou de ser emitido em 1995, contudo voltou a ter grande importância a partir do ano de 1997.

O debate sobre a existência de um título remunerado pela própria taxa de juros, gera desconforto quanto à qualidade da Dívida Pública.

Nota do Tesouro Nacional (NTN): título da dívida também com função de prover recursos necessários para a cobertura de seus déficits explicitados nos orçamentos ou para operações de crédito visando a antecipação de receita. Sua taxa de juros é de até 12% a.a, calculados em relação ao valor nominal atualizado. Em função da diferente série a que pertencem podem possuir os mais diferentes indexadores (IGP-M, TR, variação do Dólar comercial etc). Descreveremos as principais séries abaixo:

NTN-B e NTN-C: títulos com prazo mínimo de 12 meses com taxa de juros de 6% a.a, atualizados pela variação do Índice Geral de Preços mercado da Fundação Getúlio Vargas (IGP-M) do mês anterior. Na série B o pagamento de juros é no resgate e na série C (mais popular) o pagamento ocorre a cada seis meses.

NTN-D: título com prazo mínimo de três meses com taxa de juros de 6% a.a, com atualização pela variação da cotação média de venda do dólar comercial divulgada pelo Banco Central do Brasil. Tornou-se um papel bem aceito pelo mercado a partir de 1994, com os Bancos buscando *hedge* para suas emissões externas, após as crises externas de 1997 e 1998, que resultaram na desvalorização do Real em 1999, o grande volume emitido desse papel era encarado com um problema para administração e credibilidade da Dívida Pública.

NTN-H: com prazo mínimo de noventa dias, sendo corrigida pela variação do índice da Taxa Referencial (TR- novo indexador da poupança do Sistema Financeiro da Habitação nos anos noventa)

Títulos de responsabilidade do Banco Central.

Vale também destacar os títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil utilizados como instrumento para execução de Política Monetária:

Bônus do Banco Central (BBC): Tem as mesmas características da LTN, sendo um papel emitido pelo Bacen, pelo prazo mínimo de 28 dias, com o objetivo de servir como instrumento de Política Monetária, sua rentabilidade é representada pela diferença entre o preço de colocação e o valor nominal no vencimento.

Letra do Banco Central (LBC): Também tem objetivo de execução de Política Monetária e possui as mesmas características da LFT, sendo remunerado pela variação da taxa *overnight*. O fato curioso é que, ao contrario da BBC criada em 1990, vinte anos após a LTN esse título (LBC) é anterior a LFT (títulos com as mesmas características, com emissão do Tesouro) tendo sido criado em 1970, 17 anos antes da LFT.

De 1970 até 1993 a composição de títulos da Dívida Pública Federal foi a seguinte:

Participação Percentual dos Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público

| | LTN | ORTN/ OTN | LBC | LFT | BTN | BBC | NTN | Total |
|--------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| dez/70 | 5,02 | 94,98 | | | | | | 100 |
| dez/71 | 15,24 | 84,76 | | | | | | 100 |
| dez/72 | 33,63 | 66,37 | | | | | | 100 |
| dez/73 | 37,74 | 62,26 | | | | | | 100 |
| dez/74 | 30,41 | 69,59 | | | | | | 100 |
| dez/75 | 27,47 | 72,53 | | | | | | 100 |
| dez/76 | 44,44 | 55,56 | | | | | | 100 |
| dez/77 | 52,16 | 47,84 | | | | | | 100 |
| dez/78 | 51,61 | 48,39 | | | | | | 100 |
| dez/79 | 41,25 | 58,75 | | | | | | 100 |
| dez/80 | 27,82 | 72,18 | | | | | | 100 |
| dez/81 | 36,81 | 63,19 | | | | | | 100 |
| dez/82 | 14,61 | 85,39 | | | | | | 100 |
| dez/83 | 3,92 | 96,08 | | | | | | 100 |
| dez/84 | 4,17 | 95,83 | | | | | | 100 |
| dez/85 | 3,44 | 96,56 | | | | | | 100 |
| dez/86 | 2,25 | 41,39 | 56,36 | | | | | 100 |
| dez/87 | 1,81 | 26,94 | 71,25 | | | | | 100 |
| dez/88 | | 31,47 | | 68,53 | | | | 100 |
| dez/89 | | 0,11 | | 1,96 | 97,93 | | | 100 |
| dez/90 | 32,39 | 0,02 | 1,43 | 61,31 | 4,85 | | | 100 |
| dez/91 | | 0,01 | 5,91 | 61,26 | 4,19 | 16,06 | 12,57 | 100 |
| dez/92 | | | 3,63 | 5,42 | 0,13 | 54,78 | 36,04 | 100 |
| dez/93 | 4,51 | | | 3,77 | 0,10 | 22,03 | 69,59 | 100 |

Fonte: Série Histórica ANDIMA (1994)

1.2. Histórico da dívida pública brasileira

1.2.1. Origem

A dívida pública brasileira tem sua origem oficial anotada logo após a independência do Brasil. Contudo, as primeiras notícias de dívida pública no país remontam aos tempos da Colônia, em virtude de empréstimos contraídos por alguns governadores nos séculos XVI e XVII. No período colonial, esses empréstimos não foram sequer objeto de registro. Assim, após a independência D. Pedro I designou uma comissão para promover a apuração e institucionalização da dívida interna no país. Esse trabalho foi concluído em 1827 e expediu-se uma lei que institucionalizava a dívida pública interna federal no Brasil. Procurou-se, então, fixar normas jurídicas sobre empréstimos públicos levantados por emissões de títulos, como também a classificação das dívidas interna e externa.

O Brasil do período pós-independência estava com seu aparelho fiscal totalmente desmontado, além da existência de indenizações

devidas a Portugal pelas despesas que este fizera nas lutas contra a independência do Brasil. A nação, assim, já em seu nascedouro enfrentava as suas primeiras dificuldades de solvência.

Segundo Celso Furtado:

“nesse período o governo central não consegue arrecadar recursos, através do sistema fiscal para cobrir sequer metade dos seus gastos agravados com a guerra na Banda Oriental. O financiamento do déficit se faz principalmente com emissão de moeda-papel, mais do que duplicando o meio circulante durante o referido decênio.”¹

E continua o autor em nota a essa afirmação com a seguinte colocação:

“Entre 1824 e 1829 o governo do Brasil conseguiu alguns empréstimos externos, se bem que em condições extremamente onerosas, no montante real de 4,8 milhões de libras. Esses recursos foram, entretanto, totalmente absorvidos nos gastos diretos da independência, inclusive parte da indenização de 2 milhões de libras pagas a Portugal.”²

¹ *Formação Econômica do Brasil*, p. 102/103. Em nota ao comentário o autor esclarece que a “Banda Oriental” refere-se à Província Cisplatina do Brasil, então chamada Banda Oriental do Uruguai.

² *Ibid.*, p. 178.

Apesar da preocupação jurídica, não havia no início da monarquia condições econômicas para a execução e a administração da dívida. Dessa maneira, o resgate dos títulos públicos em circulação foi suspenso em 1839, sendo restabelecido somente em 1889, fato esse que não impediu a contínua emissão de papéis, nem suas eventuais colocações. Os recursos das emissões cobriam os mais diversos gastos, como por exemplo, financiamento da guerra do Paraguai. Não havia mercado secundário de títulos, pois os mesmos eram nominativos e de difícil transferência.

Esse entrave foi solucionado no início da República quando o Ministro da Fazenda Rui Barbosa criou o título ao portador e também facilitou a negociação dos demais títulos.

Com essa maior facilidade, foram expedidas 145 autorizações para emissão de títulos públicos federais, destinados à arrecadação de recursos, no período entre 1902 a 1956.

A emissão de títulos com compra compulsória também esteve presente na história de nossa dívida pública, como a que ocorreu durante a II Guerra Mundial, quando funcionários públicos e pensionistas foram descontados em 3% dos seus salários em troca de Obrigações de Guerra.

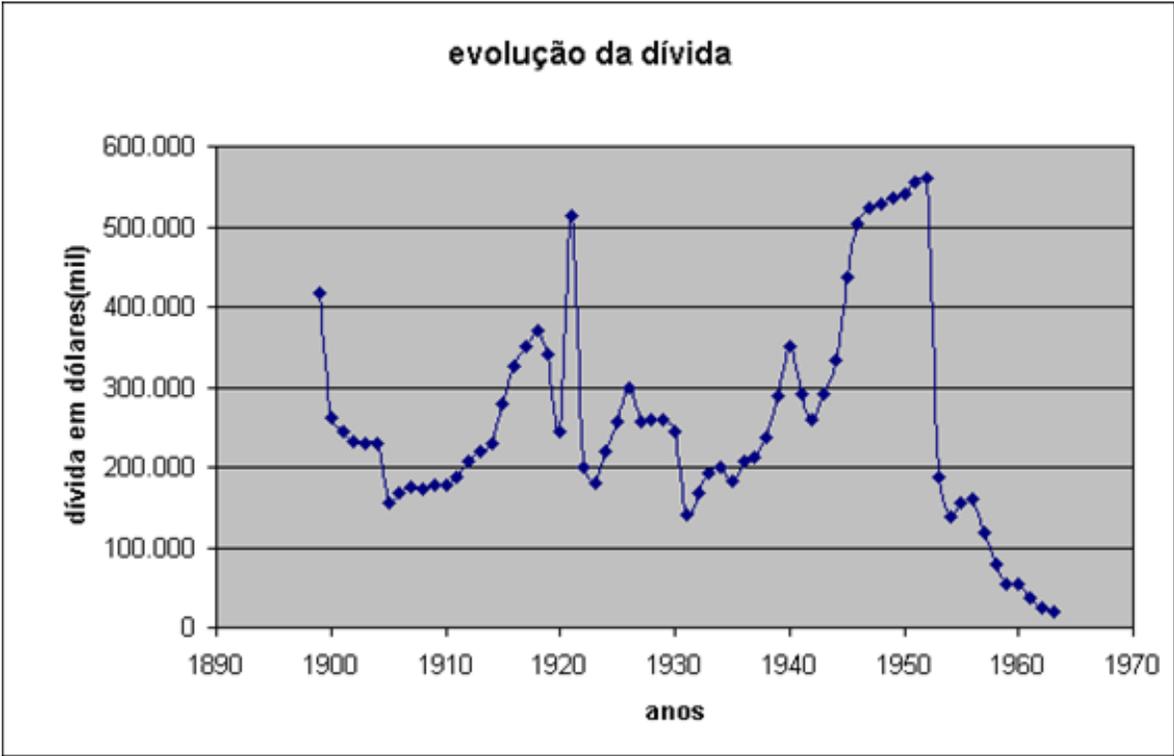
Assim, entre 1942 e 1949 havia um aumento de quase 90% no total de títulos federais em circulação.

Tabela I

| Dívida Pública em Dólar (1899-1963) | | | |
|--|---------|-------------|---------|
| Apólices e Obrigações (USD mil) | | | |
| Anos | | anos | |
| 1899 | 416.885 | 1932 | 167.744 |
| 1900 | 261.783 | 1933 | 192.308 |
| 1901 | 244.330 | 1934 | 200.000 |
| 1902 | 231.802 | 1935 | 182.320 |
| 1903 | 228.710 | 1936 | 208.333 |
| 1904 | 230.830 | 1937 | 211.429 |
| 1905 | 156.276 | 1938 | 237.288 |
| 1906 | 167.769 | 1939 | 288.136 |
| 1907 | 174.338 | 1940 | 350.282 |
| 1908 | 173.816 | 1941 | 291.262 |
| 1909 | 177.629 | 1942 | 259.804 |
| 1910 | 177.458 | 1943 | 290.640 |
| 1911 | 187.311 | 1944 | 333.333 |
| 1912 | 206.325 | 1945 | 437.186 |
| 1913 | 219.335 | 1946 | 502.674 |
| 1914 | 229.003 | 1947 | 524.064 |
| 1915 | 279.728 | 1948 | 529.412 |
| 1916 | 326.284 | 1949 | 534.759 |
| 1917 | 349.699 | 1950 | 540.107 |
| 1918 | 371.240 | 1951 | 556.150 |
| 1919 | 341.864 | 1952 | 561.497 |
| 1920 | 243.598 | 1953 | 188.510 |
| 1921 | 512.977 | 1954 | 137.795 |
| 1922 | 200.258 | 1955 | 156.573 |
| 1923 | 180.783 | 1956 | 159.879 |
| 1924 | 220.582 | 1957 | 119.420 |
| 1925 | 256.817 | 1958 | 79.652 |

| | | | |
|------|---------|------|--------|
| 1926 | 299.343 | 1959 | 54.734 |
| 1927 | 255.646 | 1960 | 55.037 |
| 1928 | 258.458 | 1961 | 37.025 |
| 1929 | 259.818 | 1962 | 24.211 |
| 1930 | 243.654 | 1963 | 18.545 |
| 1931 | 140.314 | | |

FONTE: ANDIMA (1994)



Esse instrumento de aquisição compulsória demonstrava a difícil situação do crédito público no Brasil. Durante os anos seguintes, o Governo não pagava juros, não corrigia monetariamente os títulos e muitas vezes não os resgatava. Dessa forma, durante a década de 50, com o aumento da inflação, a maioria dos títulos apresentava rendimento real negativo, provocando, assim, uma estagnação da dívida pública interna brasileira, que, no período de 1950 a 1963, apresentou uma taxa de crescimento nominal de apenas 1% a.a.

1.2.2. Reformas pós 1964

As reformas econômicas realizadas pelo governo militar após o golpe de 1964 marcaram uma grande mudança na visão e administração da dívida pública. A partir desse processo a dívida passou a ser efetivamente utilizada como instrumento de política fiscal. Com a institucionalização da correção monetária, mediante emissões de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), procurou-se, antes de mais nada, dar credibilidade de crédito à dívida pública, afastando a possibilidade de rendimento negativo.

Assim, o Governo Castelo Branco implementou no final de 1964 o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) que tinha como objetivo principal o controle da inflação e a retomada do crescimento econômico. Para tanto foi necessária uma profunda reestruturação dos mercados monetário, financeiro e de capitais do Brasil.

O governo procurou reduzir o crescente déficit público, contudo, seria necessário criar demandas para os títulos públicos. No princípio, criaram-se mecanismos de subscrição voluntária e compulsória, além de incentivos via isenção de impostos.

A correção monetária viabilizou a criação de um mercado voluntário de títulos públicos, facilitando o acesso do governo ao crédito para cobertura do seu déficit. Além disso, esse instrumento diminuiu a perda da receita com impostos atrasados, que acabavam corroídos pela inflação.

Com a reforma do sistema financeiro extinguiu-se a Superintendência de Moeda e Crédito-SUMOC, sendo criados pela Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Conselho Monetário Nacional – CMN, como um órgão superior e deliberativo do Sistema Financeiro Brasileiro, e o Banco Central do Brasil – BACEN, como órgão central executor das deliberações, regulador e fiscalizador das instituições financeiras. Antes da criação do BACEN, o controle da dívida pública era responsabilidade da caixa de amortização, órgão integrante do Ministério da Fazenda.

Nessa fase inicial do BACEN, o Banco do Brasil continuou como agente do Tesouro Nacional, além de permanecer como depositário das reservas voluntárias e dos bancos privados.

Criou-se nesse período a Conta Movimento do Banco Central no Banco do Brasil – BB, tendo como objetivo simplesmente o de registrar os pagamentos e recebimentos realizados pelo BB por conta do BACEN.

Essa conta provisória acabou permanecendo por 20 anos (1965-1985) e foi largamente utilizada como fonte de recursos e geradora de expansão de crédito que não estivesse no orçamento da União.

Esse desvio foi notado por membros da equipe econômica do período, como citado no livro de memórias do então Ministro do Planejamento Roberto de Oliveira Campos:

“Quatro desvios sérios em relação às funções clássicas de banco central ocorreram desde o início. O primeiro foi a grave distorção da chamada “conta de movimento” do Banco do Brasil, que só viria a ser formalmente extinta no governo Sarney, 24 anos após a formação do Banco Central. É que ficara acordado que, como agente fiscal, o Banco do Brasil continuaria a receber e movimentar depósitos do Tesouro, assim como realizar serviços por conta do Banco Central. Inicialmente essa conta seria liquidada semanalmente, com juros de 1% sobre o saldo devedor do Banco do Brasil. Gradualmente se afrouxou essa exigência de liquidação, e a “conta de movimento” passou a ser uma espécie de redesconto automático de financiamentos do Banco do Brasil. No auge do processo, a “conta de movimento” chegou a ultrapassar a base monetária.”³

³ Roberto Campos, *A Lanterna na Popa – Memórias I*, p.666.

A administração da dívida pública pelo Tesouro Nacional ficou para ser regulada por lei complementar após a promulgação da Constituição de 1967. Entretanto, o que ocorreu no período foi a edição de decretos-lei e circulares do BACEN com vistas a controlá-la e administrá-la. Com isso, a dívida pública permanecia sob total controle do Poder Executivo, deixando em segundo plano o Poder Legislativo.

Em 1971 é editada a Lei Complementar n. 12, retirando formalmente do Congresso Nacional o poder constitucional de legislar sobre matéria financeira. O CMN passava a ter controle total das operações de renovação e emissão da dívida interna, sem inserção no Orçamento Geral da União – OGU.

Essa lei passou a ser uma fonte de desequilíbrio das contas públicas, pois o executivo tinha todo poder para executar uma política fiscal expansionista sem as restrições do OGU, podendo esterilizar essa expansão com a emissão de novos títulos públicos.

Como consequência, no período de 1970/1973 o crescimento real da dívida interna foi de 242%, o que equivale a uma taxa média anual de crescimento real de 36%.

Outras medidas adotadas pelo governo também contribuíram para o tamanho do crescimento da dívida pública mobiliária interna. Em 1972, o

BACEN substituiu os leilões primários de LTN's a taxas fixas por lançamentos a taxas competitivas, refletindo, desta forma, as pressões de oferta e procura do mercado.

Esse período marca a criação do Mercado Aberto no Brasil, com o surgimento, na maioria dos bancos, de Mesas de Operações que tinham como funções a gestão e a negociação desses títulos públicos. No entanto, o governo enfrentava dificuldades quanto à credibilidade dos mesmos títulos: de um lado a inflação crescente dificultava a colocação de títulos pré-fixados e de outro o governo mudava constantemente a base de cálculo da correção monetária, o que dificultava também a colocação de títulos pós-fixados.

Após a criação da correção monetária, os títulos da dívida pública brasileira passaram de papéis desacreditados, pois sofriam a corrosão da inflação, para papéis, ditos no jargão de mercado, de “primeira linha”.⁴

Esse processo de credibilidade é abalado a partir de 1974 quando, diante da escalada inflacionária, o governo passa a efetuar expurgos na correção monetária oficial.

É de se ver que com o aumento da inflação

⁴ Marcel Guedes Leite e Paulo Roberto Arvate, Revista Econômica Política, vol. 22, n. 4, p. 72.

*“o Governo teve a intenção de não levar em conta, no cálculo da correção monetária, as altas dos preços provocadas por mudanças no clima ou na conjuntura econômica internacional (conceito de acidentalidade). Dessa forma, foram efetuadas várias alterações na metodologia de cálculo da correção monetária, que acabou se situando abaixo dos índices de preços divulgados na época. Além de incertezas para os agentes econômicos quanto à real variação da inflação, tais modificações geraram desestímulo na demanda por títulos públicos, ocasionando, em 1974, uma redução real de 7,35% no total da dívida interna federal”.*⁵

A inflação alta desse período obriga o governo a adotar uma política monetária mais restritiva. Essa política gera uma crise de liquidez e prejuízos aos agentes financeiros (pelo carregamento de títulos pré-fixados num ambiente de inflação ascendente). Nesse contexto, o BACEN edita a Resolução n. 366, de 09/04/1976, permitindo a recompra automática de títulos públicos federais. Nessa mesma resolução foi fixado o grau de alavancagem de que uma instituição financeira poderia ter em títulos públicos (de acordo com o tamanho da instituição e o tipo de operação).

O período posterior à Resolução n. 366 caracteriza-se pelo aumento substancial das operações compromissadas com títulos públicos (compra com compromisso de revenda e/ou venda com compromisso de recompra). Contudo, o sistema de custódia de títulos do BACEN não estava preparado para esse tipo de lançamento. Assim, as instituições registravam a

⁵ Séries Históricas. Dívida Pública ANDIMA, p. 35.

princípio esse tipo de operação apenas como compra ou venda finais. Havia então grandes riscos de liquidação nas operações envolvendo títulos públicos, pois o sistema oficial de custódia era bastante arcaico, dificuldade que foi solucionada com a criação, em 14 de novembro de 1979, do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, no qual as operações com LTN – Letras do Tesouro Nacional – passavam a ser liquidadas financeiramente sem necessidade de emissão de cheques.

Com a segunda crise do petróleo, em 1978/1979, o governo viu-se novamente diante de uma taxa inflacionária excessiva e não hesitou em realizar expurgos no IPA – Índice de Preço ao Atacado – para cálculo da correção monetária. Nota-se na tabela II (comparando correção monetária com o IGP-di), que no ano de 1979 a correção monetária foi 16,94% inferior à inflação.

Com isso, o mercado de títulos públicos, ainda embrionário, não obtinha da sociedade e do mercado financeiro a indispensável credibilidade. A quebra de regras foi amplamente utilizada nesse período e em muitos momentos a dívida pública sofreu queda real influenciada por esses fatores. Assim, *“na prática, o mercado aberto de títulos públicos no Brasil passou a exercer mais uma função de instrumento de captação de recursos para financiamento de déficits públicos extra-orçamentários do que a sua função clássica de mercado secundário regulador da liquidez do sistema.”*⁶

⁶ GIAMBIAGI, Fabio e ALÉM, Ana Cláudia, *Finanças Públicas. Teoria e prática no Brasil*, p. 89.

O início dos anos 80 é marcado pela continuidade do processo de descontrole da inflação e a administração pública continuava a utilizar a quebra de contratos como padrão na condução da dívida pública.

Em meados de 1981, o Banco Central permitiu às instituições financeiras efetuarem operações de recompra a preços fixos de títulos públicos (LTN e ORTN) com pessoas físicas. O objetivo era aumentar a captação de recursos, levando à criação das operações *overnight* com pessoas físicas, hábito que permaneceu presente na vida do brasileiro como proteção à escalada inflacionária até o início dos anos 90.

A deterioração das contas externas marcou o ano de 1982 e o governo federal, valendo-se da expectativa do mercado em relação a uma desvalorização do cruzeiro frente ao dólar, criou a ORTN com cláusula de correção cambial. Esse título acabou sendo o de maior atratividade no final de 1982 e em fevereiro de 1983 o cruzeiro foi desvalorizado em 30%, causando um aumento na dívida pública pela grande concentração de ORTNs cambiais. No entanto, mais uma vez o governo valeu-se de mudança nas regras, instituindo a incidência de imposto de renda na fonte sobre o ganho desses títulos.

Como descrito na Série Histórica de Dívida Pública – Andima:

“Três dias após a má desvalorização, em 21/02/83, o Governo instituiu, através do Decreto-Lei n. 2.014, o imposto de renda na fonte sobre os rendimentos provenientes das ORTNs cambiais. A

base de cálculo seria a parcela da correção cambial que excedesse a monetária, tributada em 45% para os papéis com vencimento em 1983 e em 30% para os que vencessem 1984. Embora a receita oriunda desse imposto pudesse ser utilizada pelo mercado como antecipação do imposto devido, houve certa frustração entre os agentes econômicos – lembrada até hoje entre as instituições financeiras -, já que a expectativa de uma maxidesvalorização advinda do ano anterior, foi o principal motivo para a forte demanda verificada por aqueles papéis.”⁷

O esforço do Governo Federal em reduzir o déficit fiscal e regular de maneira restritiva a política monetária não foi suficiente para manter a inflação sob controle no ano de 1983. De fato houve um aumento explosivo da inflação anual do IGP-DI, passando para 211,02% no ano contra 99,71% no ano anterior. A administração da dívida pública sofreu com o reflexo desse descontrole, com o mercado procurando evitar a compra de ORTNs devido aos expurgos na correção monetária e com receio de também ter perdas com LTNs, pois se tratava de papéis prefixados num ambiente de descontrole inflacionário.

Apesar da perspectiva catastrófica, o último ano do regime militar (1984) acabou por surpreender positivamente: tivemos crescimento do PIB (5,28%), o saldo da balança comercial registrou um recorde (US\$13,1 bilhões) e, mesmo em um patamar alto, a inflação se estabilizou (223,90% em 1984, contra 211,02% em 1983).

⁷ P.48.

No entanto, com a perspectiva de mudança de governo, esse desempenho acabou não se refletindo no alongamento da dívida pública (o seu prazo médio caiu de 25 meses em janeiro de 1984 para 19 meses em dezembro de 1984).

Tabela II

| ANO | CORREÇÃO MONETÁRIA (EM %) | ÍNDICE | INFLAÇÃO IGP-DI (EM %) | ÍNDICE | CORREÇÃO MONETÁRIA/INFLAÇÃO POR ANO (EM %) | CORREÇÃO MONETÁRIA/ INFLAÇÃO ACUMULADO (EM %) |
|------|---------------------------------|--------|------------------------------|--------|--|---|
| 1965 | 63,00 | 163,00 | 34,24 | 134,24 | 21,42% | 21,42% |
| 1966 | 39,20 | 226,90 | 39,12 | 186,75 | 0,06% | 21,49% |
| 1967 | 23,23 | 279,60 | 25,01 | 233,46 | -1,42% | 19,76% |
| 1968 | 25,00 | 349,50 | 25,49 | 292,97 | -0,39% | 19,30% |
| 1969 | 18,51 | 414,20 | 19,31 | 349,54 | -0,67% | 18,50% |
| 1970 | 19,60 | 495,38 | 19,27 | 416,90 | 0,28% | 18,82% |
| 1971 | 22,67 | 607,68 | 19,46 | 498,03 | 2,69% | 22,02% |
| 1972 | 15,30 | 700,66 | 15,70 | 576,22 | -0,35% | 21,60% |
| 1973 | 12,84 | 790,62 | 15,57 | 665,94 | -2,36% | 18,72% |

| | | | | | | | |
|-------------------|----------|----------------------|----------|-----------------------|---------|---------|---------|
| 1974 | 33,31 | 1.053,98 | 34,55 | 896,02 | -0,92% | 17,63% | |
| 1975 | 24,21 | 1.309,15 | 29,35 | 1.159,00 | -3,97% | 12,95% | |
| 1976 | 37,23 | 1.796,55 | 46,27 | 1.695,27 | -6,18% | 5,97% | |
| 1977 | 30,09 | 2.337,13 | 38,78 | 2.352,70 | -6,26% | -0,66% | |
| 1978 | 36,24 | 3.184,10 | 40,84 | 3.313,54 | -3,27% | -3,91% | |
| 1979 | 47,19 | 4.686,68 | 77,21 | 5.871,93 | -16,94% | -20,19% | |
| 1980 | 50,78 | 7.066,58 | 110,24 | 12.345,15 | -28,28% | -42,76% | |
| 1981 | 95,57 | 13.820,11 | 95,18 | 24.095,26 | 0,20% | -42,64% | |
| 1982 | 97,76 | 27.330,64 | 99,71 | 48.120,64 | -0,98% | -43,20% | |
| 1983 | 156,58 | 70.124,97 | 211,02 | 149.664,83 | -17,50% | -53,15% | |
| 1984 | 215,28 | 221.089,99 | 223,90 | 484.764,37 | -2,66% | -54,39% | |
| 1985 | 219,37 | 706.095,11 | 235,11 | 1.624.493,89 | -4,70% | -56,53% | |
| 1986 | 50,68 | 1.063.944,12 | 65,04 | 2.681.064,72 | -8,70% | -60,32% | |
| 1987 | 391,53 | 5.229.604,51 | 415,83 | 13.829.736,13 | -4,71% | -62,19% | |
| 1988 | 816,06 | 47.906.315,11 | 1.037,56 | 157.321.546,28 | -19,47% | -69,55% | |
| 1989 | 613,24 | 341.687.001,86 | 1.782,90 | 2.962.207.394,91 | -62,12% | -88,47% | |
| 1990 | 1.139,33 | 4.234.629.520,17 | 1.476,56 | 46.700.976.905,13 | -21,39% | -90,93% | |
| 1991 | 525,06 | 26.468.975.278,78 | 480,18 | 270.949.727.808,20 | 7,74% | -90,23% | |
| 1992 | 1.141,51 | 328.614.974.983,57 | 1.157,94 | 3.408.385.005.990,46 | -1,31% | -90,36% | |
| 1993 | 2.433,14 | 8.324.277.377.298,91 | 2.708,55 | 95.726.197.085.745,00 | -9,81% | -91,30% | |
| DIFERENÇA | | | | | | | -91,30% |
| NO PERÍODO | | | | | | | |

Fonte: ANDIMA

1.2.3. Governo Sarney

O primeiro governo não militar, após 20 anos, tem seu início com uma equipe econômica com estreitas ligações com as equipes anteriores (Francisco Dornelles, Ministro da Fazenda, foi assessor de Antonio Delfim Netto). Assim, buscou-se a princípio uma política monetária conservadora para o

combate da inflação: com aumento de juros e colocação de LTNs de curtíssimo prazo (35 e 65 dias).

O Ministro da Fazenda Francisco Dornelles acabou substituído, em setembro de 1985, após sucessivos desgastes com outros membros do governo e com o fracasso de sua política ortodoxa de combate à inflação.

A condução da dívida pública sofreu reflexos dessas turbulências com a necessidade de colocação de ORTNs com prazos mais curtos – esse papel, a princípio de longo prazo, acabou sendo emitido no final de 1985 com vencimento de apenas seis meses. Em razão disso, na primeira metade da década de 80 o prazo médio da dívida reduziu-se de 24 meses, em dezembro de 1980, para 10 meses em dezembro de 1985.

O segundo ano do Governo Sarney foi marcado pelo lançamento do Plano Cruzado, modificando, assim, o padrão monetário brasileiro. Os principais pilares do Plano foram a criação de uma nova moeda – o cruzado -, o congelamento dos preços, a conversão dos salários em cruzado com base no poder de compra médio dos últimos seis meses e extinção da correção monetária.

O Plano modifica a dinâmica da dívida, pois as ORTNs com cláusula de correção monetária são substituídas pelas OTNs – Obrigações do Tesouro Nacional-, tendo seu valor nominal congelado por um ano. Esse período inicial do Plano é marcado pela prática de taxas de juros baixos (negativas em

termos reais), desestimulando a compra de títulos e aumentando o consumo na economia.

Em maio de 1986, a inflação dá os primeiros sinais de aceleração e o BACEN é autorizado a lançar um título de sua responsabilidade – a Letra do Banco Central (LBC) -, que pela impossibilidade de possuir uma correção monetária tem o rendimento definido pela média diária da taxa de um dia das operações com títulos públicos no Selic, ou seja, a variação *over-night*, título que seria de curto prazo (no máximo um ano).

Esse novo título encontrou demanda cativa no mercado financeiro, que logo demandou a troca das OTNs por LBCs, sendo que em julho já representava 48% da dívida em poder do mercado

É interessante notar que, apesar do Plano Cruzado não ter alcançado seu objetivo de acabar com a inflação, deixou o seu legado com a criação de um título público do Tesouro remunerado pela variação da taxa Selic, título que até hoje possui a maior representatividade na nossa dívida pública interna.

O ano de 1987 foi marcado pela volta da inflação e de novas tentativas heterodoxas de combate a ela. Em 20.02.1987 o Brasil suspendeu o pagamento de juros de longo e médio prazos, junto aos bancos privados internacionais, mantendo apenas os pagamentos de curto prazo e os empréstimos junto aos organismos oficiais.

No âmbito interno o Governo descongelou o valor das OTNs que passaram a ser remuneradas pela variação das LBCs. Essa incoerência de se usar uma taxa de juros como fator de correção monetária foi corrigida meses mais tarde com a utilização do IPC – Índice de Preço ao Consumidor – como indexador das OTNs.

Em abril de 1987, o estoque de LTN em poder do público é liquidado, mostrando a total falta de credibilidade e demanda de papéis prefixados num ambiente com taxa de inflação explosiva.

Esse período é caracterizado pela utilização do Banco Central no financiamento do déficit do Governo e para mudar essa sistemática foi editado o Decreto-lei n. 2.376/87, com o seguinte conteúdo expresso pela ANDIMA, *in verbis*:

“Assim, ficou decidido que a dívida da União somente poderia ser elevada para cobrir déficit no OGU – Orçamento Geral da União, mediante autorização legislativa, e para atender à parcela dos serviços da dívida não incluída no OGU. Caso o Tesouro não colocasse títulos junto ao público em valor equivalente ao montante dos resgates, o Banco Central poderia subscrever a parcela não colocada. Para a cobertura de déficit orçamentário ou realização de operações de crédito por antecipação da receita orçamentária, o Governo criou as LFTs – Letras Financeiras do Tesouro, observados os limites de emissão fixados pelo Poder Legislativo.”⁸

⁸ Ob. cit., pág. 65.

Como destacado acima, esse momento da história marca a criação do papel que até hoje representa a maior parcela da nossa dívida pública, a Letra Financeira do Tesouro – LFT – com as mesmas características da LBC, que, contudo, como diz o nome, é de emissão do Tesouro Nacional.

Após uma nova troca de Ministros da Área Econômica (Luís Carlos Bresser Pereira deixou o cargo com Maílson da Nóbrega assumindo o posto de Ministro da Fazenda), os agentes econômicos aguardam novamente a criação de um novo plano heterodoxo de combate à inflação. Entretanto, não é isso o que ocorre e essa nova equipe busca a princípio o combate inflacionário via corte do déficit público. Essa política não teve total apoio no próprio governo.

No tocante à dívida pública, o Tesouro passa a emitir LFTs para o seu financiamento, sendo que o Banco Central também trocou via *go around* (leilões informais) LBCs por LFTs.

A forma de remuneração da dívida prejudicava as contas do Tesouro, pois toda vez que subiam os juros a correção da dívida subia instantaneamente, pois era composta basicamente por LFT. Buscou-se, então, a partir do 2º semestre, a colocação maior de OTNs. A experiência anterior do mercado com esses papéis não ajudaram, pois a maior parte da dívida continuou em LFTs.

A política de redução do déficit público fracassa e o que ocorreu no final de 1988 foi um aumento da inflação e um descontrole dos gastos públicos, ajudado também pela promulgação da Constituição.

Eduardo Modiano aponta que:

“Ainda em outubro de 1988 foi promulgada a nova Constituição brasileira, que transferiu para o Congresso uma parcela da responsabilidade pela condução da política econômica. Em matéria econômica, a nova Constituição ainda aumentou as vinculações da receita, ampliou e enrijeceu os gastos do governo federal, e encareceu o custo da mão-de-obra para os setores produtivos privado e público. A redistribuição de cerca de 25% da receita da União em favor dos estados e municípios, sem a contrapartida de uma transferência equivalente de encargos, ampliou as necessidades de financiamento do setor público ‘lato sensu’. A estabilidade adquirida pelos funcionários públicos com mais de cinco anos de serviço exemplifica o enrijecimento das despesas de pessoal.”⁹

Busca-se no último ano do Governo Sarney novamente a via heterodoxa de combate à inflação com a edição do “Plano Verão”, com um novo padrão monetário (cruzado novo), o que constitui novamente uma tentativa de desindexação da economia. O plano possuía alguns ingredientes ortodoxos, como a manutenção de taxas de juros reais e elevados cortes nas despesas públicas. O expurgo da correção monetária voltou a ser utilizado. Nesse ano, o Banco Central aumentou a colocação de LFTs em detrimento das OTNs. Como no plano Bresser, a manutenção da inflação num patamar baixo durou pouquíssimos meses.

⁹ A ópera dos Três Cruzados, in Marcelo de Paiva Abreu (org.), *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana*, p.373.

Nesse período é lançado o BTN – Bônus do Tesouro Nacional , que seria um título atualizado pelo IPC-IBGE. Com a explosão da inflação (24,23% ao mês em junho), lançou-se um novo indexador diário, criando-se o BTN-F – Bônus do Tesouro Nacional Fiscal, que na verdade tratava-se do novo indexador oficial diário da economia.

O fim do Governo Sarney é marcado pela prática de juros reais altos e o encurtamento forçado da dívida pública, decorrente da total falta de credibilidade das autoridades na condução da política econômica.

1.2.4. Governo Collor

A Administração do Presidente Fernando Collor de Mello começa com um novo plano de estabilização econômica. Assim, em 15 de março de 1990 é editado o Plano Brasil Novo (também conhecido como Plano Collor I), mais uma vez mudando o padrão monetário (a moeda nacional passou de Cruzado Novo – NCz\$ - para Cruzeiro - Cr\$, sendo que o valor de 1 cruzeiro era igual a 1000 Cruzados Novos).

O ponto mais importante do plano era o congelamento e retenção dos ativos financeiros em cruzado novos, rendendo o BTN mais 6% pelo prazo de 18 meses a título de valor à ordem do Banco Central (FOB), segundo os seguintes limites:

- a) NCz\$50 mil para os depósitos à vista e poupança;

- b) NCz\$50 mil ou 20% do valor da aplicação (dos dois o maior para as aplicações no mercado aberto, depósitos a prazo e demais ativos financeiros).

Assim, o Governo resolvia dois problemas cruciais no tocante à dívida pública: alongava o seu prazo e diminuía seu custo, pois trocava as LFTs por um título que rendia BTN mais 6% a.a. Novamente, a correção monetária é sub-avaliada, uma vez que o IBC-IBGE em março/1990 foi de 84,32% e a correção de BTN de abril com base no IPC de março foi de apenas 41,26%, sendo que no mês seguinte a mesma BTN não sofreu correção alguma.

O ano de 1990 é então marcado pela mudança mais radical no tocante à dívida pública na História do Brasil. As conseqüências dessa “mudança de regra” na dívida pública acabam até hoje tendo reflexos na credibilidade, principalmente, no período pré-eleitoral de eleições presidenciais.

O Plano Collor acaba reduzindo, assim, a relação dívida/PIB e alongando a dívida pública, porém, no momento que necessitou novamente colocar títulos junto ao mercado, o governo enfrentou dificuldades, pois tentou apenas a colocação de LTNs, papéis pré-fixados, que ainda enfrentavam rejeição pela memória inflacionária.

Nesse sentido relato das Séries Históricas ANDIMA:

“A quantidade de ‘go arounds’ de compra e venda de LTNs realizados ao longo do ano denotou bem as dificuldades do Banco Central no controle da moeda. A mudança no perfil da dívida, portanto, não evitou as dificuldades na execução da política monetária, mas o Governo ainda não percebera a importância da credibilidade e da estabilidade das regras na execução da política econômica. Como consequência, a dívida sofreu uma queda real de 25,82% no total e de 80,94% em poder do público. Em relação a 1989, o prazo médio total subiu, compulsoriamente, de 18 para 38 meses em 1990, enquanto, no mercado, evoluiu de quatro para 11 meses, no mesmo ano.”¹⁰

No final do ano de 1990, o governo criou um novo título prefixado o BBC – Bônus do Banco Central, com as mesmas características das LTNS, mas de emissão do BACEN.

Já no início de 1991, todo o estoque de LTNs havia sido substituído por BBC. Nesse período, ficou evidenciado o fracasso do Plano Collor (com o IGP-DI alcançando a variação de 19,93% a.m. em janeiro de 1991). É então editado um novo plano econômico, o Plano Collor II, com as seguintes características:

- um novo congelamento de preços e salários;
- proibição de aplicações financeiras no *overnight* e dos fundos de curto prazo;

¹⁰ Op. cit, p. 79.

- criação dos Fundos de Aplicações Financeiras (os FAFs ou Fundão), com finalidade de redirecionar a poupança e criar um mercado cativo para os títulos públicos;
- criação da Taxa Referencial – TR -, a qual passou a corrigir os depósitos em BTN-E (o dinheiro retido no Plano Collor I) e extinção dos indexadores BTN e BTN fiscal.

Esse período também marca o começo da dificuldade dos Estados em financiar suas dívidas, obrigando o governo federal a efetuar trocas temporárias de títulos estaduais (LFT-E – Letras Financeiras do Tesouro Estadual) por LBCs. Esse assunto será discutido posteriormente no tópico sobre a dívida dos Estados.

A liberação dos cruzados retidos causou um encarecimento no financiamento da dívida, pois o dinheiro anteriormente remunerado a TR mais 6% a.a. é liberado ao mercado.

Nesse contexto, o Tesouro cria um novo título pós-fixado, visando facilitar o seu financiamento. Trata-se da Nota do Tesouro Nacional – NTN-, que era um papel pós-fixado com a possibilidade de possuir os seguintes indexadores (de acordo com a sua série): IGP-m, correção cambial ou TR.

Extrai-se das Séries Históricas Andima que:

“com juros elevados e inflação instável e crescente, o BC recusou, por várias vezes ao longo do ano, as propostas das instituições financeiras para a compra de BBCs, devido à falta de consenso na formação de seus preços. Essa situação levou o Tesouro a voltar a emitir títulos, a partir de outubro, através da criação das NTNs, que poderiam ter diferentes séries – indexadas ao IGP-M, à correção cambial e à TR. No entanto, o BC somente ofertou as duas primeiras séries ao mercado, obtendo sucesso apenas na colocação dos títulos indexados ao IGP-M. No fechamento do ano, houve um pequeno aumento, da ordem de 0,3%, da dívida em poder do público.”¹¹

1.3. A Dívida Pública de 1995 a 1998

1.3.1 A Transição no Governo Itamar Franco

Os tópicos estudados anteriormente na parte histórica abrangem até meados de 1992, o final do Governo de Fernando Collor de Mello. Para analisarmos a dívida pública no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998), consideraremos os anos de 1993 e 1994 sob a presidência de Itamar Franco como uma ponte que gerou as condições propícias para a queda da inflação através da implementação do Plano Real.

¹¹ Op. cit, p.82.

No início da administração Itamar Franco, o cenário político ainda era conturbado, o presidente procurou na fase inicial do seu governo manter a política ortodoxa do final do governo Collor, tentando interferir de maneira mais direta na política econômica (com constantes cobranças por juros mais baixos). Esse período inicial, marca a continuação do gradualismo ortodoxo iniciado pelo Ministro Marcílio Marques Moreira em 1991, no qual, após o fracasso dos Planos Collor I e II, a idéia de que choques econômicos não tinham eficácia, quando o lado fiscal ainda apresentava problemas, era a ideologia econômica predominante á época.

O governo de Itamar Franco começou com a marca da indefinição econômica, em poucos momentos da história tivemos quatro trocas de Ministro da Fazenda em um período de dez meses (Gustavo Krause, Paulo Haddad, Eliseu Resende e Fernando Henrique Cardoso). Assim mesmo, diante das constantes trocas de ministros, o Banco Central insistia nas colocações semanais de BBCs (títulos prefixados). Essas colocações eram dificultadas pela inflação crescente e incerteza política e econômica. Esse cenário de incerteza não muda com a entrada no Ministério da Fazenda do então Senador Fernando Henrique Cardoso e na Presidência do Banco Central do ex-negociador da dívida externa brasileira Pedro Malan. Contudo, com a posse de ambos tem-se o início do planejamento e execução do Plano de Estabilização Econômica (Plano Real).

Essa primeira fase do Plano Real foi caracterizada pela busca da diminuição do déficit público com a aprovação pelo Congresso Nacional do Fundo Social de Emergência (FSE), com validade até 1995, implicando

basicamente na liberação das receitas constitucionalmente vinculadas e no aumento da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das instituições financeiras. Essa desvinculação atingia 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União mais a parcela total do aumento do CSLL e ainda parcelas do imposto de renda (IR), imposto sobre instituições financeiras (IOF) e do imposto territorial rural (ITR).

Solucionado o problema fiscal, a segunda etapa tem início com a criação da Unidade Real de Valor (URV), a ser utilizada como único indexador de preços da economia, sendo fixada diariamente pelo Banco Central, com base nas estimativas de três índices de preços (IPCA-E do IBGE; IGP-M da FGV; e IPC da Fipe). A URV tinha seu valor cotado em cruzeiros reais e visava corrigir as distorções dos preços relativos da economia, sua vigência como indexador e parâmetro monetário foi de 1º. Março até 30 de Junho de 1994.

A terceira fase constituiu a implementação de um novo padrão monetário, o real, que entra em circulação a partir de 1º. de julho de 1994. Para ser chegar a essa troca de moeda a administração da dívida pública enfrentou vários obstáculos que destacaremos a seguir.

Com os rumores da implementação do Plano de Estabilização Econômica, o Banco Central passou a encontrar dificuldades na colocação de títulos prefixados, assim a participação da BBCs no montante total da dívida passou a decrescer, dando espaço para as NTNs, principalmente as cambiais

(NTN-D), chegando a utilizá-las até mesmo como instrumento de política monetária.

Esse período também marca a separação total das contas do Tesouro e do Banco Central, em que houve até a criação de um título especial (a NTN-L) para lastrear a dívida externa ainda depositada no Banco Central.

Diante da eminência do lançamento do plano, até então visto com certa desconfiança, a dívida passou a ser rolada através de NTNs (séries C,H e D). Com a separação das contas do Tesouro e Banco Central, volta-se a emitir as LTNs mesmo com prazos curtos (28 dias) . Com a entrada em vigor da URV, o Banco Central passa a emitir prioritariamente a NTN-D (cambial), que era visto como o papel menos suscetível a confisco como os ocorridos nas décadas anteriores. Na tabela abaixo constatamos a mudança na composição na dívida mobiliária federal nesse período:

| final do período | Dívida pública mobiliária federal | | | | | | | |
|------------------|-----------------------------------|------|------|------|-------|-------|------|-------|
| | composição pecentual | | | | | | | |
| | fora do Banco Central | | | | | | | |
| | OTN | LTN | LFT | BTN | NTN | LBC | BBC | TOTAL |
| 1990 | 0,0 | 31,1 | 62,9 | 4,7 | 0,0 | 1,4 | 0,0 | 100,0 |
| 1991 | 0,0 | 0,0 | 61,3 | 4,2 | 12,6 | 5,9 | 16,1 | 100,0 |
| 1992 | 0,0 | 0,0 | 5,4 | 0,1 | 36,0 | 3,6 | 54,8 | 100,0 |
| 1993 | 0,0 | 4,8 | 3,8 | 0,1 | 69,7 | 0,0 | 21,6 | 100,0 |
| 1994 | 0,0 | 0,8 | 12,6 | 0,1 | 43,7 | 3,5 | 39,4 | 100,0 |
| | Carteira do Banco Central | | | | | | | |
| | LTN | LFT | BTNE | NTNE | NTN | TOTAL | | |
| 1990 | 1,1 | 4,5 | 69,0 | 25,4 | 0,0 | 100,0 | | |
| 1991 | 0,0 | 13,4 | 50,4 | 23,3 | 12,8 | 100,0 | | |
| 1992 | 0,0 | 6,8 | 0,0 | 23,1 | 70,1 | 100,0 | | |
| 1993 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 100,0 | 100,0 | | |
| 1994 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 100,0 | 100,0 | | |

fonte Boletim Anual do banco Central (1994)

Um fato relevante nesse período foi a continuidade do Plano Nacional de Desestatização (PND). Esse fato merece destaque pelo fato do presidente Itamar Franco ter uma posição muitas vezes ambígua nessa área, mostrando uma face estatizante em alguns momentos. Apesar dessa indefinição ideológica por parte do presidente nos anos de 1992 e 1993, foi arrecadado entre receitas e dívidas transferidas o montante de USD 6.5 bilhões (ver tabela), com a privatização de empresas como: Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Cosipa, Açominas e Embraer.

Apesar da indefinição ideológica do Presidente da República, no tocante a uma administração mais austera das finanças públicas, os anos de 1993 e 1994 não foram ruins para as contas do governo. As necessidades de financiamento do setor público apresentaram superávits no conceito operacional de 0.2% e 1.3% do PIB, respectivamente. No conceito primário, os números foram ainda mais expressivos: superávits de 2.6% e 5.2% do PIB, ficando assim superiores as despesas com juros reais de 2.4% e 3.8% do PIB.

O estudo que segue dos anos posteriores mostra que esses números não serão mais alcançados em um governo que se intitulava de grande responsabilidade fiscal.

1.3.2. 1995 – O Primeiro Ano da Estabilização e o final de senhoriagem

As contas fiscais e a dívida pública apresentaram uma grande deterioração a partir do ano de 1995. Analisaremos nesse tópico as principais causas desse comportamento.

É relevante ressaltar que essa piora não foi levantada como um fator de grande preocupação pelos agentes econômicos, muito mais empolgados com a queda da inflação, a valorização da moeda e o influxo de capitais. Esse tipo de análise é endossado até mesmo pelo austero e extremamente técnico Boletim Anual do Banco Central, quando analisa as finanças públicas do período:

“O ano de 1995 apresentou avanços significativos quanto á estabilidade de preços e ao crescimento econômico. A abrupta redução no imposto e nas transferências inflacionárias, contudo, resultou em substancial transferência de renda dos setores público e financeiro para os demais agentes econômicos revertendo o processo até então vigente, em benefício, sobretudo, dos estratos de baixa renda. Devido a sua maior propensão a consumir, esse novo processo se fez acompanhar de elevação nos níveis de consumo, obrigando a implementação de medidas restritivas sobre o crédito bancário, mediante, principalmente, elevação dos recolhimentos compulsórios. O movimento de redução do imposto e das transferências inflacionárias trouxe repercussões negativas sobre o setor público e sobre o sistema financeiro, precisamente os setores mais beneficiados pelo ambiente de alta inflação.”¹²

¹² Boletim Anual do Banco Central, 1995 pag67

É inegável, como constata Pastore (1997), que a queda da inflação anulou o efeito benéfico da senhoriagem no endividamento brasileiro, mas o mesmo autor ressalta que a existência de uma política fiscal expansionista e uma política de juros altos, visando limitar o crescimento descontrolado, acabou gerando uma deterioração muito significativa das contas públicas no ano de 1995, ao dizer que: “*A ausência de superávits primários suficientes, uma senhoriagem virtualmente nula, e uma taxa real de juros significativamente acima da taxa de crescimento econômico tornam o crescimento da relação dívida /PIB não sustentável*”¹³

Notamos, através das duas citações acima, o distinto enfoque dado ao mesmo fato, enquanto para o Banco Central o problema nas contas públicas foi um mal menor fruto da queda da inflação e da distribuição de renda decorrente dela, em nenhum momento foi citado o juro real altíssimo praticado naquele ano (no mês de março em virtude da crise mexicana alcançou 4,3% a.m caindo em dezembro para 2,8% a.m).

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) passaram a apresentar números alarmantes: o déficit nominal (que após anos de desuso com a queda da inflação passou a ter relevância em termos reais) foi de 7.4% do PIB, o déficit operacional que era superavitário nos dois anos anteriores mostrou um déficit de 5.0% do PIB e as despesas com juros reais foram de 5.4% do PIB. O único conceito que apresentou superávit foi o primário 0.4% do PIB, contudo esse número no ano de 1994 era de 5.2% do PIB.

¹³ Pastore, Afonso Celso, Senhoriagem e inflação: o caso brasileiro, in *Revista Economia Aplicada*, pag 618

Esses números explicam o crescimento de 19,9% da dívida líquida do setor público (que passou de R\$ 176 milhões em 1994, para R\$ 211 milhões em 1995). Outro fato relevante no período foi a troca da forma de endividamento, já seguindo uma tendência desde 1992 (fruto principalmente do acúmulo de reservas internacionais). Assim a dívida externa que representava 19,2% do PIB em 1992, caiu para 14,4% em 1993, 8,3% do PIB em 1994 e chegou a 6,3% do PIB no ano de 1995. A dívida interna apresentou o comportamento inverso, estando estável em 18,9% e 18,5% do PIB nos anos de 1992 e 1993, subiu para 20,3% do PIB em 1994 e acelerou seu crescimento para 25,9% do PIB. Esse aumento das reservas internacionais visando a estabilidade do câmbio fixo acabava por gerar uma piora na situação fiscal, fruto da enorme arbitragem entre as taxas de juros domésticas e externas.

No tocante à composição da dívida pública doméstica notou-se a tendência já verificada nos anos anteriores com aumento na concentração dos títulos de responsabilidade do Tesouro, seu saldo alcançou o montante de R\$ 84 bilhões (12,9% do PIB), a sua composição também seguia a tendência dos anos anteriores com a maior concentração de NTNs (55% do total, contra em 43,7% em 1994), as LTN representavam 23,2% (uma grande melhora na qualidade da dívida pois esse título representava apenas 0,8% em 1994) e 21,8% de LFT (12,6% no ano anterior).

TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
Final de Período
Saldos em R\$ Milhões

| Período | Total Geral (TN+ BC) (3) + (7) | Responsabilidade do Tesouro Nacional | | | | | | Responsabilidade BC | | | | Total fora do BC (2) + (7) | |
|----------|--|--------------------------------------|--------|--------|-----|--------|--------------|---------------------|------------|---------------------|-----------------------------|----------------------------------|-----------------|
| | | Carteira BC (1) | | | | | | Subtotal (3) | LBC (4) | BBC BBC-A (5) | NBCE NBCF NBCA (6) | | Subtotal (7) |
| | | | LTN | LFT | BTN | NTN | Subtotal (2) | | | | | | |
| Jan/1995 | 86,393 | 22,996 | 1,541 | 7,843 | 41 | 28,703 | 38,128 | 61,124 | 1,013 | 24,256 | - | 25,269 | 63,397 |
| Feb/1995 | 88,321 | 23,267 | 3,623 | 9,760 | 41 | 25,820 | 39,244 | 62,511 | 1,738 | 24,072 | - | 25,810 | 65,054 |
| Mar/1995 | 89,021 | 23,676 | 5,525 | 12,646 | 42 | 22,978 | 41,191 | 64,867 | 3,327 | 18,490 | 2,337 | 24,154 | 65,345 |
| Apr/1995 | 89,915 | 23,526 | 5,693 | 13,443 | 43 | 25,583 | 44,762 | 68,288 | 3,009 | 16,089 | 2,529 | 21,627 | 66,389 |
| May/1995 | 93,189 | 24,282 | 2,920 | 13,528 | 44 | 29,603 | 46,095 | 70,377 | 3,108 | 17,216 | 2,488 | 22,812 | 68,907 |
| Jun/1995 | 95,942 | 26,441 | 1,575 | 15,127 | 45 | 31,992 | 48,739 | 75,180 | 1,817 | 17,213 | 1,732 | 20,762 | 69,501 |
| Jul/1995 | 106,263 | 24,029 | 4,598 | 16,326 | 47 | 31,053 | 52,024 | 76,053 | 9,323 | 18,448 | 2,439 | 30,210 | 82,234 |
| Aug/1995 | 116,787 | 24,487 | 8,710 | 17,046 | 48 | 26,760 | 52,564 | 77,051 | 15,867 | 21,361 | 2,508 | 39,736 | 92,300 |
| Sep/1995 | 122,871 | 24,393 | 10,672 | 17,572 | 48 | 26,447 | 54,739 | 79,132 | 22,421 | 21,318 | - | 43,739 | 98,478 |
| Oct/1995 | 126,512 | 23,299 | 12,711 | 18,161 | 48 | 25,905 | 56,825 | 80,124 | 24,151 | 22,237 | - | 46,388 | 103,213 |
| Nov/1995 | 134,320 | 25,273 | 14,557 | 18,746 | 49 | 23,460 | 56,812 | 82,085 | 24,961 | 27,274 | - | 52,235 | 109,047 |
| Dec/1995 | 133,940 | 25,456 | 19,535 | 18,417 | 50 | 21,137 | 59,139 | 84,595 | 22,561 | 26,784 | - | 49,345 | 108,484 |

Fonte: Banco Central

1.3.3. 1996 – O ano dos ajustes patrimoniais (esqueletos)

O ano de 1996 despontou ser muito mais promissor para o Brasil do que o de 1995. A crise mexicana já estava em um passado longínquo, os temores quanto à explosão da demanda pressionar a inflação também parecia uma ameaça menor. Em suma, poderíamos colher os frutos da estabilização sem os temores do passado. É fato que a taxa real de juros caiu de 33,4% a.a em 1995 para 16,5% a.a em 1996, contudo essa taxa era ainda demasiadamente grande e apesar da melhora na margem, os números da dívida continuaram na sua escalada, vale ressaltar que ao contrário do ano anterior as autoridades monetárias passaram a se preocupar abertamente com esse fato, com notamos abaixo:

“ A deterioração do resultado fiscal, em 1995, foi provocada:

- a) pelo aumento mais que proporcional das despesas em relação às receitas, devido à manutenção do valor dos gastos, notadamente com pessoal em encargos, num cenário de baixa inflação;*
- b) esterilização do ingresso de divisas, produzindo a expansão da dívida mobiliária e resultando em crescimento das despesas com juros;*
- c) retração do processo de monetização, após o Plano Real, implicando em queda de receita de senhoriagem; e*
- d) queda real das tarifas públicas e aumento da dívida mobiliária e contratual dos estados.”¹⁴*

De fato, com um ano de atraso o Banco Central definiu com exatidão os problemas que envolviam a política fiscal, contudo parecia um pouco tarde, pois já se passavam dois anos de estabilidade e as contas públicas continuavam a se deteriorar. No cenário traçado do ano de 1995 foi correto. No entanto, o panorama para 1996 não mudou. As justificativas do governo para esse fato foram as seguintes: reajustes salariais do funcionalismo e benefícios concedidos aos aposentados entre 1994/1995, reestruturação da dívida dos estados, capitalização do Banco do Brasil e reconhecimento de outros esqueletos e esgotamento da estrutura tributária em gerar maior arrecadação.

Como está descrito no nome desse tópico, ocorreu um forte ajuste patrimonial (no jargão econômico reconhecimento de esqueletos) no ano de 1996, o valor total desse passivo reconhecido foi de R\$ 15 bilhões (equivalente a 1,9% do PIB), subdividido em capitalização do Banco do Brasil – R\$ 8 bilhões, redução do fundo da reserva monetária (por decisão judicial)- R\$ 3,7 bilhões, emissões de dívida vencida renegociada- R\$5,7 bilhões e diferenças

¹⁴ Boletim Anual do Banco Central, 1996 pag 59

na conversão da dívida e os fluxos das NSFP em moeda estrangeira -R\$ 0.5 bilhão, entrou abatendo o valor desses passivos as receitas do Programa Nacional de Desestatização (PND) R\$ 1,8 bilhão e a renegociação de dívidas R\$1,5 bilhão.

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) apresentaram números melhores que no ano anterior, o que não chega a ser um grande avanço, pois 1995 foi muito ruim nesse aspecto. No conceito primário, apresentou-se um déficit de 0,1% do PIB (vale lembrar que esse número era superavitário desde 1991); nos conceitos operacional e nominal os déficits caíram em paralelo ao redor de 1% do PIB, ficando em 3,9% e 6,1% do PIB. Essa queda foi conseqüência da queda nas despesas com os juros reais e encolheram de 5,1% do PIB em 1995 para 3,8% do PIB em 1996. Podemos notar que novamente o vilão das contas públicas foi a despesa com juros, valor que superou em dobro o reconhecimento de esqueletos.

Assim a dívida líquida do setor público alcançou o montante de R\$ 269 bilhões (34,4% do PIB) no final de 1996, subdividida em R\$ 237 bilhões (30,3% do PIB) na dívida interna líquida e R\$ 32 bilhões (4% do PIB) como dívida externa. Constatamos que mesmo se descontando o ajuste com os esqueletos (como já mencionado 1,9% do PIB) a dívida cresceu em relação ao ano anterior.

No tocante aos títulos da dívida pública interna, pela primeira vez na década, a composição dos títulos apresentou a sua maior concentração em títulos prefixados (as BBCs e LTNs representavam 61% do total contra 42,7%

do ano anterior), mostrando que apesar da piora no tamanho da dívida o mercado acreditava na estabilidade dos preços.

TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
Final de Período
Saldos em R\$ Milhões

| Período | Total Geral (TN+ BC) (3) + (7) | Responsabilidade do Tesouro Nacional | | | | | | | Responsabilidade BC | | | | Total fora do BC (2) + (7) |
|----------|--|--------------------------------------|--------|--------|-----|--------|--------------|-----------------|---------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|-------------------------------|
| | | Carteira BC (1) | | | | | | Subtotal (3) | LBC (4) | BBC BBC-A (5) | NBCE NBCF NBCA (6) | Subtotal (7) | |
| | | | LTN | LFT | BTN | NTN | Subtotal (2) | | | | | | |
| Jan/1996 | 142,707 | 26,056 | 22,998 | 14,158 | 51 | 22,854 | 60,061 | 86,117 | 24,424 | 32,166 | - | 56,590 | 116,651 |
| Feb/1996 | 152,353 | 25,011 | 25,649 | 12,211 | 51 | 25,073 | 62,984 | 87,995 | 26,580 | 37,778 | - | 64,358 | 127,342 |
| Mar/1996 | 157,432 | 23,847 | 27,620 | 7,090 | 50 | 30,197 | 64,957 | 88,804 | 27,748 | 40,880 | - | 68,628 | 133,585 |
| Apr/1996 | 161,401 | 23,413 | 29,981 | 4,972 | 51 | 33,034 | 68,038 | 91,451 | 28,282 | 41,668 | - | 69,950 | 137,988 |
| May/1996 | 175,140 | 23,900 | 34,241 | 2,122 | 52 | 39,387 | 75,802 | 99,702 | 28,845 | 46,593 | - | 75,438 | 151,240 |
| Jun/1996 | 178,107 | 23,841 | 36,194 | - | 52 | 40,760 | 77,006 | 100,847 | 29,101 | 48,159 | - | 77,260 | 154,266 |
| Jul/1996 | 184,243 | 23,809 | 36,496 | - | 53 | 41,672 | 78,221 | 102,030 | 29,655 | 52,558 | - | 82,213 | 160,434 |
| Aug/1996 | 188,324 | 25,085 | 41,668 | - | 53 | 39,695 | 81,416 | 106,501 | 30,651 | 51,172 | - | 81,823 | 163,239 |
| Sep/1996 | 188,581 | 26,072 | 40,637 | - | 54 | 40,692 | 81,383 | 107,455 | 29,021 | 52,105 | - | 81,126 | 162,509 |
| Oct/1996 | 194,257 | 24,987 | 42,788 | - | 53 | 41,582 | 84,423 | 109,410 | 31,803 | 53,044 | - | 84,847 | 169,270 |
| Nov/1996 | 196,240 | 21,063 | 46,520 | - | 54 | 43,842 | 90,416 | 111,479 | 32,202 | 52,559 | - | 84,761 | 175,177 |
| Dec/1996 | 197,880 | 21,669 | 48,077 | - | 54 | 44,975 | 93,106 | 114,775 | 32,789 | 50,316 | - | 83,105 | 176,211 |

Fonte: Banco Central

1.3.4. 1997- Os ventos sopram da Ásia

O ano de 1997 foi um ponto de inflexão para todos os mercados dos países ditos emergentes, após quase uma década de fluxos internacionais abundantes, há uma reversão nessa tendência inicialmente sentida no sudoeste asiático, começando na Tailândia depois se espalhando por toda região, atingindo economias sólidas com a do Japão e da Coreia do Sul.

O Brasil foi seriamente atingido por essa crise, assim quando parecia que colheríamos os frutos de uma estabilização duradoura o sonho foi desfeito.

A taxa de juros mensal praticado no início de 1997 era de 1,70% a.m e declinou até 1,58% a.m em abril, sendo que a continuidade desse movimento foi interrompida a partir de então, quando em 30 de outubro o Banco Central foi abrigado a praticamente dobrá-la, atingindo o nível de 3,05% a.m, esse altíssimo nível de juros não era praticado desde de 1995.

Para conter a fuga de capitais o Banco Central lançou uma série de medidas visando estimular a entrada de capital externo, além de aumentar a oferta de títulos indexados à variação cambial. O Banco Central ainda ofereceu ao mercado recompra dos títulos prefixados vendidos naquele ano. Assim, após conseguir vender LTNs com até dois anos de prazo (fato não conseguido desde a década de 70), o Banco Central teve que recomprá-las a fim de evitar prejuízos maiores aos seus detentores.

Diante desse cenário as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) apresentaram uma deterioração, no conceito nominal o déficit foi de 6,1% do PIB (contra 5,9% do ano anterior), o conceito operacional apresentou a mesma tendência e seu déficit foi de 4,3% do PIB. Ao olhar o déficit primário outro número ruim: déficit de 0,9% do PIB. O grande vilão desses déficits, o gasto com juros reais, continuou acima dos 5,0% do PIB (exatamente 5,2% contra 5,8% de 1996).

O Banco Central, a fim de melhorar a aparência desses números, passou a divulgar a partir de 1997, as NSFP adicionando-se as receitas com privatização, assim somando essas receitas, os déficits nominal e operacional ficariam nesse ano: 4,2% e 2,4% do PIB. O primário ficaria superavitário em 1,0% do PIB. O motivo de exibir os números dessa maneira

parece muito mais mercadológico do que técnico, afinal até o ano anterior eram deduzidos diretamente da dívida total.

No mercado de títulos o fato negativo foi o aumento da concentração de LFT (títulos pós-fixados remunerados ao selic/*over-night*), esse aumento foi decorrente da troca de títulos com o Estado de São Paulo no valor de R\$ 56,7 bilhões (fruto da renegociação da dívida do Estado), assim termina-se o ano com uma queda na concentração de títulos prefixados, representando 40,9% do total (contra 61,0% de 1996). Os títulos indexados ao câmbio passaram a representar 15,4% (contra 9,4% de 1996) e os indexados ao selic totalizaram 34,8% do total contra 18,6% em 1996. Notamos assim que a crise asiática teve uma conseqüência muito ruim na composição da dívida mobiliária interna.

TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
Final de Período
Saldos em R\$ Milhões

| Período | Total Geral (TN+ BC) (3) + (7) | Responsabilidade do Tesouro Nacional | | | | | | | Responsabilidade BC | | | | Total fora do BC (2) + (7) |
|----------|--|--------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------------|-----------------|---------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|-------------------------------|
| | | Carteira BC (1) | | | | | | Subtotal (3) | LBC (4) | BBC BBC-A (5) | NBCE NBCF NBCA (6) | Subtotal (7) | |
| | | | LTN | LFT | BTN | NTN | Subtotal (2) | | | | | | |
| Jan/1997 | 196,924 | 17,334 | 49,008 | - | 55 | 49,897 | 98,960 | 116,294 | 33,355 | 47,275 | - | 80,630 | 179,590 |
| Feb/1997 | 197,537 | 16,445 | 51,352 | - | 56 | 51,166 | 102,574 | 119,019 | 33,932 | 43,606 | 980 | 78,518 | 181,092 |
| Mar/1997 | 203,370 | 16,307 | 53,690 | - | 55 | 50,075 | 103,820 | 120,127 | 35,783 | 45,182 | 2,278 | 83,243 | 187,063 |
| Apr/1997 | 204,830 | 15,270 | 54,758 | - | 55 | 50,810 | 105,623 | 120,893 | 36,483 | 45,150 | 2,304 | 83,937 | 189,560 |
| May/1997 | 205,802 | 12,632 | 57,126 | - | 56 | 48,707 | 105,889 | 118,521 | 37,193 | 47,742 | 2,346 | 87,281 | 193,170 |
| Jun/1997 | 209,462 | 14,515 | 58,379 | - | 56 | 47,905 | 106,340 | 120,855 | 37,794 | 48,438 | 2,375 | 88,607 | 194,947 |
| Jul/1997 | 211,673 | 13,879 | 63,106 | - | 57,00 | 48,155 | 111,318 | 125,197 | 38,401 | 45,662 | 2,413 | 86,476 | 197,794 |
| Aug/1997 | 216,926 | 13,721 | 65,401 | - | 58,00 | 47,973 | 113,432 | 127,153 | 38,995 | 48,399 | 2,379 | 89,773 | 203,205 |
| Sep/1997 | 227,171 | 17,122 | 64,103 | - | 57,00 | 55,472 | 119,632 | 136,754 | 39,537 | 47,914 | 2,966 | 90,417 | 210,049 |
| Oct/1997 | 231,531 | 21,122 | 64,492 | - | 57,00 | 58,359 | 122,908 | 144,030 | 40,165 | 39,727 | 7,609 | 87,501 | 210,409 |
| Nov/1997 | 229,015 | 20,662 | 63,401 | - | 58,00 | 57,187 | 120,646 | 141,308 | 41,467 | 34,791 | 11,449 | 87,707 | 208,353 |
| Dec/1997 | 290,971 | 35,461 | 64,755 | 63,592 | 60,00 | 61,865 | 190,272 | 225,733 | 25,282 | 28,327 | 11,629 | 65,238 | 255,510 |

Fonte: Banco Central

1.3.5. 1998- O ano do FMI

O ano de 1998 sob a óptica política foi o ano da reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso, ocorrido no primeiro turno. No lado econômico, esse sucesso político não pode ser comemorado, pois ao final de 1998 o Brasil voltou, após 16 anos, a recorrer à ajuda externa via Fundo Monetário Internacional (FMI). Essa ajuda, diferentemente de 1982, não era necessária em razão do fato do esgotamento total das nossas reservas internacionais, mas sim tinha por objetivo recompor a um nível ideal as reservas, visando manter o regime cambial vigente.

O fato causador desse movimento foi a crise russa, que menos de um ano após a crise asiática, voltou a gerar turbulência no fluxo de capitais para as economias emergentes.

O remédio utilizado para estancar as saídas de capitais, fora a ajuda do FMI, foi o mesmo de 1997, assim as taxas de juros (agora no padrão anualizado) passaram em agosto de 19,2% a.a para a estratosférica taxa de 49,7% a.a, assim a média dos juros no ano de 1998 foi de 28,8% a.a. A consequência nas contas públicas foram as piores possíveis como constataremos abaixo.

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), voltaram a apresentar números sofríveis, assim no conceito nominal o Brasil apresentou o assustador déficit de 8,0% do PIB, descontando-se as despesas com juros, o conceito primário ficou em zero, ou seja, nem déficit nem superávit. Isso nos leva ao gasto com juros nominais equivalente a 8,0% do PIB. Vale ressaltar como constatação histórica que o Banco Central deixou de apresentar o conceito

operacional a partir de 1988, pois devido à inflação baixa o conceito nominal já possuía a relevância necessária com principal indicador das NFSP.

As despesas com juros acabaram por deteriorar totalmente os indicadores da dívida pública, assim terminamos o ano de 1998 com a dívida total representando 41,7% do PIB, sendo que a dívida interna era 36,1% do PIB e a dívida externa 6,1% do PIB, efetuou-se um ajuste patrimonial (privatizações menos esqueletos) no valor equivalente a 1% do PIB (deduzido da dívida total).

Assim a dívida mobiliária federal passou para 35,5% do PIB contra 28,6% de 1997. Contudo não foi somente na magnitude dos números que houve uma piora, focando-se na composição da dívida, vemos que, apesar da inflação baixa, os títulos prefixados pararam de ser vendidos, pois os seus detentores não suportavam mais prejuízos, assim no final de 1998 representavam apenas 3,5% do total (lembramos que representavam em 1996 e 1997 61,0 % e 40,9% respectivamente do total). Os títulos indexados ao *over/selic* somavam 69,1% do total e os cambiais 21,0%.

TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
Final de Período
Saldos em R\$ Milhões

| Período | Total Geral (TN+ BC) (3) + (7) | Responsabilidade do Tesouro Nacional | | | | | | | Responsabilidade BC | | | | Total fora do BC (2) + (7) |
|----------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------|---------|-------|--------|--------------|-----------------|---------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|-------------------------------|
| | | Carteira BC (1) | | | | | | Subtotal (3) | LBC (4) | BBC BBC-A (5) | NBCE NBCF NBCA (6) | Subtotal (7) | |
| | | | LTN | LFT | BTN | NTN | Subtotal (2) | | | | | | |
| Jan/1998 | 338,574 | 72,501 | 68,134 | 29,437 | 60,00 | 61,960 | 159,591 | 232,092 | 63,504 | 29,965 | 13,013 | 106,482 | 266,073 |
| Feb/1998 | 340,248 | 68,797 | 75,464 | 29,798 | 61,00 | 61,604 | 166,927 | 235,724 | 56,606 | 34,043 | 13,875 | 104,524 | 271,451 |
| Mar/1998 | 359,596 | 71,781 | 81,201 | 30,448 | 60,00 | 58,427 | 170,136 | 241,917 | 49,494 | 52,390 | 15,795 | 117,679 | 287,815 |
| Apr/1998 | 365,584 | 74,692 | 79,093 | 28,864 | 61,00 | 57,000 | 165,018 | 239,710 | 40,264 | 64,401 | 21,209 | 125,874 | 290,892 |
| May/1998 | 361,310 | 67,050 | 79,765 | 30,270 | 61,00 | 57,402 | 167,498 | 234,548 | 31,847 | 71,021 | 23,894 | 126,762 | 294,260 |
| Jun/1998 | 384,113 | 87,111 | 65,646 | 52,460 | 62,00 | 56,948 | 175,116 | 262,227 | 74,459 | 25,817 | 21,610 | 121,886 | 297,002 |
| Jul/1998 | 387,483 | 82,610 | 48,751 | 82,392 | 63,00 | 58,664 | 189,870 | 272,480 | 86,330 | 5,025 | 23,648 | 115,003 | 304,873 |
| Aug/1998 | 392,540 | 90,262 | 34,158 | 101,942 | 62,00 | 47,200 | 183,362 | 273,624 | 85,324 | 5,278 | 28,314 | 118,916 | 302,278 |
| Sep/1998 | 390,458 | 97,729 | 20,362 | 110,477 | 62,00 | 47,773 | 178,674 | 276,403 | 81,845 | 272 | 31,938 | 114,055 | 292,729 |
| Oct/1998 | 399,965 | 85,639 | 20,942 | 134,510 | 63,00 | 48,932 | 208,639 | 294,278 | 50,205 | 23,584 | 31,898 | 105,687 | 314,326 |
| Nov/1998 | 422,530 | 102,602 | 18,061 | 142,312 | 63,00 | 50,879 | 215,594 | 318,196 | 32,450 | 39,137 | 32,747 | 104,334 | 319,928 |
| Dec/1998 | 448,529 | 124,670 | 5,438 | 157,171 | 64,00 | 52,241 | 219,151 | 343,820 | 22,537 | 48,372 | 33,800 | 104,709 | 323,860 |

1.3.6. Considerações finais do período 1995-1998

Os anos analisados demonstram que o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso foi marcado por uma irresponsabilidade fiscal, como ilustram os números das Necessidades de Financiamento do Setor Público:

| Necessidade de financiamento do setor público (em % do PIB) | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|
| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
| Nominal | 45,5 | 7,2 | 5,9 | 6,1 | 8,0 |
| Operacional | -1,4 | 4,9 | 3,7 | 3,6 | |
| Primário | -5,3 | -0,4 | 0,1 | 1,0 | 0,0 |
| Juros nominais | 50,8 | 7,5 | 5,8 | 5,2 | 8,0 |
| Juros reais | 3,9 | 5,2 | 3,7 | 3,4 | |

Fonte: Banco Central (1997/1998)

Notamos que os gastos com juros foi o principal causador desse desequilíbrio, contudo olhando os números do déficit primário vemos que se alcançou um superávit apenas em 1995. Assim é uma falácia afirmar que a política econômica nesse período foi sacrificada pelos choques externos, pois em nenhum momento notamos a busca do equilíbrio fiscal.

A dívida pública passou a apresentar um comportamento de não sustentabilidade a partir de então, assim em dezembro de 1994 a dívida total representava 29% do PIB e em 1998 esse número bateu 42,2% do PIB. Esse crescimento absorveu totalmente os recursos obtidos com a privatização, que teve seu auge justamente nesses anos, conforme constatamos na tabela abaixo.

| Receita de privatização : 1991/1998 -US\$ milhões | | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| setores | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | Total |
| Governo Federal | 1988 | 3383 | 4188 | 2314 | 1628 | 4749 | 12558 | 26606 | 57414 |
| Siderurgia | 1843 | 1639 | 3788 | 917 | 0 | 0 | 0 | 0 | 8187 |
| Petrorquímica | 0 | 1477 | 174 | 528 | 1226 | 296 | 0 | 0 | 3701 |
| Fertilizantes | 0 | 255 | 226 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 494 |
| Vale do Rio Doce | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6858 | 0 | 6858 |
| Energia elétrica | 0 | 0 | 0 | 0 | 402 | 2943 | 270 | 1882 | 5497 |
| Telecomunicações | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4734 | 23948 | 28682 |
| - empresas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 21069 | 21069 |
| -concessões | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4734 | 2879 | 7613 |
| Bancos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 240 | 0 | 240 |
| Outros Setores | 145 | 12 | 0 | 856 | 0 | 1510 | 456 | 776 | 3755 |
| Estados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1770 | 15117 | 10858 | 27745 |
| Energia elétrica | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1066 | 13430 | 7817 | 22313 |
| Telecomunicações | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 679 | 0 | 1840 | 2519 |
| Bancos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 474 | 647 | 1121 |
| Outros Setores | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 25 | 1213 | 554 | 1792 |
| Total | 1988 | 3383 | 4188 | 2314 | 1628 | 6519 | 27675 | 37464 | 85159 |
| Receita de venda | 1614 | 2401 | 2627 | 1965 | 1004 | 5485 | 22617 | 30897 | 68610 |
| Dívidas tranferidas | 374 | 982 | 1561 | 349 | 624 | 1034 | 5058 | 6567 | 16549 |

Fonte: Fiananças Públicas- Fabio Giambiagi-1999, pag239

Outro dado negativo do período, é o fato de apesar da inflação baixa voltamos a exibir dados da composição da dívida pública mobiliária federal semelhantes aos do período inflacionário, onde a composição dos títulos era predominantemente indexado ao *over/selic* ou a papeis cambiais:

| Títulos Públicos Federais | | | | |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Participação percentual por indexador | | | | |
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
| Câmbio | 5,3 | 9,4 | 15,4 | 21,0 |
| TR | 9,0 | 7,9 | 8,0 | 5,4 |
| IGP-M | 5,3 | 1,8 | 0,3 | 0,3 |
| Over/Selic | 37,8 | 18,6 | 34,8 | 69,1 |
| Prefixado | 42,7 | 61,0 | 40,9 | 3,5 |
| TJLP | | 1,4 | 0,6 | 0,2 |
| TBF | | | | 0,5 |
| IGP-DI | | | | 0,1 |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Fonte : Banco Central (1998)

2. CRISE DE CONFIANÇA E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

O primeiro modelo escolhido para discussão será o desenvolvido por Francesco Giavazzi e Marco Pagano. O principal motivo dessa escolha, entre os inúmeros Modelos Teóricos de Administração da Dívida Pública, foi a enorme semelhança entre a situação da economia brasileira entre os anos de 1995 e 1998 e as hipóteses básicas do Modelo.

Como todo instrumento teórico de estudo, busca-se através de hipóteses predeterminadas, debater questões como: qual o prazo médio ideal para a dívida pública, qual a participação de dívida indexada no montante geral e qual o indexador ideal, como evitar crises de confiança, entre outras questões. Contudo esses cenários apresentam limitações e muito dificilmente encontramos as situações descritas exatamente iguais em uma situação concreta. Assim essa

perguntas não são respondidas no caso real, podendo apenas servir com base de comparação entre o modelo teórico e o caso prático.

O modelo Giavazzi e Paganno utiliza como premissas básicas a seguinte situação: a economia é aberta, o câmbio é fixo e há livre movimentação de capital. Dentro desse cenário a crise de confiança é decorrente do medo que as pessoas têm do governo não honrar sua dívida (via monetização ou *default*) ou senão a possibilidade do abandono do câmbio fixo e conseqüente desvalorização.

O seguinte cenário hipotético pode ser traçado nessas condições: supondo que a política monetária seja consistente com a taxa de câmbio fixa nesse nível de paridade, investidores lancem um ataque especulativo (acreditando nas incertezas inerentes à natureza de qualquer mercado) ao Banco Central. Esse ataque aumenta a probabilidade de desvalorização, levando a um aumento na taxa nominal de juros, de modo a compensar a arbitragem entre ativos denominados em moeda local em relação aos denominados em outras moedas (*foreign currency*). Assumindo que o nível de reservas do Banco Central seria suficiente para conter esse ataque especulativo, tudo parece resolvido sem maiores conseqüências à solvência do país.

Agora, acrescente-se a esse cenário a necessidade de o Tesouro rolar uma parcela significativa de sua dívida, num ambiente de aparente artificialidade na alta de juros. Haverá um incentivo natural do Tesouro em rolar sua dívida via criação de moeda (dado que a taxa de juros local está muito alta). Com um grande aumento de base monetária as chances do Banco Central em defender a paridade da moeda são diminuídas.

Os investidores, por sua vez, acreditam que quanto maior a quantidade de dívida que o Tesouro tiver que rolar, maior a probabilidade dessa crise de confiança terminar em uma desvalorização.

Assim, todo ataque especulativo tende a uma elevação na taxa de juros. A condição de o Banco Central obter sucesso na defesa da moeda está em muito relacionada ao tamanho e estrutura de vencimento da dívida pública. A emissão de títulos públicos indexados a outras moedas também tende a ser uma arma do Banco Central na defesa da paridade cambial.

2.1. O modelo Giavazzi Pagano

Seguindo o raciocínio traçado, assumimos que há três agentes na economia:

a) O setor privado, que avalia a probabilidade de desvalorização, e exige uma taxa de juros maior a fim de compensar possíveis perdas com o carregamento de ativos em moeda local.

b) O Tesouro, que decide a composição ideal da dívida, de modo que nos momentos de crise possa optar pela criação de moeda ao invés de rolar os títulos a vencer. Essa estratégia sempre levará em conta o custo fiscal dos títulos a serem emitidos e a defesa da paridade pelo Banco Central.

c) O Banco Central, que tem como objetivo defender a paridade da moeda, seguindo uma política monetária consistente sob essa paridade.

2.1.1. O setor privado

O comportamento do setor privado pode ser caracterizado pela constante expectativa de desvalorização da moeda.

Podemos assim definir duas situações: a primeira, o “estado normal” (N), onde o setor privado acredita que a probabilidade de desvalorização denominada π é igual a zero. O segundo estado seria o de “crise de confiança” (C) em que os investidores acreditam que a probabilidade de desvalorização π é maior que zero. O Banco Central desvalorizaria nesse período a moeda por uma fração d .

Assim temos que, na situação N ($\pi=0$), considerando-se a livre mobilidade de capitais, o retorno de um título em moeda local seria:

$$1 + r$$

onde r é a taxa de juros internacional;

No caso C ($\pi > 0$), o retorno de título local seria por arbitragem internacional de taxas:

$(1 + r) / (1 - \pi x)$, onde $x = d / (1 + d)$, ou seja o retorno necessário aos detentores de títulos em moeda local, visando evitar perdas com uma eventual desvalorização. Temos então que o prêmio exigido acima da taxa internacional de juros é função da probabilidade de desvalorização (π) e sua magnitude (d).

No caso de uma carteira de títulos com vários vencimentos (*multi-period bonds*), com valor de face igual 1 e um cupom fixo c por período, podemos definir o preço de emissão no período N como p_{nt} e os emitidos no período C como p_{ct} . Sob neutralidade de risco, o retorno esperado em um único período de tempo é o mesmo que o de um título em um período único, temos assim tanto para N como para C :

$$1 + r = [E(p_{t+1}) + c] / p_{nt}$$

e

$$(1 + r) / (1 - \pi x) = [E(p_{t+1}) + c] / p_{ct}$$

Portanto, o preço esperado de uma carteira de títulos com vencimentos variados $E(p_{t+1})$ seria o mesmo em ambas situações (C ou N), pois trabalhamos com a premissa que crises de confiança são eventos não-correlacionados, com essas deduções chegamos a:

$$(p_{ct} - p_{nt}) / p_{nt} = - \pi x$$

Concluimos que durante uma crise de confiança o preço de emissão de um título cai πx em relação ao seu preço normal. Assim, se podemos emitir um título em uma situação de não crise no par ($p_{nt} = 1$), durante uma crise de confiança emitiremos esse título descontando-se o fator πx ($p_{ct} = 1 - \pi x$). Nota-se que esse fator independe do prazo médio dos títulos emitidos atingindo todos os títulos igualmente. Nesse momento o Tesouro sente-se então motivado a emitir títulos de prazos mais curtos, concentrando o volume de vencimentos a serem renovados e aumentando a probabilidade de desvalorização breve.

2.1.2. O Tesouro

Analisaremos agora o lado do Tesouro no modelo, onde a dívida pública é emitida através de títulos (B), com um prazo (T), pagando um cupom fixo c por período, e assumindo que esses títulos são emitidos ao par ($p_n = 1$) na situação N . O preço dos títulos é constante e não há crise de confiança. O governo possui a dívida estabilizada no nível B, e seus vencimentos estão uniformizados ao longo do tempo; assim o montante a ser renovado em cada período é igual a B/T . Considerando-se a restrição orçamentária, temos que o déficit primário ($g - t$), mais os serviços da dívida c e o pagamento dos títulos vencendo B/T , deve ser igual às novas emissões B/T :

$$g - t + c B + B/T = B/T$$

Concluimos que o superávit primário deve ser igual aos juros pagos pela dívida (desconsiderando-se eventuais ganhos com senhoriagem). No modelo, trabalhamos com a possibilidade de o Banco Central financiar temporariamente as necessidades do Tesouro. O uso dessa linha de crédito (*credit facility*), implica um aumento temporário na base monetária, mas não podemos considerá-lo com uma fonte perene de recursos.

Quando passamos pelo momento C (crise de confiança), o Tesouro tem a necessidade de emitir novos títulos com valor de face desvalorizado de p_n para p_c , na proporção π_x de cada novo título emitido. Nesse momento, o Tesouro pode agir de três maneiras:

- i) Aumentar os impostos ou diminuir seus gastos;
- ii) Emitir mais títulos, mesmo em condições menos favoráveis;
- iii) Recorrer à linha de crédito do Banco Central.

A primeira possibilidade é facilmente descartada devido à falta de agilidade em se cortar gastos em um momento de crise e também ao fato de não ser eficaz distorcer impostos no presente. Considerando-se o aumento dos serviços da dívida apenas temporário, a opção mais racional seria financiar a dívida de modo a cobrir essas despesas com um aumento de impostos distribuídos ao longo de períodos futuros.

Temos então a opção (ii) onde a parcela de títulos a ser renovada B/T vai se emitida a um valor de face:

$$p_c = 1 - \pi x$$

O aumento do serviço da dívida será:

$$B/T (1 - p_c) = B/T (\pi x) \quad (1)$$

Notamos que a desvalorização atinge de maneira igual todos os títulos a serem renovados, não importando o seu prazo de vencimento. Contudo, quanto maior o T (prazo do estoque da dívida) menor será o montante B/T a ser renovado em momentos de crise de confiança.

Não podemos descartar a última possibilidade que resta ao Tesouro: recorrer à linha de crédito do Banco Central. O Tesouro pode optar em financiar toda parcela a ser renovada descrita na equação (1) através de títulos. Nesse caso definiremos como fração a ser monetizado $\alpha=0$. No caso do Tesouro monetizar toda parcela adicional de rolagem no momento de crise de confiança teremos $\alpha=1$.

Nota-se que, durante uma crise de confiança, o Banco Central e o Tesouro têm de decidir em quanto será o fator α ideal. Se as autoridades olharem apenas o lado fiscal, tendem a optar por um α alto, se estiverem do lado do Banco Central na defesa da paridade cambial buscarão um α mais baixo. Adotaremos para o modelo o fator de distribuição de α , como $F(\cdot)$, sendo a frequência do mesmo para cada tipo de governo (onde α varia de 0 até α_{\max}). Como o setor privado não sabe qual será a opção de cada governo durante a crise, adotaremos α com variável randômica, podendo apenas ser definida através de modelos probabilísticos durante momentos de crise de confiança.

2.1.3. O Banco Central

O balanço do Banco Central, no momento N (sem crise de confiança, onde o Tesouro não recorre à sua linha de crédito), é composto no seu ativo pela posição de reservas cambiais (R) e no seu passivo pela moeda (M_n). Assumiremos que a demanda por moeda do setor privado é exponencial, com elasticidade em relação ao juro igual a σ (essas hipóteses visam simplificar a análise, não alterando o resultado quantitativo do modelo).

A taxa de juros relevante para a demanda por moeda é relativa ao período 1 de títulos, sendo r^* na situação N e $r^* + \pi x$ no momento C . Temos então a demanda por moeda nos dois estados (N e C respectivamente):

$$M_n = A e^{-\sigma r^*}$$

$$M_c = A e^{-\sigma(r^* + \pi x)}$$

Onde $A > 0$, $\sigma > 0$. Na mudança do estado N para o C (crise de confiança) demanda por moeda cai com a seguinte relação:

$$M_n - M_c = M (1 - e^{-\sigma\pi x}) = R (1 - e^{-\sigma\pi x}) \quad (2)$$

Logo, ao mesmo tempo em que o Tesouro injeta na economia a liquidez no volume de $\alpha\pi x$ B/T, pela monetização na fração α do incremento do serviço da dívida descrita em (1), o Banco Central enfrenta um aumento de base monetária na posição desfavorável em que os agentes estão propensos a converter sua liquidez em moeda estrangeira.

Se a soma algébrica da queda por demanda da moeda (2) e a injeção de moeda pelo Tesouro for superior a montante total de reservas R , o Banco Central deverá abandonar a paridade cambial praticada até então. Assim a condição para desvalorização é a seguinte:

$$R (1 - e^{-\sigma\pi x}) + \alpha\pi x \text{ B/T} > R$$

A probabilidade de desvalorização π pode ser escrita da seguinte maneira:

$$\pi = P (\alpha g(\pi) > 1), \text{ onde } g(\pi) = e^{\sigma\pi x} \pi x [(B/T)/R] \quad (3)$$

Notamos que se o Tesouro evitar criar base monetária, o Banco Central sempre é capaz de resistir a um ataque especulativo, com x finito, se $\alpha = 0$ a inequação $\alpha g(\pi) > 1$ nunca acontece, nesse caso a probabilidade de desvalorização é zero ($\pi = 0$). Logo, o ponto de partida da desvalorização seria a tendência do Tesouro em criar base monetária em momentos de crise ($\alpha > 0$).

2.1.4. A Crise de Confiança e o Prazo Médio da Dívida

Notamos que, na interação dos três setores da economia (Setor Privado, Tesouro e Banco Central), chegamos à probabilidade de desvalorização ($P(.)$) e o resultado dessa função deve ser igual a π (probabilidade de desvalorização para os investidores).

Existem duas situações distintas no modelo, na primeira a probabilidade de desvalorização é igual a zero (N), na segunda a desvalorização ocorrerá (C) com a probabilidade definida pelo público. Nessas duas situações, ocorrerão estados de equilíbrio com expectativas racionais. Definiremos duas hipóteses para desenvolvimento do modelo:

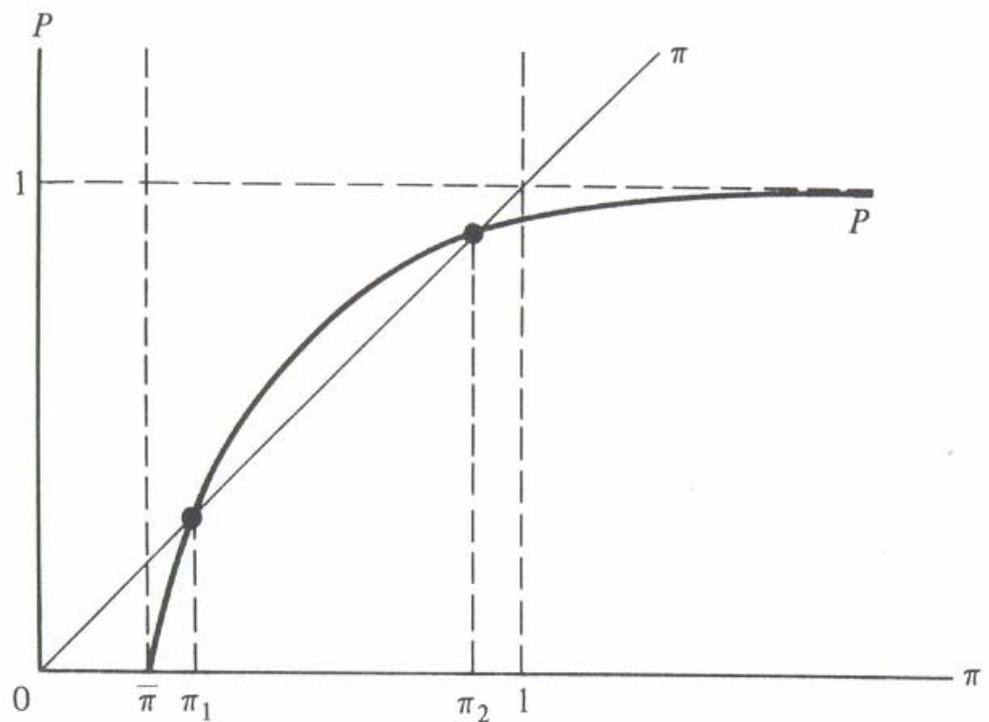
I - Há sempre um equilíbrio onde a probabilidade de desvalorização é zero ($\pi=0$). Há também outro ponto de equilíbrio onde a probabilidade de desvalorização é positiva ($\pi>0$).

Para provar a hipótese I, temos que o ponto de equilíbrio são os valores de π que solucionam a equação (3), definindo o valor $\pi^*=g^{-1}(1/\alpha_{\max})$. O valor π^* pode ser interpretado da seguinte forma: se o setor privado trabalha com um valor π abaixo de π^* , o aumento nas despesas do serviço da dívida será muito pequeno se o Tesouro utilizar o valor máximo possível para α ; lembramos que o objetivo seria não desvalorizar a moeda (assim $P(\alpha g(\pi)>1)=0$ para $\pi<\pi^*$). Consideraremos separadamente se a solução para (3) existindo (i) para $\pi<\pi^*$ e (ii) $\pi>\pi^*$.

(i) Para $\pi < \pi^*$, a função $\alpha g(\pi) < 1$ para todo α possível, então $P(\alpha g(\pi) > 1) = 0$. Como $\pi < \pi^*$, concluímos que $\pi = 0$ é a única solução para (3).

(ii) Para $\pi > \pi^*$, notamos que a função $P(\alpha g(\pi) > 1)$ é crescente, começando em 0 para $\pi > \pi^*$ e chegando a 1 assintoticamente para π muito grandes (não é possível equilíbrio para $\pi > 1$, probabilidade de desvalorização maior que 100%). O Gráfico (1) a função $P(\alpha g(\pi) > 1)$ como curva de P , no caso de uma distribuição uniforme de α : nesse caso $P(\cdot)$ é côncava e há pelo menos duas intersecções entre P e uma linha com 45° partindo da origem. Essas intersecções são pontos de equilíbrio com $\pi > 0$ (nas figuras indicadas pelos pontos π_1 e π_2). Em geral podemos não ter ponto de equilíbrio com $\pi > 0$ ou ainda ter múltiplos pontos de equilíbrio nessa situação. Há possibilidade de um único ponto de equilíbrio com $\pi > 0$ ocorrer quando a curva P é tangenciada pela linha de 45° partindo da origem (nesse caso temos uma única composição de parâmetros).

GRÁFICO 1



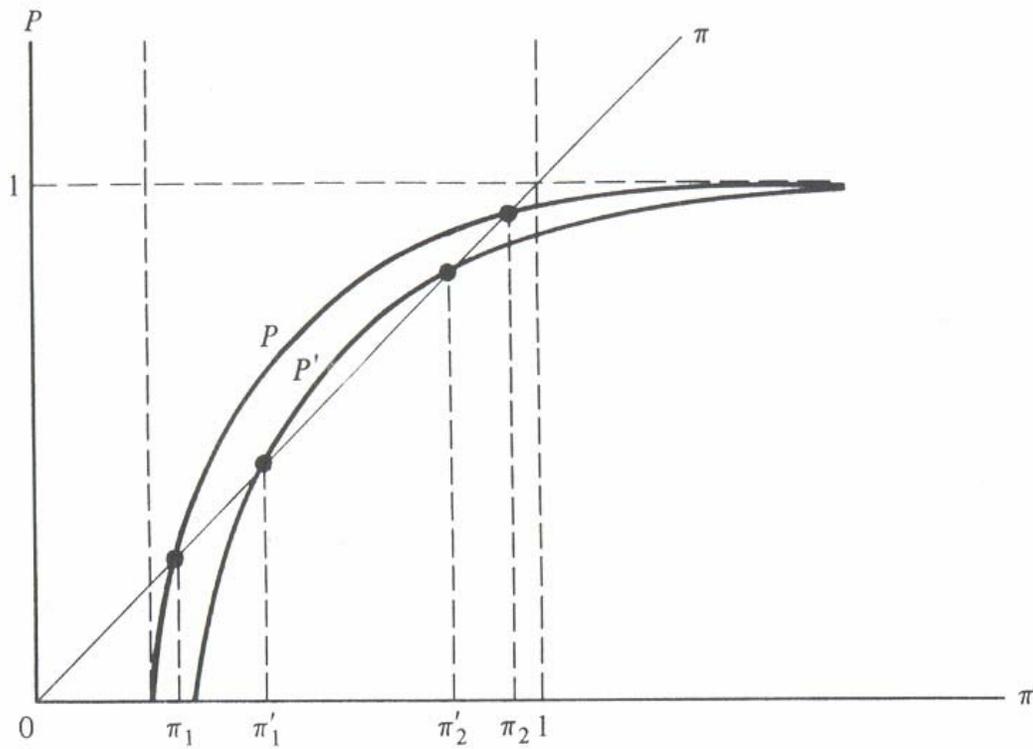
A localização precisa de P na curva depende do valor de $g(\pi)$, que é proporcional a $x [(B/T)/R]$, como nos mostra a equação (3). Podemos mover a curva P para baixo, *ceteris paribus*, aumentando T ou reduzindo-se B/R ou x . No gráfico (2) temos uma nova curva P' , nessa nova situação podemos supor a existência de um T suficientemente alto para impedir a intersecção da curva P com a linha de 45° , chegando-se a situação de não equilíbrio com $\pi > 0$. Isso nos leva a hipótese II:

II – (Condições para existência de um único ponto de equilíbrio com $\pi = 0$)

Para cada valor de B/R (relação ente dívida pública e reservas) e x (o tamanho da desvalorização esperada), há sempre um prazo médio da dívida T^ , tal que $T > T^*$ onde apenas existe um ponto de equilíbrio que*

$\pi = 0$ na qual a crise de confiança nunca ocorre. Esse vencimento crítico T^* é tanto maior quanto mais altos forem B/R e x .

GRÁFICO II



Assim com um prazo médio da dívida pública no valor crítico T^* , a desvalorização nunca ocorrerá: se o público acredita que ela ocorrerá, os fatos mostrarão que estão errados. Em outras palavras, o estado C de crise de confiança não é longo suficiente para se tornar uma situação racional de equilíbrio. O vencimento crítico T^* é um valor de T em que a curva P é tangenciada pela linha de 45° , nesse ponto a tangente da curva é igual a 1. Formalmente, isto implica que T^* satisfaz ambas condições de equilíbrio na equação (3) e também a condição de tangência:

$$dP(\alpha g(\pi) > 1) / d\pi = 1 \quad (4)$$

Ao solucionar as equações (3) e (4) para T e π , chega-se ao vencimento crítico T^* e a sua probabilidade de desvalorização π^* . Diferenciando-se a probabilidade $P(\cdot)$ em $\pi = \pi^*$, chega-se à conclusão que T^* é tão maior quanto mais altas forem as relações dívida/reservas (B/R) e as expectativas de desvalorização x :

$$\partial T^* / \partial (B/R) \Big|_{\pi = \pi^*} = T^* / (B/R) > 0$$

$$\partial T^* / \partial x \Big|_{\pi = \pi^*} = T^* / (\sigma\pi + 1/x) > 0$$

O modelo Giavazzi e Pagano aponta então três caminhos para o Banco Central combater crises de confiança:

- 1) O Tesouro deve evitar concentrar “bolhas” de vencimento de dívida pública em determinados períodos, o ideal é procurar manter com certo padrão de estabilidade o volume a ser renovado por período. Isso não foi

levantado pelo modelo, pois se assume que os vencimentos são constantes na relação B/T . Se o modelo assumisse que os vencimentos de dívida não fossem constantes por unidade de tempo, a probabilidade de desvalorização (condição de crise de confiança) iria oscilar, aumentando e diminuindo de acordo com o volume a vencer (pois não teríamos um B/T constante na função $g(\pi)$). Graficamente a curva P se deslocaria para cima quando tivéssemos vencimentos maiores e para baixo quando ocorressem vencimentos menores. Nessa situação, o mercado anteciparia os momentos de fraqueza do Banco Central, que ocorreriam quando o Tesouro tivesse que renovar grandes volumes de dívida.

2) O Tesouro pode aprimorar sua resistência a crises de confiança, desenvolvendo um mercado de títulos públicos denominados em moeda estrangeira. Assim, no momento de crise de confiança teria outra saída do que vender títulos com taxas de juros maiores. Contudo, esse mercado deveria ser grande o suficiente para absorver grandes montantes desses títulos em momentos de crise de confiança.

3) O Banco Central poderia fortalecer a sua posição contra ataques especulativos, assegurando-se que outros Bancos Centrais colaborariam emprestando reservas nos momentos de crise. Assim, Bancos Centrais estrangeiros abririam uma linha de crédito a ser utilizada nos momentos de crise, de forma que teríamos além das reservas R um montante L a ser adicionado na condição de equilíbrio. Isso na prática deslocaria a curva P para baixo em relação ao momento em que $L=0$.

As duas últimas sugestões vão à direção de eliminar assimetrias entre o setor público e privado no acesso ao mercado internacional. A redução dessas assimetrias reduz a chance de sucesso do ataque especulativo.

Vale ressaltar o momento em que esse modelo foi desenvolvido por Giavazzi e Pagano no início da década de 90, onde alguns países europeus viveram na prática essa situação de tentar manter um câmbio fixo e ao mesmo tempo conviver com uma alta dívida pública, a consequência disso foi um grande sacrifício econômico muitas vezes inútil, pois os mesmos foram levados ao abandono da paridade ou ao controle de capitais.

2.2. O Modelo de Calvo e Guidotti

Analisaremos agora o modelo desenvolvido por Guillermo A. Calvo e Pablo E. Guidotti, diferenciando-se do modelo anterior (Giavazzi e Pagano), este modelo introduz a idéia da utilização de diferentes indexadores (no caso a possibilidade de indexar parte ou toda dívida por um índice de preços) na composição dos títulos da dívida pública, bem como a maximização de diferentes estruturas de vencimento.

A única fonte de incerteza (variável exógena) é o gasto do governo e a restrição do modelo refere-se a uma perda social no tocante à carga tributária e à magnitude da inflação. Cada governo pode, através de suas políticas econômicas, alterar a ação dos governos subsequentes.

O modelo é definido através de três períodos independentes, assim, no primeiro período (G0), o governo pode limitar a ação dos governos no período 1 (G1) e no período 2 (G2), o segundo governo (G1) influencia também

o terceiro (G2). Considera-se o gasto do governo uma variável aleatória apenas em G0, não sendo fator de incerteza nos demais períodos.

A dívida indexada é um instrumento útil, pois evita o uso da inflação como fator de diminuição do valor real da dívida, contudo a idéia de indexação total, não é a solução ideal, pois poderia significar um aumento de tributos, no caso o governo não teria o benefício do imposto inflacionário, não há uma solução trivial na busca do bem estar social.

No modelo com dois períodos, temos que a dívida B é deixada para o transferida do período 0 (G0) para o termo seguinte 1 (G1), com a seguinte restrição orçamentária:

$$(1) \quad T = G + (1-a) B (1+i^*) + a [(1+i)/(1+\Delta P)] B - H [\Delta P/(1+\Delta P)],$$

onde:

T= receita proveniente de impostos

G= gastos governamentais (variável exógena)

B= estoque da dívida

i^* = taxa de juros internacional

i = taxa de juros doméstica

a = parcela da dívida não indexada

ΔP = taxa de inflação

$H [\Delta P/(1+\Delta P)]$ = imposto inflacionário incidente sobre saldos monetários reais

Focando-se no período 1, temos que as variáveis a , B , i^* e i são predeterminadas, as variáveis ΔP (taxa de inflação) e T (impostos) estão em princípio sob controle do governo no período 1, sujeitas à restrição orçamentária definida na equação (1). Assumimos que essas duas variáveis foram definidas

por G_0 . Temos então que a única variável aleatória no período 0 é G , apesar ser desconhecido no período 0, o governo sabe sua distribuição de probabilidade.

Temos então, que o objetivo do governo (G_0) é maximizar o bem estar social (social welfare), assim temos uma função negativa de impostos e inflação, que seria a perda de bem estar social (L), busca-se então minimizar a função perda de bem estar social:

$$(2) L = E(bT^2 + \Delta P^2)/2$$

Onde b é uma parâmetro positivo e E é o operador de esperança baseada nas informações disponíveis no período 0, que assumimos por hipótese cobrir todo modelo, com exceção do gasto do governo (G).

A função (2) mostra que apesar dos impostos e da inflação representares perdas no tocante bem estar social, essas variáveis são necessárias para o financiamento dos gastos do governo.

Analisaremos agora duas situações distintas, na primeira o governo pode em G_0 controlar completamente a ação no segundo período G_1 , nesse caso o governo no período 0 deve minimizar a função (2) escolhendo a proporção a (parcela da dívida não indexada) e escolhendo $i(G)$ e $\Delta P(G)$ (no caso consideramos a taxa de juros a inflação como função de G) e, sujeito à restrição orçamentária (1):

$$(3) E\{[1 + i(G)] / [1 + \Delta P(G)]\} = 1 + i^*$$

No caso a última condição é equivalente a dizer que os investidores estão com risco neutro (risk-neutral) em termos de produto.

Olhando o problema temos que a solução ótima exibe T e ΔP constantes. No caso se a base do imposto inflacionária é 0, a inflação ótima é 0 também e $i(G)$ é escolhido mantendo-se T constante e sujeito a restrição orçamentária (1).

$$(4) T = G^e + B(1+i^*)$$

onde G^e é o gasto esperado pelo governo.

No caso se considerarmos $i^*=0$, temos que os impostos são definidos a fim de financiar os gastos (G) e o pagamento da dívida (B), temos ainda que a taxa de juros nominal varia de forma inversa ao desvio do gasto realizado em relação ao esperado, assim se no período 0 $G > G^e$ e o grau de indexação é maior que zero, a taxa de juros i deve ser menor na medida que o gasto do governo aumentar.

Admitimos no modelo que a taxa de juros i da dívida não indexada é fixa, a solução do modelo passa a ser a otimização da taxa de inflação (ΔP) e da arrecadação de impostos (T), ambos como função de G :

$$(5) \Delta P(G) = \left\{ \frac{b(aB+H)}{1+B(aB+h)^2} \right\} (G-G^e) + \left[\frac{bH}{(1+bH)^2} \right] (G^e+B)$$

$$(6) T(G) = \left\{ \frac{1}{1+b(aB+H)^2} \right\} (G-G^e) + \left[\frac{1}{(1+bH)^2} \right] (G^e+B)$$

Notamos que a segunda parte da equação (6) corresponde ao imposto explícito, no caso G assumindo seu valor esperado supondo $i^*=0$, esse imposto corresponde à solução da equação (4).

Temos também que o segundo termo da equação (5) é bH vezes maior que o segundo termo da equação (6), isso leva-nos à conclusão que quando a taxa de juros nominal que incide sobre os títulos não indexados é independente de G , resta como única opção ao governo para estabilizar a magnitude dos impostos, utilizar-se da taxa de inflação. Nessa situação, no período 0 tentará maximizar a base do imposto inflacionário com a menor taxa de inflação possível. Para essa solução, o grau de indexação deverá ser igual a zero, pois a base do imposto inflacionário (terceiro termo da equação (1)) é função inversa da indexação.

Introduzindo as soluções de (5) e (6), na função de perda de bem estar social (2) temos :

$$(7) L(\sigma G, c) = (b/2) \{ \sigma G^2 / [1 + b(aB + H)^2] + [1 / (1 + bH)^2] (G^e + B)^2 \}$$

Essa função (7) mostra, que no ponto de otimização, a perda social é diretamente proporcional variância do valor esperado do gasto do governo (σG^2), assim o governo sendo devedor líquido, a relação a respeito ao grau de indexação é indeterminada, existindo uma única solução ótima, para o caso em que o grau de indexação deve ser zero ($a=1$).

No caso de G_0 não controlar completamente a ação de G_1 (comprometimento parcial), a inflação predeterminada em (5), pode por questão

de credibilidade, tornar-se inconsistente. Sendo assim necessário se redefinir (5) e (6), de forma não estar comprometido em G1 a inflação definida por G0, inserimos assim aB na segunda parte das equações

$$(8) \Delta P(G) = \{b(aB+H) / [1+B(aB+h)^2]\} (G-G^e) + \{b(aB+H) / [(1+bH)(aB+H)]\} (G^e+B)$$

$$(9) T(G) = \{1 / [1 + b(aB+H)^2]\} (G-G^e) + [1 / bH(aB+H)] ((G^e+B))$$

Quando trabalhamos com plena indexação (a=0), as equações (8) e (9) geram a mesma solução apresentadas nos casos de comprometimento pleno (definidas nas equações (5) e (6)), a indexação poderia ser então o substituto ideal do comprometimento perfeito (sendo de fato uma forma de comprometer a ação dos governos futuros). Contudo quando analisamos a perda de bem estar social notamos que no caso é maior que a apresentada em (7):

$$(10) L(\sigma G, c) = (b/2) \{ \sigma G^2 / [1+b(aB+H)^2] + \{ [1+b(aB+H)^2] [1+bH(aB+H)]^2 \} (G^e+B)^2$$

Notamos assim, que quando há indexação, a perda social de (10) é maior que a de (7).

O modelo para um análise de três períodos é parecido, no caso o governo no período 0 deixa para as administrações subseqüentes uma dívida de no montante B, sendo uma parcela B1 para G1 e uma parcela B2 para G2, onde B= B1+ B2,. Novamente a taxa de juros nominal é uma variável independente de G, mas nessa hipótese de mais um período é definida como i1 para 1 e i2 para 2

(visando a simplificação do modelo consideraremos a taxa internacional de juros (i^*) constante).

Considerando-se a hipótese que G_0 pode comprometer totalmente G_1 e G_2 , a restrição orçamentária do governo no período 0 seria:

$$(11) T_1 + T_2 = G + B + aB_1(i_1 - \Delta P_1) + aB_2(i_2 - \Delta P_1 - \Delta P_2)$$

onde G é a soma dos gastos em 1 e 2 e ΔP_1 e ΔP_2 são as taxas de inflação para cada um dos respectivos períodos.

A função de perda social é semelhante a definida em (2)

$$(12) L = E(bT_1^2 + \Delta P_1^2 + bT_2^2 + \Delta P_2^2) / 2$$

Para a otimização do modelo, devemos minimizar a função L respeitando a inflação (ΔP) e a restrição orçamentária T , dada a condição de não arbitragem de juros ($E(i_1 - \Delta P_1) = 0$) e ($E(i_2 - \Delta P_1 - \Delta P_2) = 0$).

As soluções ótimas para T e ΔP , considerando a demanda por saldos reais igual a zero ($H=0$), seriam

$$(13) T_1 = T_2 = T(G) = (G - G^e) / [2 + b(aB_1)^2 + b(aB_2)^2] + (G^e + B) / 2$$

$$(14) \Delta P_1(G) = baB_1 (T - ET)$$

$$(15) \Delta P_2(G) = baB_2 (T - ET)$$

A equação (13) mostra que na solução ótima os impostos devem ser estáveis ao longo do tempo (desde que a taxa de juros real seja igual a taxa de desconto). Mais adiante, notamos pelas equações (14) e (15) que há uma

correlação positiva entre gastos do governo e impostos, e a relação entre gastos do governo e inflação depende, como no modelo com dois períodos, do sinal do imposto inflacionário (aB) para cada período.

Pelas equações (12), utilizando-se (13)-(15), a função de perda social no período 0 fica da seguinte forma:

$$(16) \quad L(\sigma G, c) = \frac{(b/2)\{\sigma G^2 / [2+b(aB)^2+b(aB2)^2] +(G^e+B)^2 \}}$$

Como no modelo anterior com dois períodos a indexação ótima é zero ($a=1$), nesse cenário podemos acrescentar além disso, que uma parte ou o total da dívida pode ser repassada para o período 2, assim a estrutura ótima de vencimento seria da totalidade da dívida vencendo no segundo período ($B2$ em (15) é igual a B em (14), permitido assim um imposto inflacionário uniforme nos dois períodos.

Como no modelo com dois períodos, quando introduzimos a incerteza, a estrutura do mercado em (16) fica incompleta, não se permitindo a emissão de títulos como função da taxa de juros ser função do gasto do governo, assim o perfil de vencimento da dívida passa a ser uma variável relevante, temos então que a parcela da dívida repassada ao período 2, exerce um papel análogo ao do grau de indexação (a política ótima resulta de combinar o estabelecimento do $B2$ máximo, com grau de indexação igual a zero. Analisando a equação (13) temos que um aumento de $B2$ a custa de $B1$, aumenta a base inflacionária no

período 2, permitindo obter os mesmos resultados de T com menores flutuações de $\Delta P2$ (ou ainda reduzir a flutuação de T com a mesma trajetória de $\Delta P2$).

Utilizando a mesma sistemática do modelo com dois períodos, levantaremos as soluções com o comprometimento parcial dos governos seguintes. Nesse caso o G0 não pode comprometer G1, este porém, pode definir o gasto de G2, chegamos então as seguintes soluções ótimas:

$$(17) \quad T(G) = (G - G^e) / [2 + b(aB)^2 + b(aB2)^2] + (G^e + B) / 2$$

$$(18) \quad \Delta P1(G) = baB T$$

$$(19) \quad \Delta P2(G) = baB2 T$$

(20) Com essas soluções, a função perda social de G0 fica assim:

$$(21) \quad L(\sigma G, c) = (b/2) \{ \sigma G [2 + b(aB)^2 + b(aB2)^2] + [2 + b(aB)^2 + b(aB2)^2] + (G^e + B)^2 / 4 \}$$

No caso se não tivermos incerteza, no período 0 G0 tenderia a indexar totalmente a dívida, eliminando a possibilidade de seus sucessores utilizarem o imposto inflacionário. A solução alternativa (*second best*) seria deixar toda dívida no curto prazo, produzindo B2 da equação (21) igual a zero.

Introduzindo a incerteza, em G0, a solução ótima tende a permitir que G1 e G2 façam uso do imposto inflacionário (no caso a magnitude da inflação em (18) e (19), por conseguinte G0 terá que controlar a base do imposto

inflacionário através da indexação de parcela da dívida, chegamos então a política ótima com uma dívida de longo prazo e parcialmente indexada por um índice de preços

O modelo mostra assim o comprometimento entre vários governos na administração da política econômica, assim com comprometimento total, a indexação da dívida e a estrutura de vencimentos são substitutos perfeitos (podemos então trocar vencimentos alongamentos dos títulos, por indexação de modo a deixara arrecadação estável). Contudo quando o comprometimento não é total devemos utilizar tanto a indexação quanto o grau de alongamento de modo a chegamos a uma situação de otimização.

3. A CRISE SEM *DEFAULT*

3.1. A Ruptura da Política Cambial

O período estudado nessa dissertação abrange os anos de 1995 até 1998, mas esse objetivo não seria completo se não descrevêssemos os mês de janeiro de 1999, exatamente o primeiro mês do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Assim nessa ocasião o Brasil abandona a política cambial que vinha sendo praticada desde de 1995, pelas autoridades monetárias brasileiras. Até então cambio oficialmente livre, sofria desvalorizações graduais por meio de um sistema de bandas cambiais e leilões de spread através das instituições financeiras *dealers* no câmbio. Havia então definida uma banda larga com limite máximo e mínimo de cotação para a moeda, dentro dessa banda o Banco Central atuava comprando e vendendo dólares americanos, de modo a todo mês desvalorizar a moeda de maneira gradual. Essas intervenções refletiam diretamente nas reservas cambiais brasileiras, de modo que em momento de influxo de recursos o Banco Central comprava dólares aumentando suas reservas e nos momentos de demanda pela moeda estrangeira as vendia. Tudo isso era executado de modo sistemático e transparente de modo que dentro da banda larga ainda existia uma intrabanda de atuação de modo a não haver flutuações bruscas na taxa.

A política monetária do período era ajustada a essa metodologia, de modo que em momento de crise externa, como do México em 1995 e da Ásia em 1997, os juros eram subitamente aumentados de modo a funcionar com incentivo ao influxo de capitais.

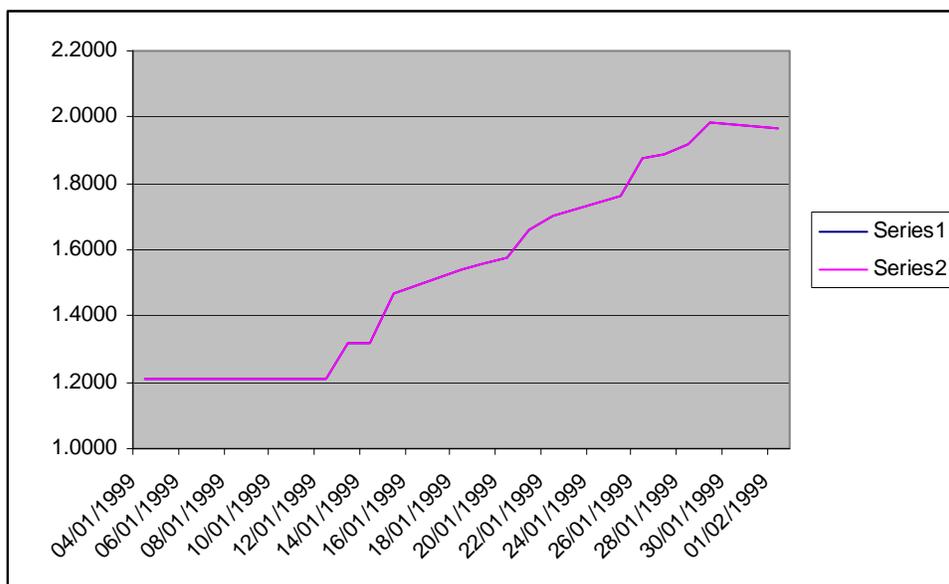
Com a crise Russa em agosto de 1998 não foi diferente, contudo como descrito no capítulo anterior, as receitas rotineiras de majoração nos juros

não foram suficientes, assim o Brasil recorreu ao auxílio do Fundo Monetário Internacional-FMI. Essa saída também não representou um alívio, pois após acumular US\$ 71,2 bilhões de reservas cambiais em abril de 1998, receber o primeiro desembolso do FMI no valor de US\$9,3 bilhões (referentes a primeira parcela), o país chega a dezembro de 1998 com apenas US\$ 44 bilhões de reservas cambiais.

Com esse cenário delineado, o início de 1999 é marcado pela iminência de desvalorização cambial, diante da fuga de capitais o Banco Central altera a sistemática de flutuação no dia 13/01/1999, nesse dia o Real sofre uma desvalorização imediata de 7,7%, passando de R\$ 1,20 para R\$1,32 por dólar, a partir daí a cada três dias, essa banda se alteraria segundo uma sistemática de difícil compreensão. A cotação permaneceu no teto da banda em 14/01/1999, o a saída de reserva alcançou US\$ 3,2 bilhões em um dia, com isso o Banco Central abandona definitivamente esse sistema no dia 15/01/1999, deixando de intervir na cotação e permitindo a livre flutuação, no caso neste mesmo dia a cotação atingiu R\$1,50 por dólar. Oficialmente o Banco Central passou a adotar a o regime da livre flutuação cambial no dia 18/01/1999.

Cotação Dólar Comercial (PTAX) em Janeiro de 1999

| | |
|------------|--------|
| 04/01/1999 | 1.2078 |
| 05/01/1999 | 1.2085 |
| 06/01/1999 | 1.2096 |
| 07/01/1999 | 1.2101 |
| 08/01/1999 | 1.2104 |
| 11/01/1999 | 1.2109 |
| 12/01/1999 | 1.2114 |
| 13/01/1999 | 1.3193 |
| 14/01/1999 | 1.3194 |
| 15/01/1999 | 1.4659 |
| 18/01/1999 | 1.5384 |
| 19/01/1999 | 1.5580 |
| 20/01/1999 | 1.5735 |
| 21/01/1999 | 1.6602 |
| 22/01/1999 | 1.7049 |
| 25/01/1999 | 1.7606 |
| 26/01/1999 | 1.8770 |
| 27/01/1999 | 1.8886 |
| 28/01/1999 | 1.9206 |
| 29/01/1999 | 1.9832 |
| 01/02/1999 | 1.9638 |



fonte: Banco Central

3.2. Aplicações dos modelos ao período 1995-1998

Notamos que a ruptura do modelo vigente se deu através do câmbio, com isso apesar da deterioração da relação dívida/PIB, não houve confisco, mudança de regra muito menos *default* sobre os títulos públicos brasileiros. Encontramos a justificativa para esse comportamento em Bevilaqua e Garcia (2002) onde os autores ressaltam alguns fatores estruturais da dívida brasileira que permitiram essa situação:

a) Viés Caseiro (home-bias) da dívida brasileira, ou seja, apenas uma pequena parcela da dívida pertencem a investidores estrangeiros. Os autores ressaltam que apesar a dificuldade de se estimar a parcela da dívida nas mãos de investidores estrangeiros, estima-se que no final de 1998 era inferior a US\$ 15 bilhões (nesse período a quantidade de títulos em poder do público era de R\$ 330 milhões ou aproximadamente U\$ 300 milhões ao redor de 5% do total), esse número foi reduzido ainda mais após a desvalorização de 1999. Dados do FMI estimam em 20% o total de títulos pertencentes a não residentes nos países industrializados.

b) O Gerenciamento da intermediação da dívida bem estruturado, através dos Bancos e dos Fundos (administrados pelos próprios Bancos), de foram a interagirem como parceiros na rolagem da dívida pública. Esse fator deve-se a herança do período inflacionário onde tanto onde ocorria uma dependência de ambas as partes na rolagem da dívida, do modo que quando o Tesouro ou Banco Central não conseguiam vender títulos e o mercado ficava na situação chamada *undersold* (com dinheiro sobrando e sem títulos), a autoridade monetária não exitava em rolar diariamente a dívida de modo a evitar perdas ao

Bancos. Da mesma forma da situação inversa *oversold* (o mercado com excesso de títulos e sem reservas para financiá-los) o Banco Central recomprava os títulos em operações também diárias.

Nessa mesma linha temos o estudo de Leite e Arvate (2002), demonstrando que essa boa articulação entre setor público, instituições financeiras e agentes privados, permitiu que a dívida pública funcionasse como uma reserva de valor da moeda, de forma que mesmo nos anos de correção monetária negativa, a alocação de riqueza dos agentes privados em títulos públicos sempre foi crescente.

c) Alocação de Portfolio: depósitos compulsórios, margens de garantia nas Bolsas, restrições legais e altas taxas de juros. Todos esse fatores também devem ser considerados de maneira conjunta como fomentadores de uma demanda constante por títulos públicos, por exemplo em Março de 1995 42% dos títulos públicos estavam depositados como depósitos compulsórios.

Assim mesmo diante de uma crise de confiança e uma deterioração das contas públicas notamos um alongamento no prazo médio da dívida:

Prazo Médio do Títulos Públicos

| Ano | Mês | Prazo (dias) |
|-------------|------|--------------|
| 1995 | Jan | 157 |
| | Fev | 161 |
| | Mar | 216 |
| | Abr | 218 |
| | Mai | 215 |
| | Jun | 212 |
| | Jul | 205 |
| | Ago | 210 |
| | Set | 208 |
| | Out | 206 |
| | Nov | 200 |
| | Dez | 192 |
| 1996 | Jan | 183 |
| | Fev | 177 |
| | Mar | 184 |
| | Abr | 177 |
| | Mai | 264 |
| | Jun | 259 |
| | Jul | 254 |
| | Ago | 242 |
| | Set | 245 |
| | Out | 241 |
| | Nov | 240 |
| | Dez | 241 |
| 1997 | Jan | 245 |
| | Fev | 251 |
| | Mar | 257 |
| | Abr | 269 |
| | Mai | 268 |
| | Jun | 270 |
| | Jul | 285 |
| | Ago | 277 |
| | Set | 430 |
| | Out | 443 |
| | Nov | 438 |
| | Dez* | 1372 |

Fonte: Bacen

*devido a emissão de LFT-A de 15anos e
NTN-A3 de 26 anos no processo de
renociação com os Estados

Essa estratégia está de acordo com o modelo de Calvo e Guidotti, onde o alongamento da dívida é adequado, em caso do estoque se elevar para aproximadamente 50% do PIB, como era a situação brasileira na época. Contudo esse alongamento foi possível com o aumento na proporção de títulos indexados para quase 100% da dívida, mas diferentemente do que demonstra o modelo a indexação brasileira se deu em 60% através de um título indexado a própria taxa de juros a LFT e não através de títulos indexados a taxa de inflação.

O receituário defendido por Giavazzi e Pagano (1990) a fim de se diminuir a crise de confiança: a) alongamento da dívida pública e evitar concentração nos vencimentos, b) criação de um mercado de títulos públicos indexados a moeda estrangeira, c) busca de auxílio externo a fim de fortalecer a posição de reservas cambiais; foi amplamente utilizado pelas autoridades.

De modo, que tínhamos no final de 1998, alongado o vencimento da dívida, 20% dessa era composta de títulos indexados ao dólar americano e buscamos auxílio financeiro do Fundo Monetário Internacional (FMI). Assim a desvalorização não foi evitada mesmo com todos esses fatores totalmente em concordância com o modelo de Giavazzi e Pagano (1990).

Mesmo com esse discurso não podemos considerar o Brasil perdedor completo nesse episódio, pois apesar da desvalorização cambial, o então quase certo *default* na dívida pública não ocorreu, não ocorreu também a mudança de regras muito comum nas décadas de 70 e 80, assim todos os

contratos foram honrados de forma que as perdas com a desvalorização ficaram essencialmente com o setor público. Como notamos com os números abaixo.

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO

| Discriminação | 1998-Dezembro | | 1999-Janeiro | | 1999-Fevereiro | |
|---------------------------------------|---------------|--------|--------------|--------|----------------|--------|
| | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB | Saldo | % PIB |
| Dívida Líquida Total | 385.870 | 42,40% | 479.089 | 51,20% | 496.145 | 51,40% |
| A- Dívida Interna | 328.693 | 36,10% | 369.431 | 39,50% | 380.818 | 39,50% |
| Governo Federal e Banco Central | 192.455 | 21,10% | 225.470 | 24,10% | 232.909 | 24,10% |
| Governos Estaduais e Municipais | 124.757 | 13,70% | 129.893 | 13,90% | 132.845 | 13,80% |
| Empr. Estatais e Ag. Descentralizadas | 11.481 | 1,30% | 14.069 | 1,50% | 15.066 | 1,60% |
| B- Dívida Externa | 57.177 | 6,30% | 109.658 | 11,70% | 115.327 | 12,00% |
| Governo Federal e Banco Central | 38.812 | 4,30% | 80.047 | 8,60% | 84.915 | 8,80% |
| Governos Estaduais e Municipais | 6.148 | 0,70% | 10.160 | 1,10% | 10.448 | 1,10% |
| Empr. Estatais e Ag. Descentralizadas | 12.216 | 1,30% | 19.450 | 2,10% | 19.964 | 2,10% |

1\ PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado.

Deflator: IGP- DI centrado, média geométrica das variações do IGP-DI no mês e no mês seguinte.

Fonte: BACEN

CONCLUSÃO

Através do estudo constatamos que, até a década de 90, a dívida pública não era encarada como uma fonte perene de financiamento do Estado, e no mesmo sentido os agentes econômicos não confiavam na credibilidade desses títulos. A história provou que, na maioria das vezes, eles estavam certos pois durante o período inflacionário as autoridades nunca hesitaram em lançar mão de confiscos, compulsórios ou mudanças em metodologias previamente pactuadas. Assim, juntando esse comportamento com o efeito da senhoriagem, característica de inflações altas e a indexação dos tributos, sem sua contrapartida na indexação das despesas, permitiram ao governo manter a dívida pública interna sob relativo controle. O mesmo não podemos dizer no tocante à dívida externa, principal preocupação das autoridades econômicas nos anos 80.

O legado positivo deixado pelas autoridades monetárias nesse período de 1964 até 1994, foi à parceria entre Banco Central, Tesouro e instituições financeiras, de modo mesmo com uma correção monetária total 90% menor que a inflação nesses 20 anos, os títulos públicos não deixaram de ser considerados papéis de baixíssimo risco, representando uma proteção eficiente contra a altíssima inflação. Assim as autoridades não exitavam em criam novos títulos de modo a satisfazer a demanda das instituições privadas, junto disso uma garantia de recompra, mesmo que informal, garantiam uma demanda cativa. Assim a importância da dívida pública interna cresceu durante esse período.

A estabilidade inflacionária vinda com o Plano Real mudou esse cenário de extrema indexação. O estudo nos mostrou que algumas das premissas básicas do Plano Real, como o câmbio fixo e a livre movimentação de capitais, nos colocavam em uma situação de vulnerabilidade a crises de confiança. O modelo Giavazzi e Pagano (1990) mostra que esse modelo apresenta falhas e que, em caso de crises de confiança, a dívida pública pode apresentar crescimento não sustentado ou o abandono da paridade cambial.

O Brasil viveu essas duas conseqüências: o crescimento da dívida pública e em Janeiro de 1999 o abandono do câmbio fixo, optando-se pelo flutuante. As autoridades buscaram, durante esses anos, a manutenção do modelo, seguindo duas receitas sugeridas por Giavazzi e Pagano (1990), assim aumentou-se a concentração de títulos públicos indexados à variação cambial de 5.3% do total em 1995 para 21% em 1998. Também se buscou, como sugerido, no modelo a ajuda internacional, via FMI, visando a recomposição de reservas. A única sugestão não seguida pelo Banco Central, foi o alongamento e a pulverização nos vencimentos dos títulos pois é claro que as condições de mercado não permitiram essa possibilidade. O modelo não leva em conta que, com o aumento da concentração dos títulos cambiais no total da dívida, pode levar aos agentes econômicos uma desconfiança ainda maior, a respeito da sua solvência. Isso o Brasil acabou enfrentando no final de 1998, pois apresentava uma dívida superior a 42% do PIB e uma grande concentração de títulos indexados ao dólar. Assim muito se indagou, nesse período, sobre a possibilidade de um *default* na dívida interna.

O ponto talvez mais crítico para a manutenção, no caso brasileiro, do modelo Giavazzi e Pagano, seria a premissa de equilíbrio das contas públicas, de modo que o déficit primário é igual ao pagamento dos juros da dívida (o principal enfoque seria apenas a rolagem da dívida preexistente), como vimos a situação das contas públicas nesse período era justamente um dos pontos mais vulneráveis da nossa economia. No primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, as NFSP apresentaram números desfavoráveis durante todo o período estudado (1995-1998), sendo que as despesas com juros ficaram na média superiores a 4% do PIB, no conceito primário reverteu-se o superávit existente até 1995, apresentando-se déficits em 1996 e 1997, zerando-os apenas em 1998. Assim o equilíbrio das contas públicas não foi uma marca dessa administração, e o dinheiro arrecadado com grande volume de privatizações apenas atenuou os efeitos dos altos juros reais praticados no período.

Apesar desse cenário, o governo conseguiu administrar da dívida e até aumentar o prazo médio do seu vencimento, através da colocação de títulos pós-fixados, não aqueles descritos no modelo de Calvo e Guidotti, indexados a inflação, mas basicamente a um título indexado a própria taxa de juros (LFT), mostrando mais uma vez a boa articulação entre sistema financeiro e governo, de forma a evitar perdas ao mercado financeiro, tendo com contrapartida a boa aceitação aos títulos públicos.

O aumento da dívida indexada foi então a consequência dessa situação de incerteza, de modo que os agentes trocaram a dívida nominal por dívida indexada em um momento de inflação baixíssima. O modelo de Calvo e Guidotti descreve a indexação e o perfil de vencimento como substitutos, sendo

esses instrumentos são importantes de modo a aumentar a credibilidade da política econômica.

Um fato que o modelo não leva em consideração seria a demanda pelos títulos, assim no caso brasileiro, a indexação total da dívida no final de 1998, não era apenas fruto da busca por credibilidade da política econômica, mas muito em parte da falta de demanda por títulos prefixados e a necessidade dos agentes em buscarem outras alternativas mais seguras de investimento.

A conjunção de crise de confiança quanto a política cambial com o aumento constante nas taxas de juros, produziu um perfil de dívida interna, onde 100% era pós-fixada, sendo 70% indexado por juros (LFT) e 21% ao câmbio (NTN-D). Após o abandono do câmbio fixo no início de 1999 e ocorre uma deterioração ainda maior das contas públicas. Chega-se então a pior situação fiscal da década, onde a dívida total passa de 42,4% do PIB em dezembro de 1998 para 51,20% do PIB em Janeiro de 1999.

No entanto, a parceria entre autoridade monetária e instituições financeiras, já estava devidamente consolidada ao longo destes 25 anos. Assim não deixou de se honrar os compromissos assumidos através da dívida pública, todos os papéis indexados ao câmbio foram integralmente pagos, representando um enorme prejuízo aos cofres públicos. Através dessa sistemática a crise de confiança não representou um *default* na dívida interna. Não é possível se mensurar as consequências de um possível calote neste momento, o que podemos afirmar, que esse cenário não foi construído apenas como fruto da política daqueles anos ou meses, mas através de décadas onde sempre foi mais fácil o poder público arcar com o prejuízo, sendo ele seu causador ou não.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

AFFONSO, Rui de Britto Álvares; SILVA, Pedro Luiz Barros (Org.). *Reforma Tributária e Federação*. São Paulo: FUNDAP: Editora da Universidade Estadual Paulista, 1995.

ANDIMA. *Séries históricas da dívida pública brasileira*. 1994.

_____. *Estudos Especiais. Selic*. Dezembro 1995.

ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. *Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil. Aspectos históricos e Operacionais*. Rio de Janeiro, abril de 2001.

BANCA D'ITALIA. *Supplements to the Statistical Bulletin. Monetary and Financial Indicators*. Year X, Number 47, 8 September 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O Banco Central e sua Relação com o Tesouro Nacional*. Brasília. 1994.

_____. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Brasília, vários números.

_____. *O Banco Central e sua Relação com o Tesouro Nacional - II*. Brasília, 1994.

_____. *Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público*. Agosto de 1999.

_____. *Finanças Públicas. Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e Glossário de Instrumentos e Normas Relacionadas à Política Econômico-Financeira*. Ed. Revisada. Brasília, junho de 2000.

BEVILACQUA, Afonso S.; GARCIA, Márcio G. P. Banks, Domestic Debt and Crises: The Recent Brazilian Experience. *In Revista de Economia Política. Brazilian Journal of Political Economy*. Volume 22, n. 4 (88). Editora 34, outubro-dezembro/2002.

BIASOTO JR., Geraldo. *Dívida externa e déficit público*. Brasília: IPEA, 1992.

_____; MUSSI, Carlos Henrique F. *Anos noventa: de novo o déficit quasi-fiscal*. Texto apresentado ao IX Seminário Regional de Política Fiscal, promovido pela CEPAL, Santiago do Chile, janeiro de 1997.

BRANDÃO, Carlos. A dívida pública interna, seus problemas e soluções – parte II. *Conjuntura Econômica*. Novembro de 1989.

CALVO, Guillermo A.; GUIDOTTI, Pablo E. Indexation and maturity of government bonds: an exploratory model. In: *DORNBUSCH, R. DRAGHI, M. (eds). Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, 1990.

CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa – Memórias 2*. 4ª edição revista e atualizada, Rio de Janeiro: Topbooks, (sem data).

CARVALHO, Carlos Eduardo. Finanças Públicas e Estabilização no Plano Real: Uma Reinterpretação. In *Textos para discussão 04/2001. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política. Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Administração*. PUC –SP.

CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. *A economia brasileira em marcha forçada*. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CISESKI, Pedro Paulo. Déficit gêmeos no Brasil: mito ou realidade? In: *Pesquisa & Debate*. Volume 13, n. 1 (21), 2002.

DORNBUSCH, Rudiger. *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

FINANÇAS PÚBLICAS. Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização. Glossário de Instrumentos e Normas Relacionadas à Política Econômica-Financeira (edição revisada). Diretoria Colegiada-Departamento Econômico (Depec). Banco Central do Brasil. Brasília, junho de 2000.

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

_____. *A inserção externa e o desenvolvimento*. Banco Central do Brasil, 16.06.1996.

_____. *O desafio brasileiro: ensaios sobre o desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: Ed. 34, 1999.

FROYEN, Richard. *Macroeconomia*. Tradução de Esther E. H. Herskovitz; Cecília C. Bartalotti. Revisão técnica de Roland Veras Saldanha Jr. São Paulo: Saraiva, 1999.

GAROFALO FILHO, Emilio. *Câmbio, ouro e dívida externa – de Figueiredo a FHC*. São Paulo: Saraiva, 2002.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

GIAVAZZI, Francesco; PAGANO, Marco. Confidence crises and public debt management. In: *DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (eds). Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, 1990.

KILSTAJN, Samuel (Org.). *Déficit e Dívida Pública*. São Paulo: Educ, 1996.

LEITE, Marcel Guedes; ARVATE, Paulo Roberto. Uma visão institucional para a Dívida Pública no Brasil. In: *Revista de Economia Política. Brazilian Journal of Political Economy*. Volume 22, n. 4 (88). Editora 34, outubro-dezembro/2002.

LLUSSÁ, Fernanda Antonia Josefa. *Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um estudo para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES/FINAME/BNDESPAR – Editado pelo Departamento de Relações Institucionais, 1998.

MCM Consultores Associados. Banco de Dados, julho 1999.

_____. Agosto 1999.

- MEDEIROS, Alexandre de; BARCINSKI, Albuquerque. *Risco de Taxa de Juros e a Dívida Pública Federal no Brasil Pós-Real*. (sem cidade): BNDES/FINAME/BNDESPAR – Editado pelo Departamento de Relações Institucionais, 1999.
- MEDEIROS, João Bosco. *Redação Científica: prática de fichamentos, resumos, resenhas*. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- MELO, Fabiana Xavier Dezouart Drummond. *A Taxa Virtual: Uma Alternativa para a Taxa de Câmbio de Equilíbrio*. (sem cidade): BNDES/FINAME/BNDESPAR – Editado pelo Departamento de Relações Institucionais, 1999.
- MENDONÇA, Helder Ferreira. A importância do tamanho, do prazo médio e da estrutura de vencimento para a administração da dívida pública: uma análise a partir dos modelos de Giavazzi-Pagano (1990) e uma análise a partir dos modelos de Giavazzi-Pagano (1990) e de Calvo-Giodotti (1990). In *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 13, n.1 (22), jan./jun. 2004.
- MEYER, Arno (Org.). *Finanças Públicas; ensaios selecionados*. Brasília: IPEA, São Paulo: FUNDAP, 1997.
- PASTORE, Affonso Celso. Senhoriagem e inflação: o caso brasileiro. In: *Revista Economia Aplicada/Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo e Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas*. V. 1, n. 3, 1997.
- SCOBIE, H.M.; MORTALI, S.; PERSAUD, S.; DOCILE, P. *The Italian Economy in the 1990s*. London and New York: Routledge, 1996.
- SIMONSEN, Mario Henrique; CYSNE, Rubens Penha. *Macroeconomia*. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 1995.