

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**IMPACTO FISCAL GERADO PELA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA:
UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE 1995 A 2008**

ELAINY CRISTINE PERES

**FLORIANÓPOLIS – SC
2009**

ELAINY CRISTINE PERES

**IMPACTO FISCAL GERADO PELA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA:
UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE 1995 A 2008**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Estado de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer

**FLORIANÓPOLIS – SC
2009**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo nota média 9,0.

Áreas de Pesquisa: Finanças Públicas, Macroeconomia.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Roberto Meurer
Orientador

Eraldo Sérgio Barbosa da Silva

Vivian Garrido Moreira da Silva

Florianópolis, junho de 2009

Dedico este trabalho a meu pai Herculano Rosa Peres (*in memoriam*) por acreditar em mim e por me incentivar sempre e a minha mãe Elizete dos Santos Peres por me ensinar a nunca desistir e a sempre confiar em DEUS!

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me dado coragem e determinação para seguir em frente.

A minha querida mãe, por todo o amor, paciência e por estar sempre presente me incentivando e dando forças para que eu nunca desistisse e seguisse firme na busca pelos meus sonhos.

Aos meus queridos familiares, que em todos os momentos me apoiaram e acreditaram que eu era capaz.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Roberto Meurer pela paciência, apoio e motivação durante o desenvolvimento desse trabalho.

A todos os professores do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina que contribuíram para a minha formação de economista.

Ao meu querido Ademar, pelo companheirismo e paciência.

E as minhas amigas, Aline Martos, Camila Luca, Camila Pimenta e Luana que conquistei durante o curso e que estiveram presentes em todos os momentos dessa adorável e inesquecível jornada.

RESUMO

PERES, Elainy Cristine. **O Impacto Fiscal Gerado pela Dívida Pública Interna: Uma Análise de 1995 a 2008** 69f. Monografia – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

Este estudo tem por objetivo fazer uma análise exploratória dos fatores que levaram a evolução da dívida pública interna no período de 1995 a 2008, assim como o impacto fiscal gerado por ela. Nesse período de 14 anos, houve grandes transformações no cenário econômico brasileiro que contribuíram para que a dívida interna assumisse uma trajetória explosiva, entre eles está a política econômica adotada com o Plano Real, que visava taxas de inflação mais baixas, baseada no aumento das taxas de juros e um regime de câmbio semi-fixo. Esses fatores contribuíram para uma séria crise fiscal que resultou no aumento da relação dívida interna/PIB. Entretanto, com o ajuste fiscal implementado em 1999 foram tomadas medidas capazes de melhorar a situação fiscal do país trazendo assim maior disciplina e responsabilidade que se traduziram numa nova maneira de conduzir a política fiscal brasileira. Entretanto, com uma dívida interna mais elevada, eleva-se também o serviço inerente a ela que se traduz em elevados pagamentos de juros e encargos sobre a dívida. Para o pagamento desses juros o governo gera elevados superávits primários que é um importante instrumento utilizado pelo governo para a sustentabilidade da dívida ao longo do tempo. Verifica-se também como fator importante para a sustentabilidade da dívida uma queda nas despesas com juros e um crescimento do PIB, além de uma mudança no perfil e na composição do endividamento para que haja uma queda na relação dívida/PIB e conseqüentemente uma melhora desse indicador.

Palavras-Chave: Política Fiscal. Déficit Público. Dívida Pública Interna. Despesa com juros. Superávit Primário.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Dívida Líquida do Setor Público 1981/1994.....	32
Gráfico 2: Necessidades de Financiamento do Setor Público 2006 a 2008 – (% PIB).....	41
Gráfico 3: DLSP – Total, Interna e Externa 1995 a 2008 – (% PIB).....	44
Gráfico 4: DLSP x Impacto do Reconhecimento dos Passivos Contingentes – (% PIB)....	46
Gráfico 5: Taxa de Câmbio - Fim do Período.....	47
Gráfico 6: DPMFI – Participação por Título de Responsabilidade do Tesouro Nacional..	52
Gráfico 7: DPMFI – Participação por Título de Responsabilidade do Banco Central.....	53
Gráfico 8: DPMFI: Por indexador.....	54
Gráfico 9: DPMFI – Prazo Médio em meses.....	56
Gráfico 10: Over Selic x Juros Nominais – Interno.....	60
Gráfico 11: Superávit Primário – (% PIB).....	62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Necessidades de Financiamento do Setor Público - (% PIB).....	35
Tabela 2: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP – (% PIB).....	35
Tabela 3: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP– (%PIB).....	39
Tabela 4: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP – (% PIB).....	41
Tabela 5: Características dos Títulos da Dívida Pública.....	51
Tabela 6: Composição da DPMFI por Idexador.....	55
Tabela 7: Despesa com Juros Nominais.....	59

LISTA DE SIGLAS

BBC	Bônus do Banco Central
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
DFL	Dívida Fiscal Líquida
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DLSPI	Dívida Líquida do Setor Público Interna
DPMFI	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
EUA	Estados Unidos da América
FEF	Fundo de Estabilização Fiscal
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FMI	Fundo Monetário Internacional
IDE	Investimento Direto Externo
LBC	Letras do Banco Central
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NBC	Notas do Banco Central
NFSP	Necessidades de Financiamento do Setor Público
NTN	Notas do Banco Central
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PIB	Produto Interno Bruto
PROEF	Programa de Fortalecimento dos Bancos Federais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Problemática	12
1.2 Objetivos	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.2 Objetivos Específicos	13
1.3 Justificativa	14
1.4 Metodologia e Estrutura	14
2 TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA.....	16
2.1 Política Fiscal: Os Déficits e a Formação da Dívida	16
2.2 A Restrição Orçamentária do Governo.....	20
2.3 Efeitos Econômicos da Dívida Pública.....	22
2.4 Política Monetária e Dívida Pública	25
2.5 Coordenação entre Políticas	28
3 CONTEXTUALIZAÇÃO DO CASO BRASILEIRO DE 1995 A 2008	30
3.1 Contexto Histórico do Endividamento Brasileiro.....	30
3.2 As Contas Públicas de 1995 a 1998	33
3.2.1 Plano Real: Um Novo Plano de Estabilização	33
3.2.2 As NFSP e o Resultado Primário.....	34
3.3 Desequilíbrio das Contas Públicas e o Ajuste Fiscal	36
3.4 As NFSP e o Resultado Primário após o Ajuste Fiscal: 1999 A 2002.....	38
3.5 As Contas Públicas no Novo Governo: 2003 a 2008	40
3.6 As Decisões de Política Monetária de 1995 a 2008.....	42
4 IMPACTO FISCAL E O CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA NO PERÍODO RECENTE.....	44
4.1 Evolução Recente da Dívida Pública Interna.....	44
4.1.1 Perfil e a Composição da Dívida Pública Interna	48
4.2 Impacto Fiscal Gerado pela DLSPI	58
4.2.1 Despesa com Juros e seu impacto na evolução da DLSPI	58
4.2.2 A Importância de se Obter Superávit Primário para Estabilizar a Relação Dívida/PIB.....	62

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	68

1 INTRODUÇÃO

1.1 Problemática

A dívida pública é um dos fatores mais importantes tratados pelas finanças públicas, pelo fato de ter assumido ao longo dos anos, um papel de extrema relevância no financiamento do desenvolvimento de diversos países. Sua relação com o produto interno bruto é um dos principais indicadores de solvência intertemporal de uma economia e nos dá a capacidade de analisar sua sustentabilidade durante o tempo, assim como os impactos econômicos que são causados por ela.

Em sentido amplo, a dívida pública compreende a dívida interna e externa de um país. Na história recente da economia brasileira, o país enfrentou um cenário crônico de desequilíbrio fiscal desde os anos 80, que engendrou um perigoso círculo vicioso na economia, na qual as dificuldades de financiamento tornavam-se ainda mais preocupantes tendo em vista a situação da dívida pública, (naquele momento a preocupação se dava pela elevada dívida externa) e seu elevado risco de *default*. Entretanto, a partir dos anos 90, a dívida externa sofreu uma queda expressiva de sua participação no total da dívida pública, motivada pelo processo de acumulação de reservas internacionais em meados de 1991. Esse fator contribuiu para que a dívida interna ganhasse participação no total da dívida líquida do setor público.

A partir de uma estratégia do governo federal de implementar um novo plano de estabilização, foi criado em 1994 o Plano Real, que previa uma taxa de inflação mais baixa, baseada em elevadas taxas de juros e um regime de câmbio semi-fixo, que provocava uma valorização da moeda nacional. Entretanto, esse modelo de política econômica foi bem sucedido, tendo em vista que reduziu significativamente as taxas de inflação, acabando com o fantasma da hiperinflação sofrido durante os anos anteriores a implantação do plano. No entanto, fez com que o país se deparasse com uma situação de crise fiscal, provocando um aumento considerável da dívida pública interna, levando-a a assumir uma trajetória explosiva.

Contudo, com a dívida pública interna assumindo estoques altíssimos, há um incremento nos juros que são pagos pelo serviço da dívida, caracterizando o impacto fiscal

gerado por ela, estas despesas com juros exercem. Portanto, forte pressão sobre as demais despesas do governo obrigando-o a promover cortes significativos em seus gastos como forma de promover um ajustamento em suas contas. Esses cortes de gastos efetuados pelo governo são feitos em áreas onde mais se precisa de investimentos públicos, como em saúde, educação, infra-estrutura, gerando cortes em consumo e investimentos do governo como um todo, ou seja, onerando a sociedade, além de gerar um aumento considerável da carga tributária com a finalidade de aumentar as receitas do setor público.

Nesse contexto, o objetivo central desse trabalho é mostrar como evolui a dívida líquida do setor público interna no período de 1995 a 2008, assim como o impacto fiscal que é causado por ela, a partir de elevadas despesas com juros.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Através de uma análise do cenário macroeconômico, entender o contexto sob o qual a dívida pública interna brasileira esta inserida, avaliar o impacto fiscal gerado por ela e fazer uma breve trajetória da sua evolução recente, com o intuito de contribuir para estudos das finanças públicas brasileiras, fator de extrema relevância para a conjuntura atual.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar os principais instrumentos macroeconômicos ligados à dívida pública;
- Verificar as causas do seu crescimento e o comportamento das variáveis ligadas a ela;

- Descrever qual o impacto fiscal gerado pela dívida pública interna.

1.3 Justificativa

O presente estudo se justifica pela importância contida na problemática da dívida pública interna e pelo impacto fiscal gerado por ela nos últimos anos que, de um modo geral, afeta o bom funcionamento da economia. Especificamente no caso brasileiro, acredita-se relevante o tema pela atual conjuntura em que estamos inseridos, assim, uma busca pelo crescimento e desenvolvimento do Brasil implica numa boa gestão da dívida e um controle intensivo do impacto que as despesas com juros causam à economia, dado que, quanto maiores forem os gastos públicos com juros e encargos da dívida pública, menores serão os gastos sociais, consumo e investimentos do governo.

1.4 Metodologia e Estrutura

O presente estudo tem por objetivo analisar o cenário macroeconômico e entender o contexto sob o qual a dívida pública vem evoluindo, assim como o impacto fiscal gerado por ela. A metodologia de pesquisa utilizada nesse trabalho de conclusão de curso combinou dois movimentos investigativos: a pesquisa bibliográfica e a coleta de dados. A necessidade de utilizar esses dois movimentos deu-se pelo próprio objetivo da pesquisa.

Os dados necessários serão obtidos através de relatórios divulgados pelo Banco Central do Brasil, além de outros órgãos que abordem o tema da dívida pública, como, especialmente a Secretaria do Tesouro Nacional.

Além dessa introdução o trabalho será composto de mais quatro capítulos. O segundo capítulo abordará uma revisão teórica acerca da teoria de finanças públicas, aplicada à dívida pública. O capítulo três apresenta uma breve análise das variáveis

macroeconômicas ligadas ao tema da dívida pública e o resultado fiscal apresentado pelo governo. A seguir será feito um estudo da trajetória recente da dívida pública interna, sua evolução, perfil e composição, assim como o impacto fiscal gerado por ela. Por último será feito uma análise conclusiva dos itens abordados no trabalho e as recomendações pertinentes.

2 TEORIA DA DÍVIDA PÚBLICA

Este capítulo tem por objetivo apresentar uma revisão teórica sobre a dívida pública.

2.1 Política Fiscal: Os Déficits e a Formação da Dívida

O déficit do setor público representa um grande desafio, seja pelas dificuldades de reduzi-lo, tendo em vista a crescente participação dos encargos financeiros inerentes a sua formação (conseqüência da acumulação de desequilíbrios ao longo de anos), seja por fazer com que o endividamento público aumente como conseqüência do financiamento desses déficits.

Para Além e Giambiagi (2008), existem três restrições que limitam o déficit e o endividamento público. A primeira é o mercado, a dívida só poderá ser formada se no mercado houver credores que estejam dispostos a financiá-la. Caso o devedor deixe de honrar seus compromissos, enfrentará hostilidade do mercado e terá o acesso a novos financiamentos negados. Assim, o não cumprimento pelo governo de compromissos assumidos em relação à dívida pública, como por exemplo, a inserção de títulos no mercado, pode fazer com que o mercado não esteja disposto a financiar novos déficits.

A segunda restrição se dá acerca do risco de inflação, numa situação em que o déficit é elevado e não existe a possibilidade de financiá-lo através da colocação de novos títulos no mercado, por qualquer motivo, restará ao governo fazê-lo através da emissão monetária. Porém a emissão monetária poderá causar uma expansão dos meios de pagamento superior ao aumento da quantidade de bens e serviços da economia, ou seja, irá refletir diretamente no nível de preços gerando inflação.

A terceira e última restrição é dada pelo conjunto de instituições existentes que são atingidas pela política fiscal. Nas economias desenvolvidas que dispõem de um maior nível de bem-estar social, as instituições são maduras e devido à credibilidade do setor público há uma maior margem para um endividamento. Porém, existe uma grande

responsabilização de seus dirigentes que criam mecanismos que entram em ação caso o déficit público se mostre perigosamente elevado. Contudo, em sociedades com um menor estágio de desenvolvimento e instituições frágeis, a alternativa da dívida pública é buscada por ser a alternativa mais fácil, pois é uma forma de atender às múltiplas demandas, sem ter que arcar com o ônus do aumento imediato de impostos.

Devido às restrições impostas, deve-se evitar gastar além do arrecadado, caso isso ocorra, as contas públicas apresentarão déficits que decorrem da baixa capacidade de poupança do país o que leva a um cenário de endividamento público para que o nível de investimento possa ser mantido no patamar adequado. Entretanto, em situações de crise e desemprego, o déficit do governo e conseqüentemente a dívida pública podem ser utilizados pelo governo como instrumentos anticíclicos capazes de reverter essa situação, levando-se em conta que um aumento de gastos ou uma queda nos impostos geram uma tendência de aumento na renda disponível e de consumo.

Para que as relações econômicas advindas da formação da dívida pública tornem-se mais compreensíveis deve-se a princípio esclarecer os conceitos relacionados a ela. Esses conceitos são ajustados para captar e separar os efeitos das variáveis econômicas como taxa de juros, nível de preços e nível de atividade econômica.

Rezende (2001) apresenta dois critérios de cálculo. O primeiro é chamado “acima da linha”, pois indica os resultados obtidos da diferença entre despesas e receitas. O segundo critério apresentado é o “abaixo da linha” com ênfase nos itens de financiamento do déficit. Pelo primeiro critério pode-se calcular:

- a) Déficit Nominal: Gastos Totais – Receitas totais;
- b) Déficit Primário: Gastos não financeiros – Receitas não-financeiras. Exclui do déficit nominal despesas com juros e das amortizações da dívida pública, entre outras receitas e despesas financeiras;
- c) Déficit Operacional: Déficit Primário + Pagamentos de juros reais. Medida bastante utilizada pelo Brasil no período de alta inflação;
- d) Déficit Público de Pleno Emprego: é dado pela diferença entre gastos e receitas estimados sob a hipótese de que a economia estivesse operando em níveis normais de desemprego e de utilização da capacidade produtiva.

Contudo, de acordo com o segundo critério, ou seja, “abaixo da linha”, são definidos os conceitos que tratam dos itens de financiamento do déficit:

- a) Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)¹: Dada pela soma das divisas interna e externa do setor público junto ao setor privado².
- b) Ajuste Patrimonial: Item da DLSP que contabiliza a diferença entre os passivos do governo, contraídos no passado e posteriormente reconhecidos como “esqueletos”, e os resultados das privatizações;
- c) Dívida Fiscal Líquida (DFL): É dada pela diferença entre DLSP e o ajuste patrimonial;
- d) Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP): Corresponde ao conceito de déficit nominal apurado pelo critério “acima da linha”. E referente à variação da DFL entre dois períodos de tempo;
- e) Necessidades de Financiamento do Setor Público no conceito operacional: Exclui das necessidades de financiamento nominais a correção monetária (efeito inflacionário) incidente sobre a DFL. Seu correspondente pelo critério “acima da linha” é o déficit operacional;
- f) Necessidades de Financiamento do Setor Público no conceito primário: Exclui das necessidades de financiamento nominais o pagamento de juros nominais incidentes sobre a DFL. Seu correspondente pelo critério “acima da linha” é o déficit primário.

O governo pode financiar o déficit público de diferentes maneiras. A literatura econômica apresenta três maneiras distintas de obter recursos para cobrir o déficit nas contas públicas - pela emissão monetária ou senhoriagem se engajando num financiamento por moeda; pela formação de dívida, que se caracteriza pelo financiamento do déficit através do endividamento público – interno ou externo- e pelo aumento da tributação.

Filellini (1994) afirma que o déficit público, que é definido pelo excesso de gastos governamentais sobre a arrecadação favorece a elevação da dívida pública, sendo que o déficit não é necessariamente sinônimo da formação de dívida tendo em vista que os déficits podem também ser financiados pela emissão de moeda e pela elevação de tributos. Assim a formação de dívida é apenas uma das alternativas possíveis. Onde está baseada na

¹ Essa medida é bastante importante em finanças públicas devido a sua relação com o PIB representar um fator de sustentabilidade fiscal do governo, ou seja, caso haja estabilidade na relação DLSP/PIB e essa relação se manter em patamares considerados seguros, haverá sustentabilidade da dívida pública.

² Desse cálculo são excluídos ativos do setor público, como, reservas internacionais, créditos com o setor privado e privatizações.

aquisição de títulos do governo pela coletividade de forma voluntária com o pagamento de juros e reposição oportuna do principal.

Contudo essas formas de financiamento geram um ônus para o governo e para a sociedade como um todo, cada qual com suas especificidades. Sabe-se que uma emissão monetária acima da demanda agregada causa inflação³. No caso do endividamento externo excessivo, é possível que ocorra dificuldades significativas para o balanço de pagamentos, pois onera o serviço da dívida. O endividamento interno torna-se atrativo num primeiro momento por evitar inflação e não gerar crises como a da dívida externa. Entretanto, a colocação de títulos do governo junto ao público age de maneira a reduzir a disponibilidade de crédito do setor privado, pressionado assim a taxa de juros e reduzindo investimentos.

A compra de títulos governamentais é sempre voluntária. Quando adquiridos, a disponibilidade de fundos para a compra de títulos privados diminui o que prejudica os investimentos das empresas. Se os títulos públicos visam financiar investimentos governamentais, o volume de investimentos da sociedade não se altera (...). Caso o governo utilize os recursos captados para financiar seu próprio consumo, estará destruindo poupança da sociedade com reflexos alocativos sobre o crescimento da economia (FILELLINI, 1994 p. 116 e 117).

Já a tributação representa um meio transparente de se obter recursos, porém com ônus aos agentes econômicos do país.

Assim, de maneira simples, pode-se definir que o déficit das contas públicas é a diferença entre os gastos do governo e as receitas de arrecadação, definido conforme a Equação 1.

$$D_t = (G_t - T_t) \quad (1)$$

Onde:

D_t : déficit público

G_t : gastos do governo com bens e serviços no período t

T_t : receita do governo no período t, (líquida, descontadas as transferências)

De acordo com Rezende (2001), vêem-se duas importantes observações acerca dessa medida. A primeira trata da sua abrangência. Como não há uma qualificação da medida de déficit público, este é entendido como sendo a diferença entre todos os gastos e todas as receitas, inclui também todas as esferas do setor público. A segunda observação nos diz que o déficit público⁴ é uma medida de fluxo, ou seja, sua mensuração deve ser

³ A emissão monetária como forma de financiamento do déficit será melhor explicada na seção 2.2.

⁴ O déficit possui uma natureza diferenciada da dívida pública, sendo o déficit um fluxo e a dívida um estoque. Isso significa que o déficit é a variação de um estoque ao longo de um período determinado.

feita em determinado período de tempo. Dessa maneira, medida que mais se aproxima da equação 1, são as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) que objetivam acompanhar o desempenho global do setor público e são medidas analisadas sob a ótica do financiamento, ou seja, pelo critério “abaixo da linha”.

É a partir das NFSP que o governo toma decisões de política fiscal e direciona a economia de acordo com seus interesses econômicos. Sendo assim, a política fiscal é notadamente um instrumento capaz de induzir alterações no nível de demanda agregada e promover mudanças significativas na estrutura de diferentes setores da economia.

Além disso, a teoria macroeconômica apresenta duas maneiras distintas de conduzir a política fiscal de um país. Uma política fiscal pode ter um caráter expansionista quando se caracteriza pelo aumento dos gastos públicos ou contracionista, quando o governo atua com uma redução em suas despesas.

De acordo com Blanchard (2005) uma política fiscal expansionista traz um aumento do produto e uma conseqüente elevação da taxa de juros, devido a uma maior demanda por moeda trazida por uma demanda por produto mais elevada. Há também um efeito significativo do câmbio, provocando uma valorização cambial pelo fato de uma maior taxa de juros aumentar a atração de capitais para o país. Dessa maneira, com taxas de juros mais elevadas e câmbio valorizado ocorre uma queda na demanda interna que tende a compensar o efeito dos gastos sobre a demanda por produto. Já uma política fiscal contracionista é caracterizada por uma redução dos gastos do governo que busca reduzir seu déficit. Esse tipo de política provoca uma queda no produto o que no curto prazo provoca um aumento do desemprego e uma redução do crescimento econômico.

Entretanto, é a restrição orçamentária do governo, assim como a situação fiscal do país que irá definir de que maneira deve ser conduzida a política fiscal para que possam ser formuladas estratégias de crescimento e seus rumos adequados dentro do contexto econômico brasileiro.

2.2 A Restrição Orçamentária do Governo

As restrições que são impostas pela situação das contas públicas de um país são pontos de grande relevância no tema da dívida pública. O governo se depara com uma

restrição orçamentária, entretanto essa restrição não impede que ele esteja permanentemente em débito.

O setor público como qualquer outro agente econômico, uma empresa ou um trabalhador assalariado se defronta com uma restrição orçamentária. Para manter-se em equilíbrio ao longo do tempo o fluxo de dispêndios deve ser igual ao de entrada de recursos (arrecadação do governo ou as receitas das firmas ou salários dos trabalhadores) Caso contrário estará gerando um superávit ou um déficit no orçamento. No primeiro caso, o governo acumulará poupança e poderá emprestar recursos para o setor privado. No segundo caso ocorre o inverso, com o governo gastando mais do que arrecada e gerando uma necessidade de financiamento junto ao setor privado e/ou ao Banco Central (Rezende, 2001, p. 275).

A restrição orçamentária do governo nos fornece, portanto, a evolução da dívida pública como uma função dos gastos e dos impostos.

Uma maneira de expressar a restrição orçamentária do governo é apresentada por Blanchard (2005), sendo que, a restrição orçamentária do governo simplesmente afirma que a variação da dívida pública durante o ano t é igual ao déficit durante o ano t , assim:

$$B_t - B_{t-1} = \text{déficit}_t \quad (2)$$

B_t : dívida do governo no ano t

B_{t-1} : dívida do governo no fim do ano $t-1$

Substituindo a equação 1 na equação 2 e acrescentando r como sendo a taxa de juros real que é considerada constante, teremos:

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t \quad (2.1)$$

O termo rB_{t-1} é igual ao pagamento de juros reais sobre a dívida pública existente no ano t .

Sob esse conceito é possível estabelecer dois tipos de regime fiscal, o primeiro caracterizado por uma restrição orçamentária fraca, podendo ser definido com uma “ausência de restrição orçamentária” onde o déficit é sinônimo de um desajuste entre as demandas por gasto e as receitas o que leva a geração de uma trajetória indeterminada da relação dívida/PIB. Já o segundo regime é caracterizado por uma restrição orçamentária rígida, baseado na definição de um teto rígido de gastos, que dada a visão conservadora de receita de uma meta de déficit, condiciona a satisfação das demandas à existência de recursos ou a um aumento apenas moderado do endividamento (ALÉM e GIAMBIAGI, 2008).

Dessa maneira a relação existente entre a dívida pública e o PIB fica limitada, existindo então um teto para o déficit o que limita o valor do gasto.

Nesse sentido, a situação fiscal do Brasil no começo do Plano Real teve uma política fiscal característica por um regime denominado restrição orçamentária fraca, onde

a atribuição ao setor público de uma série de tarefas, sem que a sociedade estivesse disposta a arcar com essas despesas. Essa situação reflete o relaxamento da disciplina financeira e o enfraquecimento da idéia de que o gasto deve obrigatoriamente estar relacionado com a capacidade do Estado de gerar receitas. É importante, portanto, que haja um esforço do governo acerca de sua restrição orçamentária, para obter austeridade no uso dos recursos do país, fazendo com que os limites para formação de déficits seja respeitado, assim como uma geração de receitas eficiente capaz de equilibrar a relação dívida/PIB no Brasil.

2.3 Efeitos Econômicos da Dívida Pública

A dívida pública possui um papel de fundamental importância e relevância para o desenvolvimento econômico de um país. Essa importância se torna maior quanto maiores forem as insuficiências dos mecanismos de captação de receitas em relação às necessidades de investimentos e na ineficiência de mecanismos de captação de poupança, sendo assim, a dívida pública se torna um importante instrumento que o governo utiliza para resolver problemas fiscais (financiamento de parte dos seus gastos que não são cobertos por meio de arrecadação de impostos) e monetários (através principalmente da colocação de títulos públicos no mercado para atingir objetivos de política monetária). Entretanto a formação de déficits e de dívida pública gera efeitos consideráveis sobre a atividade econômica que é explicada por duas vertentes teóricas, o enfoque keynesiano – teoria convencional, e o enfoque da equivalência ricardiana.

A teoria convencional estabelece que:

Os aumentos dos déficits e da dívida públicas geram importantes conseqüências econômicas, segundo a teoria convencional, que sugere impactos no nível de poupança doméstica, investimentos e formação de capital. Além disso, podem determinar mudanças nas taxas de juros nas transações externas e nas taxas de câmbio (Rezende, 2001, p. 287).

Esses efeitos econômicos são analisados no curto e no longo prazo. No curto prazo um aumento da dívida pública gera uma queda temporária nos impostos, sendo que os gastos do governo não são afetados devido à formação de dívida pública. Essa queda nos impostos é temporária pelo fato de o governo defrontar-se com uma restrição

orçamentária tal, que o impeça de endividar-se ao ponto de gerar um endividamento explosivo. Diante de uma queda de impostos, supondo uma rigidez salarial, há uma tendência ao aumento da renda disponível e do consumo, promovendo uma expansão demanda agregada, assim, o impacto econômico dessas relações depende diretamente da inclinação da curva de oferta agregada. Dessa maneira o déficit do governo e conseqüentemente a dívida pública são utilizados como instrumentos anticíclicos capazes de conter um período de crise onde não se verificam fatores endógenos capazes de contê-la.

Outro fator que limita a expansão da renda no curto prazo é o impacto do aumento da dívida pública sobre a taxa de juros. Na visão tradicional keynesiana, o aumento do déficit público leva a um deslocamento da curva *IS*, que representa o lado real da economia e pressiona o lado monetário (curva *LM*), elevando a taxa de juros que amortece o crescimento da renda. Em países com restrição de crédito e mercados financeiros pouco desenvolvidos, o aumento das necessidades de financiamento do setor público provoca maior aumento nas taxas de juros, levando a queda no investimento privado e no produto, o que na literatura é conhecido como efeito deslocamento (*crowding-out*) (Rezende, 2001, p. 28).

No entanto, esse efeito dependerá em grande parte da qualidade dos gastos públicos podendo ter um efeito deslocamento, maior ou menor. O efeito deslocamento será maior e haverá uma minimização dos efeitos negativos da formação de dívida pública caso o governo utilize-a para aumento do consumo próprio ou investimentos concorrentes do setor privado. Entretanto, o efeito deslocamento será menor se o governo despender seus recursos na formação de bens públicos (que não são complementares das atividades produtivas do setor privado), ou que geram externalidades.

Os efeitos de longo prazo, apresentados pela teoria convencional, são caracterizados pela preocupação acerca de uma possível tendência de crescimento na trajetória da dívida pública. Caso essa tendência seja ascendente, há então uma crise de confiança dos credores que passam a desconfiar da capacidade de pagamento do governo exigindo assim, taxas de juros maiores capazes de cobrir um maior risco assumido por eles.

Diante desse cenário pouco favorável, Rezende (2001) afirma que, a essa altura, o governo necessita modificar sua postura fiscal no sentido de reequilibrar o orçamento a fim de evitar o caminho do financiamento via imposto inflacionário o que pode levar a um episódio de hiperinflação.

Esse modelo foi utilizado por diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento desde o pós-guerra até meados da década de 70 demonstrando assim que esse modelo partindo do princípio de um déficit fiscal planejado e conseqüentemente a

formação de uma dívida pública através de uma política fiscal anticíclica, são instrumentos capazes de contribuir para o crescimento econômico de um país.

No entanto, pela teoria da equivalência Ricardiana, há uma defesa da idéia de neutralidade do déficit público. Esse enfoque faz parte de uma proposta novo-clássica e seu argumento central está na idéia de que o financiamento do gasto público através da formação de dívida é capaz de reduzir a capacidade de crescimento da economia, tornando-se uma ineficiência alocativa, dessa maneira, tem-se o mesmo efeito sobre a atividade econômica do que um financiamento através de impostos. Isso se dá, pois uma redução dos tributos no curto prazo, pode não gerar um aumento imediato no consumo, tendo em vista que os agentes econômicos têm a percepção de que essa redução de tributos no presente será compensada no futuro, ou seja, esperarão impostos mais elevados no futuro. Dessa maneira ao invés de haver um aumento de consumo causado pela queda nos impostos, essa diferença será poupada. Sendo assim, a geração de déficits e consequentemente de dívida pública não alteram o nível de consumo e nem geram crescimento econômico ao país.

De acordo com Hermann (2002) a equivalência macroeconômica entre a dívida e os impostos é justificada por duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados. A primeira é descrita pelo modelo das expectativas racionais onde os agentes formulam suas expectativas com base em variáveis econômicas, ou seja, o que ocorre hoje depende das expectativas do que ocorrerá no futuro, mas o que ocorrerá no futuro depende diretamente do que está ocorrendo hoje, assim os agentes utilizam todas as informações disponíveis e as interpretam de acordo com modelos teóricos e qualquer erro de interpretação poderá ser visto como sinal de irracionalidade⁵. A segunda hipótese vale como o modelo do ciclo de vida, onde os agentes definem uma distribuição de sua renda entre o consumo e a poupança tal que possa manter um padrão de consumo estável ao longo de sua vida apesar de ocorrerem variações na sua renda durante esse período.

Essas hipóteses demonstram que diante da ocorrência de déficits governamentais e consequentemente de um aumento da dívida pública, os agentes racionais entendem que a ocorrência de cortes nos impostos correntes traga um aumento implícito nos impostos futuros levando a um aumento de poupança. O déficit público não traria, portanto, qualquer benefício em termos de crescimento econômico, mas sim um impacto negativo sobre o bem estar da sociedade trazendo um ônus a ser pago pelas futuras gerações.

⁵ Esse fator de irracionalidade seria dado por um erro de insuficiência de informação sobre a política econômica.

No que tange as experiências concretas de política fiscal na gestão da dívida pública, é possível identificar três períodos distintos analisando os dois modelos teóricos descritos. Do pós-guerra até fins dos anos 70 houve uma dominância do enfoque keynesiano, onde o objetivo central da dívida era obter uma boa administração e não sua eliminação, mantendo um baixo custo de financiamento do governo. Já durante a década de 80, houve um esforço de vários países em reduzir seu déficit orçamentário no curto prazo, por meio de cortes nos gastos públicos e/ou aumento nas alíquotas de impostos. O terceiro momento ocorreu da década de 90 em diante, onde houve um período de clara dominância novo-clássica, marcado pela busca de orçamentos fiscais equilibrados, visando à eliminação do déficit público permanentemente (HERMANN, 2002).

2.4 Política Monetária e Dívida Pública

Uma das alternativas utilizadas pelo governo para cobrir o déficit das contas públicas são as receitas provenientes da emissão de moeda, conhecida como senhoriagem. Esse termo representa a capacidade do governo de aumentar sua receita real a partir da emissão monetária. Assim como no financiamento pela dívida, o financiamento pela emissão monetária também gera conseqüências macroeconômicas. Isso ocorre, pois, quanto maior for o estoque de moeda nominal, maior será a demanda agregada a um dado nível de preços. Caso o estoque de moeda seja superior à demanda agregada há um aumento da inflação, incorrendo num imposto inflacionário⁶. Entretanto, nem todo aumento de oferta monetária gera um aumento de inflação, sendo que parte desse aumento se traduz num aumento de renda para os agentes econômicos que compõe a senhoriagem.

Na prática, os governos não emitem moeda, a instituição responsável por isso é o Banco Central. Porém quando o governo precisa lançar mão dessa ferramenta para financiar seu déficit, ele emite títulos que são comprados pelo Banco Central. Para efetuar o pagamento o Banco Central emite moeda, esse processo é conhecido como monetização da dívida. (BLANCHARD, 2005)

⁶ Enquanto a senhoriagem representa quanto o governo recebe, o imposto inflacionário irá representar quanto a população paga.

A emissão de títulos públicos pelo Banco Central representa um importante instrumento de política monetária que é utilizado para controlar a liquidez na economia. Quando o governo tem o objetivo de elevar a liquidez e os meios de pagamento, o Banco Central compra títulos do mercado aumentando a quantidade de moeda em circulação. Caso o governo tenha um objetivo oposto, ou seja, de reduzir a liquidez da economia e os meios de pagamento, o Banco Central age vendendo títulos públicos o que ocasionará uma diminuição da oferta de moeda na economia. Dessa maneira o governo pode utilizar-se das operações de mercado aberto pela sua velocidade e rapidez de alteração na base monetária, o que torna esse instrumento de política econômica eficaz no curto prazo.

Entretanto a compra de títulos por parte dos agentes econômicos está apoiada nas expectativas quanto à evolução da taxa de juros da economia e em seus diferentes prazos de vencimento, tendo em vista a estrutura a termo da taxa de juros.

Blanchard (2005) diz que títulos com diferentes vencimentos têm diferentes preços e diferentes taxas de juros associada ao seu vencimento. Essas taxas de juros nos dá o rendimento de determinado título, quando o rendimento está associado a um vencimento curto, chamamos de taxa de juros de curto prazo, quando o rendimento está associado a um título com vencimento longo, é chamada de taxa de juros de longo prazo. Assim, essa relação entre rendimento e vencimento é conhecida como estrutura a termo da taxa de juros, ou simplesmente curva de rendimento. Entretanto, a estrutura a termo da taxa de juros pode apresentar diferentes inclinações podendo ser negativamente inclinada, onde as taxas de juros de curto prazo apresentam-se superiores as de longo prazo; pode ser positivamente inclinada, ou normal, quando as taxas de juros de curto prazo são menores do que as esperadas no longo prazo; ou ainda horizontal quando mantida constante durante o período.

De uma forma geral, não há dúvida de que a existência de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, e relativamente estável, é algo desejável. No entanto, há de se mencionar que a formação da estrutura a termo da taxa de juros é atribuição do mercado, não do Governo. Ou seja, são as operações de compra e venda dos títulos de diferentes maturidades, perfis de crédito e condições de remuneração que determinam uma relação entre taxas de juros e prazos que, por sua vez, podem ser cotadas e negociadas em bolsa nos mercados futuros (SILVA, p.17, 2006).

Além disso, a taxa de juros possui papel destacado no estudo da relação entre as políticas monetária e fiscal por ser um instrumento bastante utilizado no combate à inflação. A idéia central dos formuladores de política econômica é que, com um aumento nas taxas de juros haja um desestímulo do consumo e conseqüentemente uma queda dos preços, diminuindo a inflação. Porém uma elevada taxa de juros pode prejudicar o

equilíbrio fiscal devido ao seu impacto sobre o estoque de dívida pública, levando em conta os títulos indexados à taxa de juros. Todavia, um aumento da taxa de juros leva a economia a um processo vicioso. Com a queda do consumo há uma diminuição da atividade econômica que leva a uma queda na arrecadação de impostos, menos receitas com impostos, aumentam o déficit e pioram ainda mais a situação do endividamento público.

Tradicionalmente um aumento da taxa de juros torna o investimento nos países mais atraentes, aumentando por conseqüência a dívida pública, sendo assim, o aumento dos juros pode aumentar a probabilidade de ocorrer um *default*, tornando a dívida pública menos atrativa e conduzindo a uma depreciação do câmbio. Contudo, esse efeito do câmbio provocado pela elevação da taxa de juros é mais provável para elevados níveis de dívida e quando o percentual da dívida denominada em moeda estrangeira é alto. (BORGES, 2006).

Contudo, uma variação no câmbio é significativa em termos de dívida pública essencialmente por dois mecanismos. Primeiro pelo fato de uma desvalorização implicar pagamentos mais elevados em reais sobre a dívida externa que é denominada em moeda estrangeira e no caso desse estudo principalmente pela parcela da dívida interna indexada ao câmbio. Em segundo lugar torna-se relevante essa análise, pois caso ocorra um aumento da dívida pública ou ela seja mantida em sob um nível elevado de endividamento, pode haver um risco de *default* da dívida que gera fuga de capitais e conseqüentemente uma desvalorização da moeda nacional.

Assim como a política fiscal, uma política monetária também possui um caráter expansionista e contracionista. Uma política monetária expansionista no curto prazo provoca uma redução dos juros e um aumento do produto. Com os juros baixos, há uma menor atratividade para o capital externo diminuindo a quantidade de recursos internacionais no país gerando desvalorização do câmbio. Já no longo prazo, os juros voltam a crescer e o produto tende a voltar para o mesmo nível, ou seja, não há efeitos reais de expansão monetária no longo prazo. Entretanto, uma política monetária contracionista, ao reduzir a oferta de moeda, eleva a taxa de juros o que gera uma atratividade de capital externo para o país, valorizando o câmbio. Com juros altos e câmbio valorizado, há uma redução na demanda por produto (BLANCHARD, 2005).

Portanto, diante da importância da política monetária e cambial frente à problemática da dívida pública, é essencial que os formuladores de política econômica consigam fazer de maneira eficiente, uma coordenação entre essas políticas para que a

administração da dívida pública seja favorecida, permitido que haja um maior controle dos níveis de endividamento e assim da sustentabilidade dessa dívida.

2.5 Coordenação entre Políticas

A Dívida Pública apresenta grande representatividade por refletir as medidas que são adotadas no âmbito das políticas fiscal e monetária, dessa maneira pode ser considerado um importante instrumento utilizado pelo governo a fim de conduzir essas políticas. Uma das principais críticas a política econômica brasileira nos últimos anos, tem sido a falta de coordenação entre as políticas fiscal e monetária, que tem como consequência taxas de juros mais elevadas e um endividamento público crescente.

A interação entre essas duas políticas se torna importante pelo fato de que as decisões acerca de política monetária tomadas pelo Banco Central podem interferir diretamente nas decisões de política fiscal tomadas pelo Tesouro Nacional. Enquanto o Banco Central tem como função impelir esforços no controle do crédito, juros e câmbio, o Tesouro Nacional se empenha em fazer políticas de gastos do governo bem como decisões acerca dos níveis de superávit primário.

A taxa de juros por sua vez, possui papel destacado nessas relações pelo fato de representar o instrumento mais importante à disposição da autoridade monetária para fins de controle da inflação. Quando não há coordenação entre Banco Central e Tesouro Nacional, uma taxa de juros mais elevada pode prejudicar o equilíbrio fiscal por incidir no estoque da dívida pública, provocando déficits cada vez mais elevados tendo em vista que a principal conexão entre a política monetária e fiscal refere-se à restrição orçamentária do governo, pois, quando há um déficit público as formas básicas de se obter financiamento é através do aumento da quantidade de títulos emitidos que por vezes necessita de um aumento da taxa de juros para a aceitação dos agentes econômicos, ou do aumento da base monetária, sob essa perspectiva uma maior disciplina fiscal seria capaz de reduzir a taxa de juros que incide no estoque da dívida pública. E ainda, uma redução do déficit contribuiria para uma manutenção da estabilidade de preços para aqueles governos que fazem uso de receita de senhoriagem ou que possuem dificuldade no acesso ao mercado de crédito para

financiar seus gastos. É, portanto, nesse contexto que a coordenação entre essas políticas se faz importante (MENDONÇA, 2003).

Portanto, é necessário que cada vez mais haja uma busca pela coordenação entre as políticas econômicas, em especial da relação entre Banco Central e Tesouro Nacional para assim reduzir os sacrifícios do governo na condução dessas políticas, seja para evitar a volta da inflação, ou para melhorar a gestão da dívida pública.

3 CONTEXTUALIZAÇÃO DO CASO BRASILEIRO DE 1995 A 2008

Este capítulo tem por objetivo fazer uma breve contextualização do cenário econômico brasileiro, identificando o comportamento das principais variáveis econômicas que influenciam no comportamento da dívida pública.

3.1 Contexto Histórico do Endividamento Brasileiro

Até a Década de 60, a geração de déficits públicos não se constituía num endividamento preocupante, pois, os déficits eram financiados especialmente pela emissão monetária e não pela formação de dívida pública, devido à falta de estrutura do sistema financeiro nacional e de uma correção monetária, que tornava os títulos públicos pouco atraentes e impossibilitava o governo de utilizar mecanismos de mercado aberto como uma alternativa de política econômica eficiente.

Diante de um sistema financeiro pouco desenvolvido o governo que assume em 1964 inicia um programa de grandes reformas na economia nacional. Entre essas reformas está a reestruturação do mercado financeiro lançada pelo PAEG⁷ – Plano de Ação Econômica do Governo, com a intenção de organizar o mercado secundário de títulos públicos para que o governo pudesse utilizá-lo como instrumento de execução de política fiscal, monetária e cambial. Nesse período foram criadas diversas leis e entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado financeiro nacional estão a criação da correção monetária instituída pela Lei nº. 4.537/64, através da criação das ORTN⁸ – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e a Lei nº. 4.595/64, denominada lei de reformulação

⁷ O PAEG foi lançado entre 64 a 67 e tinha basicamente duas linhas de atuação: políticas conjunturais de combate a inflação e associados a reformas estruturais da economia.

⁸ As ORTNs existiram de 1964 a 1986 e era emitida pelo Tesouro Nacional para financiamento de déficit público e também utilizada pelo Banco Central para fins de política monetária. Tinham a característica básica de pagar remuneração corrigida por índices inflacionários.

bancária com um modelo de instituições especializadas, onde foram criados o Banco Central do Brasil⁹ e o CMN - Conselho Monetário Nacional¹⁰.

Durante esse período o governo se defronta com uma disponibilidade de recursos escassa o que fez com que partisse para uma estratégia de endividamento caracterizada como fonte primária de recursos no período. A estratégia de endividamento utilizada naquele momento foi o endividamento externo devido ao objetivo principal do governo de obter crescimento econômico. Além do endividamento o governo se empenhou na implementação de um forte ajuste estrutural e conjuntural como a Reforma do Sistema Financeiro para que fosse possível retomar a trajetória de crescimento da economia e sua estabilização.

De acordo com Hermann (2005) a rápida expansão das importações e da dívida externa brasileira no período de 1968 a 1973, período do “milagre econômico”, implicou num aumento da vulnerabilidade e dependência externa brasileira, nos anos do milagre e nos anos subseqüentes.

Já em relação à dívida pública interna, pode-se dizer que a correção monetária dos títulos públicos a partir de 1964 marcou sua evolução recente, além disso, a partir dos anos 70 o desenvolvimento do mecanismo aberto como forma de controle monetário ampliou significativamente o mercado de títulos no Brasil, entretanto a relação dívida interna/PIB foi mantida num patamar abaixo de 8% até o final dos anos 70. Mesmo com o aumento do endividamento interno e externo, não havia grande preocupação, dado o controle mantido pelo então Ministro Delfin Netto da relação dívida/PIB, esse controle foi especialmente possível pelo forte crescimento econômico vivido no país. Foi somente com o advento das crises externas, como a do petróleo em 1979 e com o aumento das taxas de juros internacionais em 1982, que o Brasil se defrontou com os ciclos explosivos da dívida, tornando os anos posteriores os mais turbulentos da história econômica brasileira.

Ao longo dos anos 70, como nos diz Além e Giambiagi (2008), houve certa perda de controle da política monetária e conseqüentemente da evolução da dívida pública. O período entre 81 e 84 é caracterizado pela elevação da relação dívida/PIB, em um contexto de elevado déficit fiscal e estagnação econômica. Já o período seguinte de 1985 a 1989 é marcado por um déficit similar ao do período anterior, porém com queda na relação

⁹ Banco Central do Brasil foi criado em substituição à Sumoc – Superintendência de Moeda e Crédito, a fim de atuar como órgão executivo central do sistema financeiro do país. Entre suas principais funções estão as operações de compra e venda de títulos públicos federais como instrumento de política monetária e a emissão de títulos de responsabilidade própria de acordo com as condições estabelecidas pelo CMN.

¹⁰ O CMN é a entidade superior do sistema financeiro nacional. É responsável pela fixação de diretrizes da política monetária, creditícia e cambial em todos os seus aspectos.

dívida/PIB devido ao forte crescimento do PIB no período. Como ilustra o gráfico a abaixo:

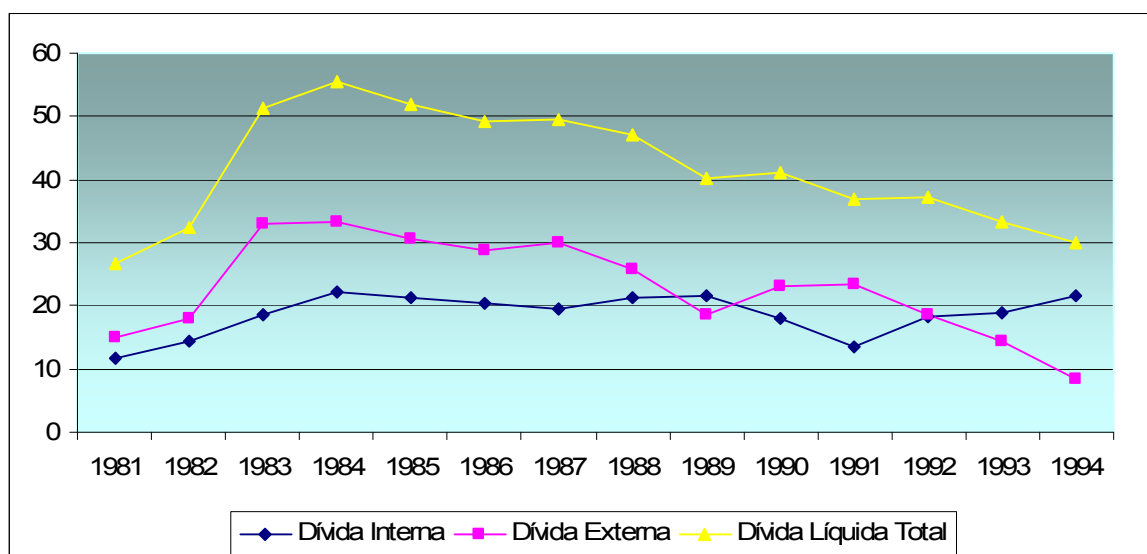


Gráfico 1: Dívida Líquida do Setor Público 1981/1994

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

O final dos anos 80 e o início dos anos 90 foram marcados por uma tendência de mudança na composição da Dívida Líquida do Setor Público. As linhas da dívida interna e externa, representadas pelo gráfico 1, cruzam-se em dois momentos distintos. O primeiro é em meados de 1989 quando a participação da dívida interna apresenta uma pequena superioridade em relação à externa, mas logo em seguida a dívida externa retoma sua trajetória de crescimento. O segundo momento ocorre em meados de 1992 quando a dívida interna ultrapassa a dívida externa mantendo essa trajetória até os dias atuais, como poderá ser visto nas seções posteriores. Além de Giambiagi (2008), afirma que boa parte dessa mudança se dá pela pelo processo de acumulação de reservas internacionais iniciado em 1991, esse fenômeno implicou numa queda expressiva da dívida externa líquida do governo central.

Após os anos 90, há uma queda da importância relativa da dívida pública, mas como o crescimento da economia estava praticamente estagnado, tornava-se ainda mais difícil reduzir a relação dívida/PIB.

Nesse contexto, o governo se deparou com uma redução significativa nas NFSP e uma receita de senhoriagem elevada. Com a queda das NFSP no período de 1990 a 1994 as contas públicas apresentaram um déficit operacional quase zero, esse fato somado a uma senhoriagem elevada torna a variação da dívida pública negativa, havendo, na prática, uma monetização da dívida (ALÉM E GIAMBIAGI, 2008).

É diante desse cenário, que se inicia uma nova etapa na evolução da dívida pública pós 1994, onde os fatores que influenciaram sua trajetória até então são opostos aos que influenciarão a dívida no momento seguinte.

3.2 As Contas Públicas de 1995 a 1998

Essa seção busca analisar o novo contexto econômico brasileiro, assim como as variáveis que influenciaram na evolução da dívida pública no período de 1995 a 1998.

3.2.1 Plano Real: Um Novo Plano de Estabilização

Após uma série de planos de estabilização fracassados¹¹, as políticas adotadas a partir de julho de 1994 com o Plano Real caracterizaram uma nova etapa na história econômica do Brasil. O modelo adotado a partir de então prevê principalmente taxas de inflação mais baixas, baseadas no aumento das taxas de juros que impediam que possíveis excessos de liquidez pressionassem a demanda agregada e conseqüentemente o nível de preços. Essa atitude de elevar a taxa de juros também agia de forma a conter o nível de atividade econômica nas épocas de maior expansão e impedir fugas de capitais nos momentos de crise internacional. Já a política cambial nesse período, foi orientada no sentido de assegurar um comportamento previsível da taxa de câmbio nominal por meio de um sistema de bandas cambiais.

Entretanto, apesar de manter durante os anos posteriores à adoção do Plano Real a inflação sob controle, obtendo êxito em relação ao objetivo proposto, a gestão macroeconômica permitiu que ocorressem dois sérios problemas que afetaram o

¹¹ Antes do Plano Real houve cinco planos de estabilização que não foram bem sucedidos, entre eles está o Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989), Plano Color I (1990) e Plano Color II (1991).

desempenho econômico nos anos seguintes, com um forte desequilíbrio externo e uma séria crise fiscal.

No que tange o desequilíbrio externo, a principal razão que levou a esse desequilíbrio foi o grande aumento das importações combinado com um desempenho pouco favorável das exportações gerando uma piora na Balança Comercial e consequentemente um déficit em conta corrente. O financiamento desse déficit gerava então um efeito de realimentação dos desequilíbrios sendo que o financiamento era feito através de endividamento externo e com a entrada de capitais na forma de investimento direto externo – IDE. A acumulação de dívida ou estoque de capital no país implicava pagamentos crescentes de juros e de lucros e dividendos. Todos esses fenômenos foram consequência da forte apreciação cambial nos primeiros meses do Real. Já em relação a crise fiscal que é o segundo grave problema do período representado por uma situação fiscal crítica devido a três fatores principais: i) um déficit primário do setor público consolidado; ii) um déficit público nominal médio de 7% do PIB entre 1995 e 1998; e iii) uma dívida pública crescente. (GIAMBIAGI, 2005)

Dessa maneira, o Plano Real alcançou o objetivo central do plano que era estabilizar a economia brasileira no sentido de modificar o cenário hiperinflacionário vivido pelo Brasil desde o início dos anos 80, diminuindo as taxas de inflação. Entretanto, com um ônus que levou o governo a enfrentar crises em dois segmentos da economia, o externo e principalmente o fiscal. Com a crise fiscal vivida a partir de então, houve uma piora da trajetória da dívida pública interna que passou a assumir uma trajetória preocupante com a deterioração dos indicadores de endividamento.

3.2.2 As NFSP e o Resultado Primário

Os esforços de política fiscal nesse período foram canalizados para uma política fiscal expansionista provocando uma série de desequilíbrios macroeconômicos que tendiam a uma situação insustentável em um curto espaço de tempo.

É possível notar na tabela 1, que as Necessidades de Financiamento do Setor Público apresentam entre dez/95 e dez/98 uma piora significativa tendo em vista que no ano de 1995 grande parte dessas necessidades eram fruto dos desequilíbrios observados

nos estados e municípios, sendo estes responsáveis por 3,27% do total das necessidades naquele ano. Já em dez/98, há uma mudança na composição das necessidades, sendo que agora a maior parte das necessidades do setor público se dá por desequilíbrios observados na conta do Governo Federal e Banco Central responsáveis por 5,04% do total das necessidades no período.

Tabela 1: Necessidades de Financiamento do Setor Público - (% PIB)

Discriminação	dez/95	Dez/96	dez/97	dez/98
Setor Público	6,59	5,43	5,63	7,4
Governo Federal e Banco Central	2,12	2,36	2,43	5,04
Governo Federal	n.d	n.d	n.d	n.d
Banco Central	n.d	n.d	n.d	n.d
Estados e Municípios	3,27	2,51	2,79	1,88
Governo Estadual	n.d	n.d	n.d	1,68
Governo Municipal	n.d	n.d	n.d	0,21
Empresas Estatais	1,2	0,56	0,41	0,48
Juros Nominais Setor Público	6,91	5,33	4,78	7,41

n.d. Não disponível

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Um dos objetivos de política fiscal adotados pelo governo federal, foi o de introduzir medidas de controle das finanças dos governos estaduais e municipais além de uma reforma estrutural e patrimonial do setor público. Além desses objetivos procurou-se também impelir um controle primário, com a finalidade de melhorar a situação fiscal do país, porém, como apresenta a tabela 2, esse controle mostrou-se pouco eficiente.

Tabela 2: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP¹² – (% PIB)

Discriminação	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98
NFSP – Resultado Nominal	6,66	5,42	5,67	7,4
(-) Juros Nominais	6,91	5,33	4,78	7,41
(=) Resultado Primário	-0,25	0,09	0,88	-0,01

(-)=Superávit

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Os dados apresentados na tabela 2, dizem respeito às NFSP no conceito nominal¹³, esses dados mostram a situação fiscal em que o governo se encontra num determinado período de tempo, sendo que, se subtrairmos de seu resultado nominal os juros nominais, obteremos o resultado primário do governo.

¹² Os dados utilizados para análise das contas do governo serão com desvalorização cambial, devido pela parcela do estoque da dívida interna indexada ao câmbio.

¹³ Serão utilizados dados no conceito nominal por este ter se tornado o déficit oficial utilizado pelo Banco Central após a estabilização.

É possível notar que nesse período há uma deterioração significativa do resultado primário em especial nos anos de 1996 e 1997 onde são apresentados valores deficitários de 0,09% e 0,88% do PIB respectivamente, esse resultado dá-se em especial pela crescente despesa previdenciária e de gastos com pessoal de alguns estados e municípios, decorrente do fato de os reajustes de benefícios terem sido significativamente superiores às taxas de inflação observadas no período.

Já no período de 1997 para 1998 observa-se uma melhora decorrente de vários fatores, como por exemplo, arrecadação de CPMF, aumento do imposto de renda sobre aplicações financeiras, receitas geradas pelas concessões da telefonia e os efeitos do Fundo de Estabilização Fiscal - FEF¹⁴ (ALÉM E GIAMBIAGI, 2008).

O resultado nominal apresenta um aumento no déficit de 1998 em relação a 1997 que se refletiu no aumento das despesas com juros nominais que incidem sobre a dívida pública, passando de 4,78% em 1997 para 7,41% em 1998.

Esse fator contribuiu significativamente para o aumento da relação dívida/PIB no período e conseqüentemente um maior pagamento de juros e encargos sobre a dívida pública.

3.3 Desequilíbrio das Contas Públicas e o Ajuste Fiscal

No período pós-real o principal objetivo dos formuladores de política econômica era manter a estabilidade da inflação e promover um crescimento econômico sustentado. Para que se alcançasse tal objetivo, o governo se empenhou em uma proposta de manter um eficiente controle da taxa de câmbio através do regime de bandas cambiais o que só era possibilitado com a manutenção de altas taxas de juros. Entretanto, essa política foi eficiente para alcançar o objetivo proposto, mas ineficiente para equilibrar as contas públicas.

Nesse período o Brasil se depara com dois problemas preocupantes: o problema fiscal, devido à insustentável trajetória percorrida pela dívida pública após a estabilização e

¹⁴ O FEF representa a desvinculação de certa parte das receitas, permitindo assim ao governo federal não repassar a parte dos estados e municípios correspondentes ao importo de renda de funcionários lotados nas repartições federais.

o problema externo, com sucessivos déficits em conta correntes o que agrava ainda mais a situação econômica do país. Atrelado a isso, o ambiente internacional dava sinais de uma crise iminente.

Em meados de 1995 o mercado internacional se depara com a crise mexicana, contudo, essa crise não impactou o mercado mundial como as crises posteriores, ficando limitada aos países da América Latina. Em agosto de 1997 eclodiu a crise financeira dos países do sudeste asiático, iniciada com a proposta do governo tailandês de deixar sua moeda flutuar, gera-se então uma grande preocupação acerca da possibilidade e o temor de que se torne uma crise em escala mundial a partir de um contágio financeiro. Logo após, em 1998, o governo russo decreta moratória de parte da sua dívida externa pela incapacidade de honrar seus contratos de curto prazo, deixando também sua moeda flutuar.

Com a turbulenta situação externa, fuga de capitais do Brasil e crise de confiança no mercado financeiro mundial houve uma grande dificuldade de sustentar a política cambial adotada pelo governo até 1998. Nesse ano há uma maior flexibilização nas bandas cambiais com o objetivo de conter a perda de reservas e melhorar a situação das contas públicas, porém essa medida não se mostrou suficiente e o governo passa a adotar o sistema de cambio flutuante a partir de 1999.

Todos esses fatores contribuíram de maneira decisiva pra que a DLSPI mantivesse uma trajetória explosiva, e diante de um cenário pouco favorável da economia, com a imagem dos mercados emergentes afetada, o governo decidiu tomar medidas que minimizassem as conseqüências da crise fiscal e externa e que melhorassem a imagem brasileira frente aos investidores internacionais. Para que houvesse uma mudança nessa trajetória e uma mudança significativa da situação econômica do país, ainda em 1998, o Brasil recorreu à ajuda internacional num acordo com o FMI, através do qual recebe uma ajuda financeira de US\$ 41,5 bilhões. A assinatura desse acordo marcou o início de uma mudança na condução da política fiscal do país, tendo em vista que o governo brasileiro foi levado a adotar novas medidas de controle fiscal e, a partir de 1999, assumir uma postura firme lançando mão de medidas emergenciais e estruturais. Nesse contexto, um maior controle das contas públicas era visto como indispensável para a obtenção de credibilidade e consolidação de uma trajetória de crescimento sustentado ao longo do tempo. A partir de então, uma das medidas adotadas pelo governo foi a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF com o objetivo de tornar a gestão dos recursos públicos mais disciplinada e responsável. Essa medida surtiu rápido efeito sobre o resultado primário do governo, pois havia grande comprometimento do governo federal de gerar superávits para que os

desequilíbrios fossem sanados, além da responsabilização das demais esferas do governo de contenção de gastos e geração de recursos a fim de manterem seus orçamentos equilibrados. Assim a LRF se torna relevante por trazer uma efetiva mudança de regime fiscal, na medida em que as práticas de acordo com as normas estabelecidas pela lei, se traduzem numa nova cultura de gestão financeira responsável.

Dessa maneira o programa de ajuste fiscal estabelecido em 1998/1999 tinha como um de seus principais objetivos estabilizar a relação dívida/PIB e mantê-la num patamar inferior a 50%. De acordo com Giambiagi (2005), com as medidas tomadas pelo governo com o ajuste fiscal de 1999, o país passou a ter condições de enfrentar cada um de seus principais problemas econômicos. Caso houvesse uma alta taxa de inflação, o Banco Central atuaria aumentando a taxa de juros, se o problema fosse um desequilíbrio no Balanço de Pagamentos, imediatamente o câmbio se ajustaria e haveria uma melhora na conta corrente, e ainda, caso houvesse um aumento crescente da dívida pública, o governo se empenharia num ajustamento do superávit primário tal, que minimizasse os efeitos da dívida.

Essas medidas moldaram a situação econômica até os dias atuais, fundamentadas por três fatores predominantes: uma política fiscal baseada em metas de superávit primário, a mudança no manejo do câmbio, passando de um sistema de bandas cambiais para o de câmbio flexível e por fim, uma política monetária focada em cumprir as metas de inflação, fatores estes capazes de manter uma situação de estabilidade e crescimento econômico, principalmente pela mudança de regime fiscal implementada, passando de um regime fiscal baseado numa restrição orçamentária fraca, para a tentativa de implementação de uma restrição orçamentária rígida.

3.4 As NFSP e o Resultado Primário após o Ajuste Fiscal: 1999 A 2002

A partir de 1999 a economia brasileira passa para uma nova etapa. Essa nova etapa é caracterizada entre outros motivos pela migração do regime de âncora cambial para o regime de câmbio flexível cuja consequência é a mudança de foco no manejo da política

econômica, levando o Brasil à combinação de restrições que dificultam o reingresso do país numa situação de desequilíbrio macroeconômico como se verificou nos anos anteriores.

Com o ajuste fiscal há uma expressiva melhora nas contas pública passando de um resultado primário quase nulo em 1998 para um superávit primário de 2,92% do PIB no final de 1999, como mostrado pela tabela 3.

Tabela3: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP – (%PIB)

Discriminação	dez/98	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02
NFSP – Resultado Nominal	7,4	9,03	4,18	4,76	9,36
(-) Juros Nominais	7,41	11,95	7,41	8,11	12,9
(=) Resultado Primário	-0,01	-2,92	-3,24	-3,36	-3,54

(-)=Superávit

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Após a decisão do governo de implementar um esforço fiscal capaz de alcançar metas de superávit primário suficientes para estabilizar a relação dívida/PIB, foram observadas consecutivas melhoras na situação fiscal do país após 1999. Há ainda, um deslocamento fiscal para cima de 2,92% no resultado primário, sendo que nos anos posteriores essa tendência de melhora no resultado primário se confirma.

Entre os anos de 1999 e 2001, há uma queda significativa das NFSP devido ao ajuste fiscal implementado em 1999. Porém, logo em 2002, já se nota uma piora das NFSP, saindo de um patamar de 4,76% em dezembro de 2001 para 9,36% do PIB em dezembro de 2002. Embora as metas de superávit primário tenham sido cumpridas e o país tenha conseguido evitar novos desequilíbrios fiscais até então, a economia voltou a vivenciar uma crise em 2001 que durou até meados de 2003.

Entre 2001 e 2002 o Brasil passou por diversos problemas em várias esferas o que ocasionou uma crise econômica que não chegou a afetar o cumprimento das metas fiscais estabelecidas com o ajuste de 1999, porém acabou afetando a disponibilidade de recursos do país.

O país enfrentou naqueles dois anos uma combinação de cinco problemas que se conjugaram formando uma espécie de “inferno astral”. Em primeiro lugar em 2001 houve um racionamento de energia de conotações dramáticas, que impôs a obrigatoriedade de cortes da ordem de 20% aos consumidores (...) Em segundo lugar, o Brasil sofreu indiretamente os efeitos do agravamento da crise argentina em 2001, eclodindo na decretação da moratória externa do país vizinho no final daquele ano. (...) Em terceiro, o começo da década do novo milênio foi um período difícil da economia internacional, resultado da combinação da crise das bolsas internacionais, interrupção do crescimento forte dos EUA e efeitos dos atentados terroristas nos EUA do 11 de setembro de 2001. Isso afetou as condições de liquidez internacional e tornou muito mais difícil o acesso ao crédito por parte das economias emergentes. Em quarto lugar, a partir de 2001 o

presidente FHC teve seu raio de manobra política seriamente estreitado, pela ação de dois movimentos: de um lado certa perda de influência natural, e de outro, a crise que se estabeleceu na coalizão governamental com o rompimento entre o PFL e o PSDB.(...) Por último, os temores resultantes das incertezas acerca do que poderia acontecer no Brasil a partir de 2003 em função dos resultados eleitorais das eleições de 2002 (ALÉM E GIAMBIAGI, 2008, p.185).

Portanto, o período de 1999 a 2002 foi marcado por uma melhora no resultado primário, devido ao esforço impelido pelo governo em atingir as metas de superávit primário estabelecidas, porém, com um reingresso do país em uma situação de crise em 2001, devido à situação turbulenta que o país estava enfrentando o que causou uma piora das necessidades de financiamento e um incremento dos juros nominais, fatores que impactam diretamente a evolução da dívida pública.

3.5 As Contas Públicas no Novo Governo: 2003 a 2008

O início de 2003 é marcado pelos eventos ocorridos em 2002, como apresentado anteriormente. A expectativa acerca das mudanças que poderiam ocorrer com a troca de governo gerou uma crise não esperada nos credores internacionais a partir de uma possível mudança na política econômica do governo anterior, trazendo para o país uma crise de confiança internacional. Porém, a solidez da política fiscal implementada com o ajuste de 1999 e sua consistência intertemporal, assim como o empenho acerca das reformas estruturais e institucionais, foram fundamentos essenciais para que se pudesse superar a crise. O cumprimento dos contratos permitiu que a retração dos investidores fosse superada e assim possibilitou uma recuperação da atividade econômica e conseqüentemente do crescimento do país. O desempenho econômico do Brasil nesse período foi bastante favorecido pelo contexto internacional, com o aumento da demanda mundial, abundância de liquidez devido as baixas taxas de juros praticadas no mercado internacional e ainda com o fortíssimo crescimento da economia chinesa há uma formidável elevação no preço das *commodities* no mercado mundial, acompanhado também pelo aumento dos índices de preços externos em geral. (ALÉM E GIAMBIAGI, 2008).

Dessa maneira, as contas públicas apresentaram no período uma melhora bastante acentuada em seu Resultado Nominal, caindo de 9,36% do PIB em dez/2002 para 2,86% do PIB em dez/2006, assim como uma redução das taxas de juros nominais, resultado de

uma política monetária rigorosa que foi adotada para atacar a inflação durante a crise observada em 2002, como mostra a tabela 4.

Tabela 4: Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP – (% PIB)

Discriminação	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
NFSP – Resultado Nominal	9,36	3,31	2,26	2,75	2,86
(-) Juros Nominais	12,9	7,21	6,43	7,11	6,66
(=) Resultado Primário	-3,54	-3,89	-4,17	-4,35	-3,81

(-)= Superávit

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

A partir de 2007 com a reeleição do então presidente, o cenário econômico mantém a mesma trajetória que no período anterior com uma redução no resultado nominal, redução na taxa de juros nominal e obtenção de superávit primário. Essa característica fortalece ainda mais a política fiscal adotada pelo governo Lula, como ilustra o gráfico 2.

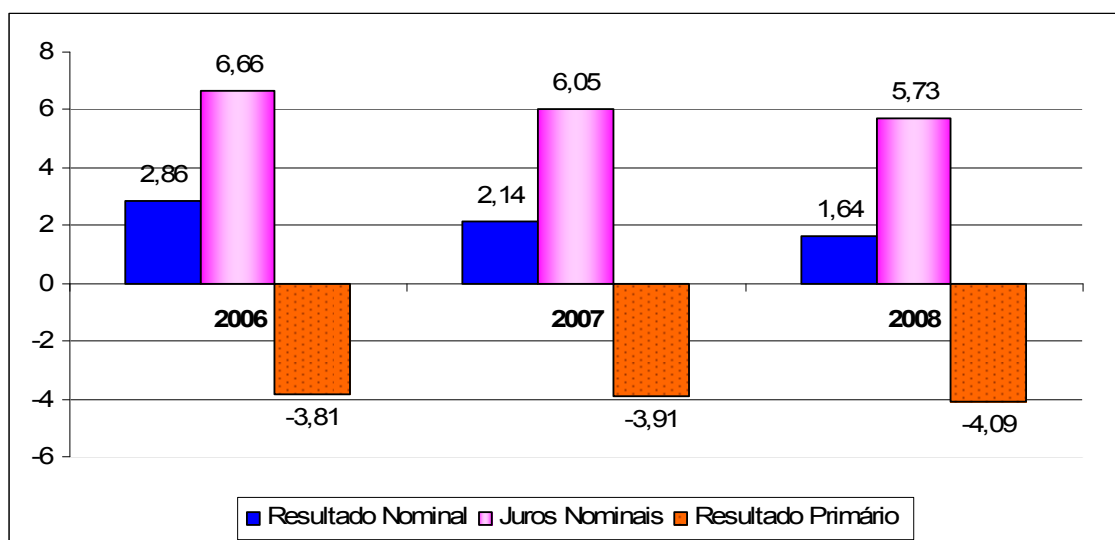


Gráfico 2: Necessidades de Financiamento do Setor Público 2006 a 2008 – (% PIB)

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

As medidas de política econômica adotadas nesse período foram capazes de melhorar a situação fiscal do país dado à manutenção de elevados superávits primários e o alcance de uma melhora da relação DLSP/PIB que começa a diminuir no período, entretanto os níveis de endividamento interno permanecem elevados mesmo com o favorecimento dos resultados primários superavitários e redução das taxas de juros nominais.

3.6 As Decisões de Política Monetária de 1995 a 2008

A política monetária está diretamente relacionada com as variáveis que influenciam a quantidade de dinheiro na economia e pode ser usada, diferentemente da política fiscal, para atingir objetivos de curto prazo. Sob este aspecto, uma das principais variáveis utilizadas no funcionamento da economia é a taxa de juros. Há também, uma forte influência da inflação e das crises externas sobre a condução da política monetária. Quando a inflação é alta ou quando existem crises externas há um aumento das taxas de juros nominais, o que está relacionado com o impedimento de se esvaziar o estoque das reservas internacionais do país e assim evitar a fuga de capitais, ou para frear a demanda já que esta inibe as compras a crédito ou para ampliar a oferta, uma vez que encarece a manutenção de estoques das empresas (MEURER E SAMOHYL, 2001).

Diante desse aspecto, as decisões de política monetária estão diretamente relacionadas à evolução da dívida pública, levando em conta o impacto, principalmente, de uma alteração da taxa de juros sobre a dívida.

Durante o período de 1995 e 1998, a política monetária foi conduzida com o intuito de impedir que possíveis excessos de liquidez pressionassem a demanda agregada e assim o nível de preços, com base nos objetivos de estabilização propostos com o novo plano. Para isso utilizou-se como principal instrumento, a manutenção de altas taxas de juros a fim de conter o nível da atividade econômica, porém com prejuízos a sustentabilidade da relação dívida/PIB.

Durante o segundo período dessa análise, entre 1999 e 2002, as decisões de política monetária estavam baseadas, especialmente em 1999 na mudança do regime cambial. Este passa de um regime de câmbio fixo (abordagem de âncora cambial), com a proposta de manutenção da estabilidade econômica alcançada com o plano real, para um regime de câmbio flutuante. Nesse contexto foi inserido o regime de metas de inflação que apresenta fundamentalmente uma regra para a determinação de taxas de juros de curto prazo.

A partir de 2003 o objetivo central de política monetária adotado foi a diminuição da pressão inflacionária (consequência do choque de oferta ocorrido em 2002 que foi delineado pela redução do crédito externo, com excessiva volatilidade cambial e repasse aos preços internos), existente no início do período e o cumprimento das metas de inflação. Para que isso fosse possível o governo utilizou basicamente a taxa de juros como único

instrumento de combate à inflação. Entretanto, a manutenção do tripé câmbio flutuante, metas rígidas de inflação e elevado superávit primário (que começou a ser utilizado a partir de 1999), gera uma contradição importante acerca das conseqüências desse modelo para a evolução da dívida pública. Ao elevar a taxa de juros para conter a inflação, há um aumento significativo do endividamento público, quando se leva em conta a parcela da dívida que está atrelada à taxa Selic. Assim, para conter esse endividamento o governo se esforça em gerar elevados superávits primários, que é um instrumento importante para a administração da dívida pública, mas prejudica o consumo e o investimento do governo.

Conclui-se, portanto que a principal variável macroeconômica que levou ao crescimento da dívida interna foram às elevadas taxas de juros praticadas pelos formuladores de política econômica desde o início do Plano Real. Isso ocorre principalmente devido ao fato de grande parte do estoque da dívida pública interna ser de títulos indexados a Selic. Esse fator requer mais empréstimos para suprir as necessidades no curto prazo o que leva a geração de altíssimos custos de rolagem da dívida. A utilização desse instrumento é conseqüência da política cambial utilizada pelo governo como forma de conter os impactos das crises externas que estavam ocorrendo e a manutenção do controle inflacionário, dessa maneira, com taxas de juros elevadas, o governo conseguia atrair capital externo mantendo sob controle as metas de inflação propostas, objetivo central para a manutenção da estabilidade econômica brasileira. Porém, o impacto gerado pelas elevadas taxas de juros, assim como as demais variáveis econômicas que influenciam a trajetória da dívida interna, serão mais bem explicitados no capítulo a seguir.

4 IMPACTO FISCAL E O CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA NO PERÍODO RECENTE

Este capítulo tem por objetivo apresentar a evolução da dívida pública interna, seu perfil e composição. Busca-se verificar ainda, o impacto fiscal gerado por essa dívida e a importância dos superávits primários para tornar a trajetória do endividamento sustentável.

4.1 Evolução Recente da Dívida Pública Interna

A crescente dívida pública brasileira, principalmente sob a forma de endividamento interno aumentou consideravelmente após a estabilidade econômica a partir do Plano Real. A Dívida Líquida do Setor Público Interna passou de um estoque de 22,86% do PIB em dezembro de 1995 para 50,11% do PIB em dezembro de 2008. Esse aumento considerável de 27,25 pontos percentuais no período, causa preocupações acerca da trajetória que a dívida pública interna está tomando nos últimos anos. A DLSP ultrapassou a DLSP em 2005, enquanto a DLSP mantinha sua trajetória de crescimento, como é possível observar no gráfico 3.

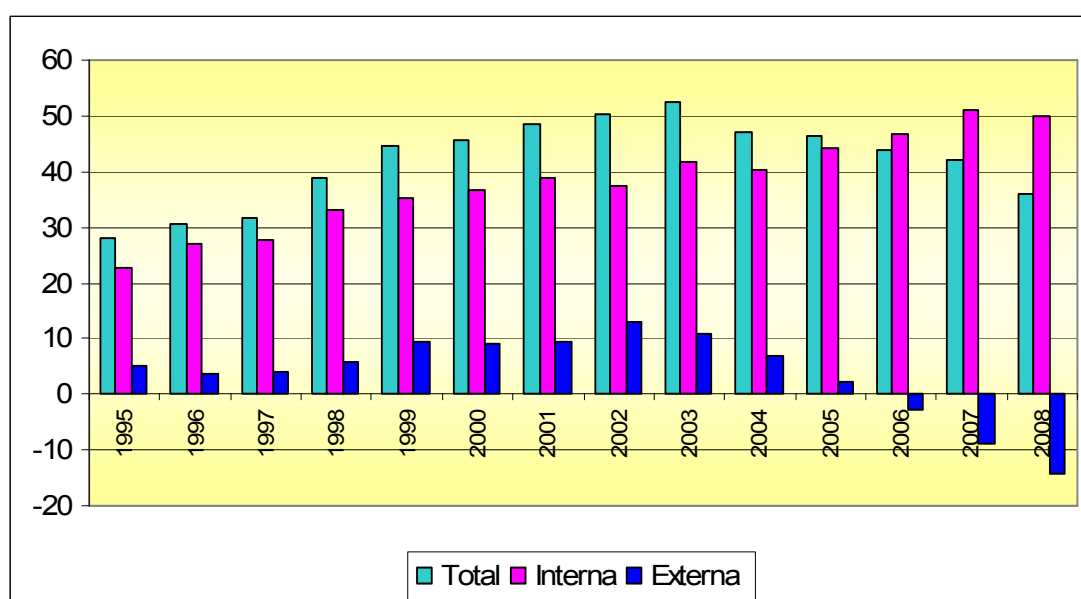


Gráfico 3: DLSP – Total, Interna e Externa 1995 a 2008 – (% PIB)

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Além do crescimento da DLSPI a diferença entre a dívida interna e total está diretamente relacionada com a evolução da dívida externa brasileira. A partir de 2005 a dívida externa passa a assumir valores negativos, isso se dá especialmente pelo aumento das reservas internacionais e a manutenção do Real valorizado frente ao dólar, além de renegociações dos contratos da dívida externa. Esse fator permitiu que os déficits fossem financiados no mercado interno fazendo assim uma troca de dívida externa por interna.

O debate relativo à expansão da dívida pública, faz com que se pense na possibilidade de que ela assuma uma trajetória de crescimento explosivo, caso a relação da dívida/PIB não seja controlada. Entretanto antes de qualquer conclusão deve-se discorrer acerca dos motivos que levaram ao crescimento descontrolado da Dívida Interna no período analisado.

Entre os fatores que motivaram a evolução da dívida estão causas que não aparecerão novamente na contabilização de seu estoque, esses fatores são chamados não repetitivos.

Versiani (2003) apresenta de maneira clara os três fatores não repetitivos que influenciaram na evolução da DLSPI durante o período analisado. O primeiro deles foi o Refinanciamento de Estados e Municípios realizado até 1997 a partir de uma atitude tomada pelo governo de fazer o refinanciamento das dívidas dos estados e municípios diante dos desequilíbrios constantes apresentados nessas contas. Para isso, emitiu títulos de perfil alongado, na maioria dos casos, cujo prazo de vencimento médio é de 15 anos. Esse refinanciamento representou um incremento de aproximadamente R\$: 300 bilhões no montante da dívida pública do país. O segundo foi o PROEF – Programa de Fortalecimento de Bancos Federais: Esse programa foi estabelecido em 2001 mediante medida provisória com o objetivo de permitir que os bancos federais se adequassem aos padrões de capitalização de riscos de crédito estabelecidos pelo acordo de Basiléia¹⁵. Assim para se adequar às normas pré-estabelecidas, diversos bancos precisaram que o governo entrasse com medidas de ajuda financeira a fim de enquadrá-los nas regras acordadas. Esse programa representou um incremento no endividamento público no valor aproximado de R\$: 69,5 bilhões. Por último e mais significativo fator de aumento da DLSPI foram os esqueletos assumidos pelo governo, os Passivos Contingentes. O governo federal realizou diversas operações na última década com objetivo de assumir dívidas latentes, que são os compromissos assumidos no passado que não foram contabilizados como dívidas efetivas.

¹⁵ O Acordo de Basiléia tinha por objetivo aumentar a solidez do sistema bancário internacional, definindo assim diversas normas a serem seguidas.

Esse reconhecimento de dívidas antigas é conhecido na literatura como *hidden liabilities*, mais conhecido como os “esqueletos” da dívida. Essas dívidas assumidas geram um efeito de aumento da dívida pública para dados oficiais, mas não causa os impactos macroeconômicos da verdadeira dívida, ou seja, a dívida que foi formada no período corrente de sua contabilização.

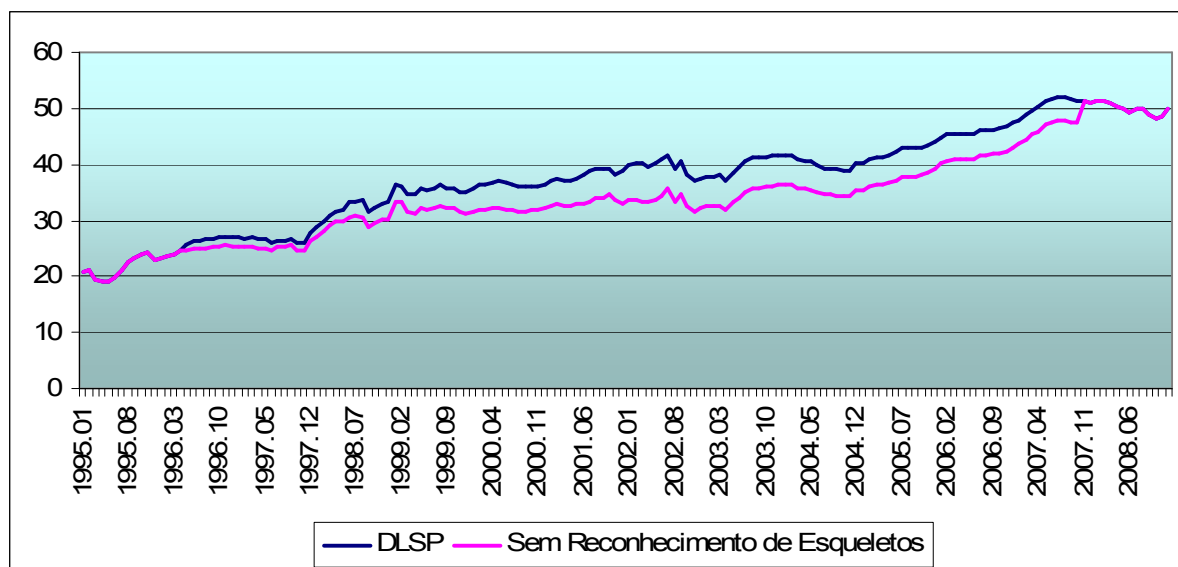


Gráfico 4: DLSP x Impacto do Reconhecimento dos Passivos Contingentes – (% PIB)

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Mesmo que os Passivos Contingentes tenham representado um fator importante no crescimento da Dívida Pública no período recente, a incorporação nas estatísticas fiscais representou maior transparência nas contas públicas do governo levando a maior credibilidade das mesmas.

Contudo, entre 1995 e 2008, além dos fatores não repetitivos, outros fatores influenciaram a DLSP. Entre eles é possível destacar: i) a ocorrência de déficits sucessivos, inicialmente nos estados e municípios e logo após no próprio governo federal, caracterizando grandes déficits no setor público, aumentando suas necessidades de financiamento; ii) o aumento considerável das taxas de juros o que elevou as despesas financeiras, principalmente no período em que ocorrem as crises, asiática e russa, em 1997 e 1998 respectivamente (essas elevadas taxas de juros levam a um aumento significativo das despesas com o serviço da dívida pública); iii) desvalorização forçada do câmbio em 1999 o que elevou bruscamente a parcela da dívida pública interna indexada ao câmbio.

Para Além e Giambiagi (2008) os efeitos do câmbio sobre a dívida são consideráveis. No final de 1998 com a intenção de convencer os agentes econômicos de que o governo não iria desvalorizar o Real permitindo que as empresas fizessem hedge, sem pressionar demasiadamente a procura por dólares, o governo federal acumulou uma dívida em títulos públicos indexados ao dólar de 7% do PIB, ou 21% do estoque total de títulos públicos no final de 1998. Com a desvalorização em 1999 o valor da DPMFI aumentou significativamente.



Gráfico 5: Taxa de Câmbio - Fim do Período
 Fonte: IPEADATA
 Elaboração Própria

Já em 2002, quando há uma nova crise cambial devido às incertezas acerca do novo governo o que gera uma nova depreciação do Real, dessa vez ainda pior do que a enfrentada em 1999, chegando a quase R\$: 4,00/US\$, como pode ser observado no gráfico 5. Essa depreciação provocou novos efeitos sobre a DLSPI, com a dívida de títulos indexados ao câmbio chegar a 22,4% do total de títulos públicos.

Entre 2003 e 2004, houve uma pequena diminuição da DLSPI consequência da combinação de fatores favoráveis como a continuidade do equilíbrio fiscal, crescimento da economia e uma menor apropriação de juros.

De acordo com o Boletim do Banco Central (2005) observa-se durante o ano de 2005 uma elevação da DLSPI, resultado da expressiva troca de dívida externa por dívida interna. Enquanto a dívida externa apresenta queda de 4,49 pontos percentuais, a dívida interna cresce 3,97 % do PIB entre 2004 e 2005.

Em 2006 a DLSPI aumentou 2,51 pontos percentuais em relação ao ano anterior, devido, principalmente, à incorporação de juros ao principal da dívida pública, entretanto, esse acréscimo se mostrou abaixo do limite estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento de 2006.

Em 2007 houve um acréscimo significativo de 4,26 pontos percentuais em relação ao ano anterior chegando ao nível mais elevado de todo o período de estudo, com um estoque total de 50,9% PIB. Esse aumento significativo deu-se também pela incorporação de juros ao principal da dívida como ocorreu no ano anterior.

Em 2008 a DLSPI apresenta uma pequena queda chegando a um estoque de 50,11% PIB. Esse resultado foi possível devido a uma menor apropriação de juros levando em conta um aumento do esforço do governo em implementar superávits primários e pela própria redução dos juros que incidem sobre a dívida.

Dessa maneira, conclui-se que durante o período analisado, além dos fatores não repetitivos que elevaram a DLSPI, outros fatores exerceram influência para que houvesse uma piora desse indicador. Entre eles está principalmente o câmbio e a Selic devido a elevada parcela da dívida atrelada a esses indicadores e a incorporação de juros nominais, que são a parcela de juros não paga pela obtenção de superávit primário que irá compor o principal da dívida.

Entretanto, tão importante quanto o nível do endividamento, para que haja sustentabilidade na trajetória da dívida pública, são as características inerentes ao perfil e a composição dessa dívida que vem sendo tema principal nesse debate e principal preocupação dos gestores da dívida pública.

4.1.1 Perfil e a Composição da Dívida Pública Interna

A grande linha de atuação do Tesouro Nacional tem sido a mudança do perfil e da composição da dívida pública. Essa mudança de perfil vem sendo alcançada através de estratégias capazes de possibilitar uma redução dos juros, o alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública e uma substituição gradual dos títulos pós-fixados, indexados ao câmbio e a Selic, por títulos com rentabilidade pré-fixada ou pós-fixada indexados aos índices de preços.

A redução das taxas de juros e o alongamento e diversificação das maturidades de vencimento dos papéis emitidos pelo Tesouro são requisitos importantes tanto para a consolidação da estabilidade macroeconômica quanto para a recuperação da capacidade de previsão e planejamento das despesas públicas, especialmente as de investimento. Talvez ainda mais importante, em uma perspectiva de longo prazo, a modernização e a regularização das condições de operação do mercado de papéis públicos são necessárias para a construção de um mercado de capitais privados que possa não apenas dar apoio efetivo a episódios de recuperação da atividade econômica, mas também financiar, de forma eficaz, o imenso esforço de investimento indispensável para que o país reencontre seu caminho rumo ao desenvolvimento econômico (ANDIMA, p. 7, 2003).

Dessa maneira o objetivo buscado pelo Tesouro Nacional nos últimos anos tem sido uma mudança na estrutura dos vencimentos e na participação relativa dos tipos de rentabilidade o que faz com que haja uma melhor administração de riscos e incremento da liquidez no mercado secundário.

De acordo com Giambiagi (1995) quando a DPMFI está basicamente estruturada em títulos de curto prazo, podem ocorrer três tipos de problemas. O primeiro deles está relacionado aos títulos de curto prazo gerar maiores custos do que os de médio e longo prazo, devido ao risco de ocorrer uma monetização súbita com uma crise que leve os agentes a reivindicarem maiores taxas de juros. Em segundo lugar as características desse tipo de dívida dificultam o controle da inflação, caso não seja possível impedir que parte da dívida seja convertida em dinheiro, levando a uma expansão da base monetária e por último o risco de ocorrerem crises de confiança clássicas, que no Brasil está associado a mudanças de governo e a incerteza acerca do direcionamento das políticas econômicas que o novo governo irá tomar. Assim, um país que possua uma economia que tem seu mercado de títulos baseada num curto prazo de maturação de seus papéis, fica vulnerável oscilações do mercado ficando sujeito a ter que monetizar uma fração de sua dívida ou sofre impactos consideráveis quando há um aumento da taxa de juros como ocorre no Brasil.

Entretanto, há uma característica referente à curva de rendimentos brasileira que dificulta o processo de alongamento da dívida interna. Segundo Figueiredo e Megale (2006), a economia brasileira vem apresentando desde 2003 uma curva de taxa de juros negativamente inclinada em seu espectro mais curto, em algumas vezes horizontal. Esse fator é resultado da elevada taxa Selic em termos nominais e da expectativa de queda das taxas de juros nominais e reais no futuro.

Originalmente a curva de rendimentos pode possuir inclinação positiva quando as taxas de juros de longo prazo são maiores do que as taxas de juros de curto prazo, assim os mercados financeiros esperam que as taxas de juros de curto prazo sejam maiores no futuro. Ou podem possuir inclinação negativa, quando as taxas de juros de longo prazo são

menores do que as taxas de juros de curto prazo, o que leva aos mercados esperarem uma taxa de juros de curto prazo menor no futuro (BLANCHARD, 2005).

Associado a esses fatores está a mudança em relação aos indexadores que é dada especialmente pela necessidade de desindexar a economia do câmbio e dos juros, pela vulnerabilidade que esses indexadores causam a economia como um todo. É importante portanto, ressaltar o perfil da dívida devido a sua característica de influenciar a decisão dos investidores acerca da percepção de riscos do país.

A dívida pública interna é composta principalmente por títulos mobiliários que diferem entre si conforme o contexto e a finalidade da emissão. Nesse sentido, deve-se observar cada modalidade de título e suas especificidade.

Um dos fatores que mais interfere no perfil da dívida é a responsabilidade acerca da emissão dos títulos públicos. No Brasil, os títulos públicos podem estar tanto sob a responsabilidade do Banco Central¹⁶ como do Tesouro Nacional. A grande diferença entre essas duas categorias de títulos é dada de acordo com a finalidade da emissão dos títulos. Os títulos de responsabilidade do Banco Central são emitidos para fins de política monetária e os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional são emitidos para financiar o déficit público, ou seja, possui características condicionadas a questões orçamentárias.

Entretanto, é necessário que haja uma coordenação eficiente entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no que tange a dívida pública, dessa maneira:

Sabe-se que o estoque da dívida mobiliária depende do resultado fiscal e das operações de política monetária que trocam ativos mais líquidos por títulos públicos federais. Então, a necessidade de coordenação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, no que se refere à gestão da dívida pública, é evidenciada em dois momentos: primeiro, quando a expansão da base monetária explica o crescimento da dívida de responsabilidade do Banco Central; depois, quando a gestão da dívida de responsabilidade do Tesouro é afetada pela condução da política monetária pelo Banco Central (NUNES e NUNES, p.7, 1999).

A tabela 5 apresenta os principais títulos emitidos pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional, cada título possui características distintas que são definidas principalmente pelo indexador que garante a rentabilidade de cada título, assim como os encargos do endividamento.

¹⁶ A emissão de títulos por parte do Banco Central ocorreu até maio de 2002, quando foi suspenso pela Lei de Responsabilidade Fiscal, porém torna-se relevante mencioná-lo, pois alguns títulos, como as NBC continuam sendo negociados no mercado.

Tabela 5: Características dos Títulos da Dívida Pública¹⁷

Títulos de Responsabilidade do BANCO CENTRAL	Indexador	Prazo	Característica
BBC – Bônus do Banco Central	Pré-fixado ou pós-fixado/Definido pela Taxa Selic	Curto Prazo	Títulos de curtíssimo prazo com rendimento pré-fixado, definido na negociação efetuada com desconto.
LBC – Letra do Banco Central	Pós-fixado/Selic	Curto Prazo	Possui remuneração definida pela taxa média diária do SELIC, sendo o resgate pelo valor nominal acrescido dos juros.
NBC – Nota do Banco Central¹⁸	Pós-Fixado/Definido o conforme a série. Podendo ser indexado por taxa de câmbio, Selic etc.	Curto Prazo	Emitida pelo prazo mínimo de três e máximo de doze meses, tem rentabilidade pós-fixada e possui diversas séries de emissão, cada uma com índice de atualização específico
Títulos de Responsabilidade do Tesouro	Indexador	Prazo	Característica
LFT – Letra Financeira do Tesouro	Pós-Fixado/Taxa Selic	Médio e Longo Prazo	Rentabilidade diária, com resgate definido pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento.
NTN – Nota do Tesouro Nacional	Pós-Fixado/Definido o conforme a série. Podendo ser indexado por índice de preços ou pela taxa de câmbio	Médio e Longo Prazo	Pagamento Semestral de Juros, fixado no ato da compra.
NTN – Nota do Tesouro Nacional – Série F	Pré-fixado	Longo Prazo	Pagamento Semestral de Juros, fixado no ato da compra. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título
LTN – Letra do Tesouro Nacional	Pré-fixado	Curto Prazo	Rendimento definido pelo deságio sobre o valor nominal.

Fonte: Banco Central
Elaboração Própria

¹⁷ A partir de maio de 2002 o Banco Central não pôde mais emitir títulos de sua responsabilidade para fins de política monetária devido a Lei Complementar nº. 101 da LRF, desde então, o Banco Central se utiliza dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para suas operações de mercado aberto, porém, essa lei não impediu que os títulos do Banco Central se mantivessem no mercado.

¹⁸ Apesar de o Banco Central não emitir mais títulos públicos desde 2002 as NTN's continuam sendo negociadas no mercado secundário.

Os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional apresentam em 1995 uma elevada participação das NTN's que são títulos pré-fixados. Ao longo dos anos após a implementação do Plano Real, essa composição vai gradativamente mudando, tendo em vista o manejo da política econômica nos anos seguintes. A partir de 1999 é possível notar uma grande participação das LFT's, títulos pós-fixados, estratégia adotada para fins de política monetária (esse título vem sendo um grande obstáculo para o processo de alongamento dos prazos médios dos títulos por possuir rentabilidade diária). O gráfico abaixo apresenta a composição da DPMFI de acordo com títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional.

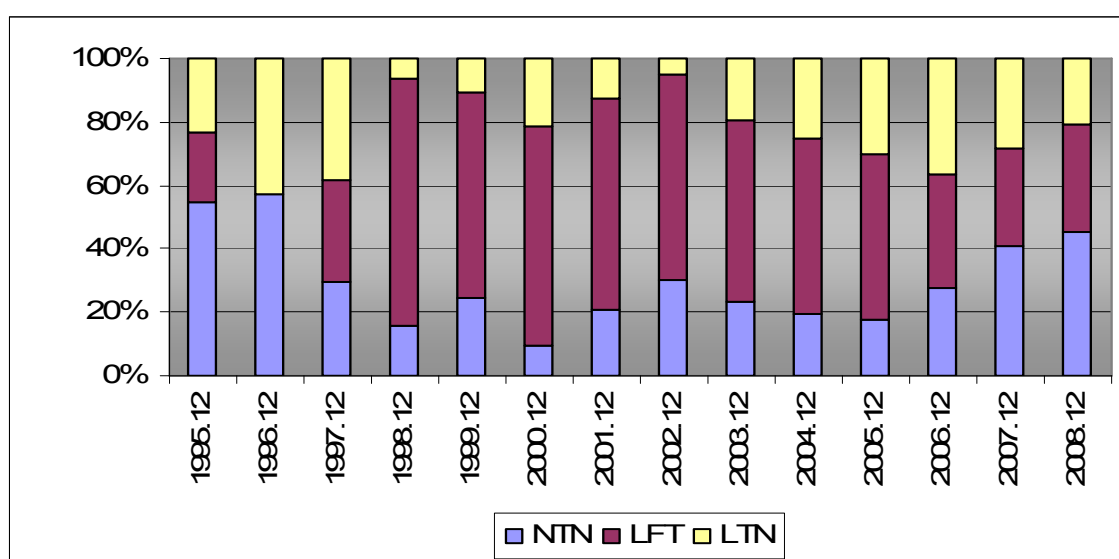


Gráfico 6: DPMFI – Participação por Título de Responsabilidade do Tesouro Nacional¹⁹

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Com a Lei de Responsabilidade Fiscal e a proibição do Banco Central de emitir títulos a partir de maio de 2002, o Banco Central tem a participação de títulos públicos diminuídos e seus títulos passam a ser pouco negociados no mercado. O gráfico abaixo demonstra mais claramente que a partir de 1999 as LBC's e os BBC's deixam de ser emitidos pelo Banco Central sendo negociados após esse período apenas as NBC's.

¹⁹ No gráfico não estão incluídos os BTN's por terem uma participação pouco significativa no total dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.

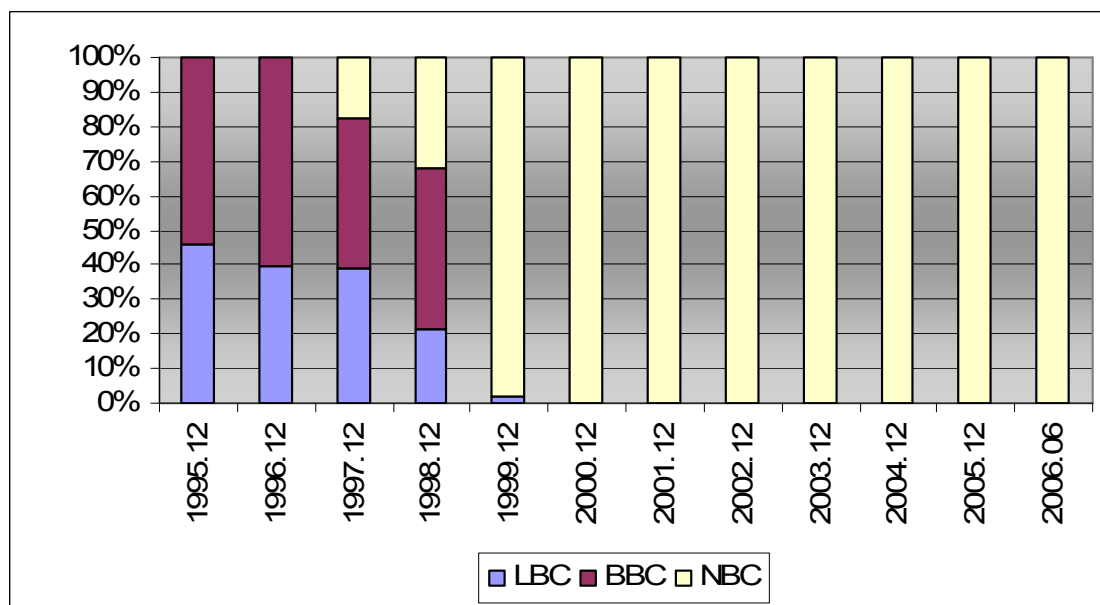


Gráfico 7: DPMFI – Participação por Título de Responsabilidade do Banco Central

Fonte: Banco Central

Elaboração Própria

Outro fator de extrema relevância acerca do perfil e da composição da DPMFI diz respeito à composição em termos dos indexadores dos títulos. A partir de 1995, com a implementação de um novo plano de estabilização, é possível notar que a composição da DMFi é baseada principalmente em títulos pós-fixados indexados a Selic e com títulos pré-fixados. Nos anos de 1995 e 1996 sob os efeitos do sucesso do Plano Real o governo pôde aumentar a parcela de títulos pré-fixados²⁰ que chegou a 61% em dezembro de 1996, enquanto as parcelas indexadas a Selic, ao câmbio e a TR correspondiam a 18,6%, 9,4 e 7,9 respectivamente. Nesse período o governo se empenhou fortemente na substituição das LFT's por LTN's com a finalidade de aumentar a maturidade dos títulos.

Entre 1997 e 1999 o Brasil, ameaçado pelo contágio da crise asiática e da crise Russa, viu-se obrigado a aumentar a taxa de juros para evitar a fuga de capitais do país, com isso os agentes aumentaram a demanda por títulos pós-fixados, gerando incertezas acerca do serviço da dívida e colocando em dúvida a capacidade de pagamento futura do país. Ao longo desse período a parcela da dívida indexada ao câmbio sofreu um aumento significativo, chegando a 24,2% em dezembro de 1999 com a colocação, principalmente de títulos como NBC's e NTN's., enquanto a parcela indexada a Selic correspondeu a 61,1%, com a colocação das LFT's e LBC's. As duas parcelas juntas representavam em 1999, 85,3% da composição total da DPMFI. Com a mudança no regime cambial de fixo para

²⁰ Entende-se por título prefixado como aquele que não possui indexador, sendo que no momento da aplicação já se sabe qual a remuneração esperada.

flutuante, a participação dos títulos indexados a Selic e ao câmbio aumentou muito até que houvesse uma estabilização em meados de 2002.

Após esse período de transição é possível perceber uma melhora gradativa com a mudança da trajetória de composição da dívida, diminuindo assim a exposição do país a volatilidade da taxa de câmbio. Como ilustra o gráfico abaixo:

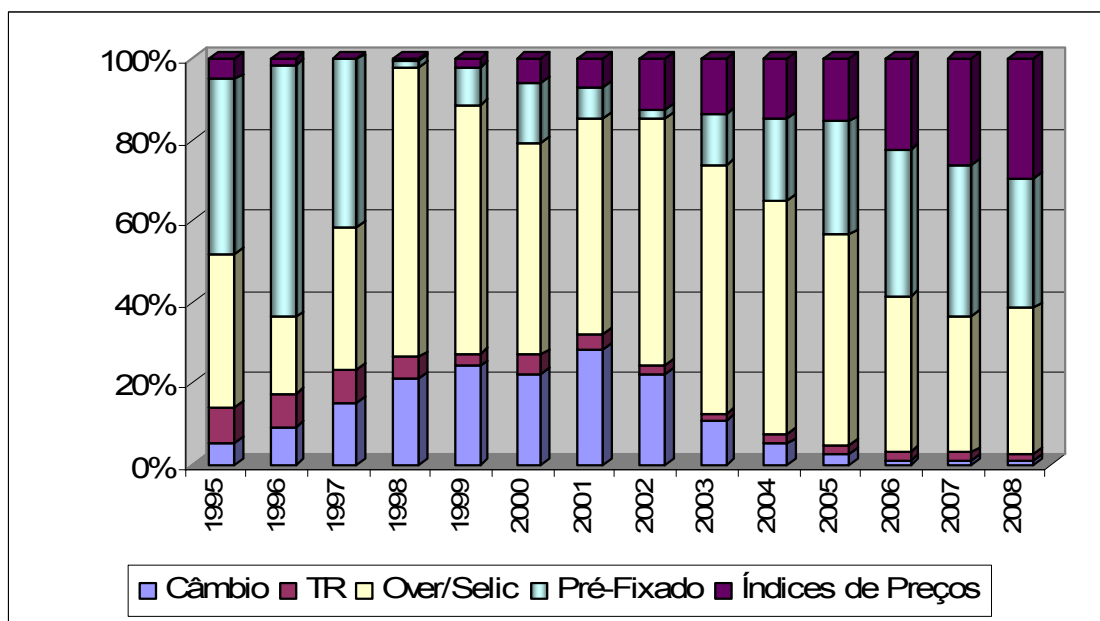


Gráfico 8: DPMFI: Por indexador
 Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional
 Elaboração Própria

Como se pode notar na tabela 6, os títulos indexados a taxa Selic aumentaram sua participação na composição da DPMFI, atingindo 60,8% em dezembro de 2002 ante 52,8% no final do ano anterior, é possível notar também uma diminuição na parcela indexada ao câmbio que apresenta em 2002 uma participação de 22,4%, ante 28,6% , ou seja, há uma diminuição de 6,2 pontos percentuais na parcela da dívida indexada ao câmbio entre 2001 e 2002. Já em relação aos títulos pré-fixados há também uma queda em relação ao ano anterior, quando apresenta uma participação de 2,2% ante 7,8% no ano anterior.

Essa mudança significativa da composição da DPMFI deve-se especialmente pela atuação do Banco Central em uma proteção cambial. Já a perda de participação por parte dos pré-fixados é dada especialmente pela elevação dos resgates líquidos da dívida que afetam os títulos de menor prazo e pela maior incerteza acerca do comportamento dos juros.

Para 2004 o governo federal se empenhou numa estratégia de alongamentos dos prazos e mudança na composição da dívida em especial com tendência ao aumento da participação dos pré-fixados. Houve um aumento da parcela da DPMFI dos títulos pré-

fixados passando de 12,5% em 2003, para 20,1% em 2004. Os títulos indexados a índices de preços demonstram uma trajetória de crescimento e os títulos indexados ao câmbio mantém queda na sua participação passando de 10,8% em 2003 para 5,2% em 2004, assim como os títulos indexados a Selic com uma participação de 57,1% em 2004 ante uma participação de 61,4% em 2003.

Tabela 6 – Composição da DPMFI por Idexador

Período	Câmbio	TR	Over/Selic	Pré-Fixado	Índices de Preços
Dez/95	5,3	9	37,8	42,7	5,3
Dez/96	9,4	7,9	18,6	61	1,8
Dez/97	15,4	8	34,8	40,9	0,3
Dez/98	21	5,4	71	1,7	0,4
Dez/99	24,2	3	61,1	9,2	2,4
Dez/00	22,3	4,7	52,2	14,8	5,9
Dez/01	28,6	3,8	52,8	7,8	7
Dez/02	22,4	2,1	60,8	2,2	12,5
Dez/03	10,8	1,8	61,4	12,5	13,5
Dez/04	5,2	2,7	57,1	20,1	14,9
Dez/05	2,7	2,1	51,8	27,9	15,5
Dez/06	1,3	2,2	37,8	36,1	22,5
Dez/07	1	2,1	33,4	37,3	26,3
Dez/08	1,1	1,6	35,8	32,2	29,3

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional
Elaboração Própria

O período entre 2005 e 2008 manteve a trajetória de queda dos títulos públicos indexados ao câmbio e Selic, enquanto os títulos pré-fixados e indexados aos índices de preços continuaram ganhando participação. Essa melhora na composição da dívida com o aumento da participação de títulos pré-fixados e o alongamento dos prazos de vencimento possibilitou uma melhor gestão da dívida e permitiu uma diminuição dos riscos de mercado e de refinanciamento, assim como uma redução na relação dívida/PIB no período.

O ano de 2008 se mostrou bastante desafiador para os gestores da dívida pública, tendo em vista o cenário de crise vivenciada primeiramente pelos países centrais como EUA e Europa e um pouco mais tarde pelos países emergentes como o Brasil. Essa crise se manifestou no Brasil a partir de uma contração do crédito e oscilações sobre a taxa de câmbio.

Diante de um cenário pouco favorável a participação relativa dos títulos pré-fixados no volume total da DPMFI apresentou uma redução ao passar de 37,3% em 2007 para 32,2% em 2008. Essa redução não significa mudança nos objetivos adotados pelo governo federal na mudança da composição da DPMFI, mas sim por uma estratégia do Tesouro Nacional para evitar incorrer maiores custos num momento posterior.

Ante uma redução na participação dos pré-fixados é possível notar uma pequena elevação da participação de títulos indexados a Selic, passando de 33,4% em 2007 para 35,8% em 2008.

Um dos aspectos positivos da gestão da dívida em 2008 foi a participação crescente dos títulos indexados aos índices de preços que apresentaram em 2008 uma participação de 29,3% ante 15,5% em dezembro de 2005.

Outro fator que gera grande preocupação acerca da trajetória da dívida pública, em relação ao perfil e composição da DPMFI é o seu prazo médio.

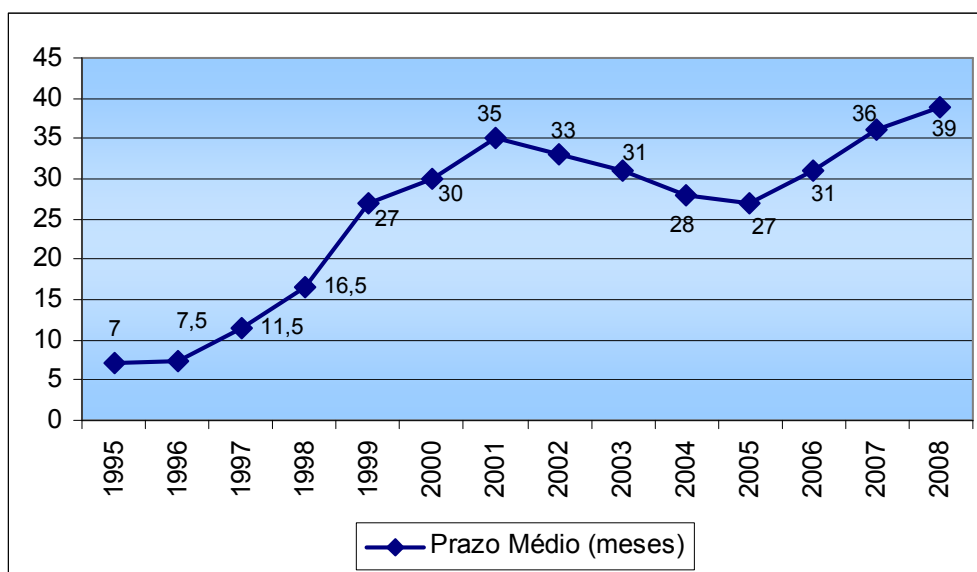


Gráfico 9: DPMFI – Prazo Médio em meses
 Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional
 Elaboração Própria

O gráfico 9 mostra que o perfil da dívida em relação ao prazo médio apresentou comportamentos distintos entre 1995 e 2008.

Em relação à administração da DPMFI, adotou-se, a partir de 1995, uma estratégia que visava ampliar prazos, reduzir custos para o Tesouro e desindexar e melhorar as condições de refinanciamento da dívida. O gradativo alongamento a partir de 1996 foi resultado de uma economia mais estável que permitiu um alongamento dos prazos médios e que o Tesouro Nacional substituiu integralmente o estoque de LFT em mercado por LTN.

Em 1997 o processo de alongamento foi favorecido pela colocação de papéis mais longos, entretanto, a crise do sudeste asiático provocou uma interrupção temporária desse processo devido às expectativas pouco favoráveis do mercado.

Ao longo de 1998 com o agravamento da crise asiática e com mais uma crise, a crise russa que piorou a situação econômica mundial levando a uma crise de confiança do

sistema financeiro como um todo, fez com que os prazos dos títulos prefixados fossem reduzidos significativamente e as emissões sendo interrompidas dando lugar as LFT indexada a taxa Selic.

Mesmo diante desses fatores o prazo médio da dívida interna continua crescendo só mudando de trajetória a partir de 2001. A partir de 2001 apresenta-se uma trajetória declinante dos prazos médios que foram reduzidos ano a ano até 2005. Essa queda é justificada pelas condições adversas sofridas pelo mercado brasileiro no período de análise que levou a um aumento do risco de crédito do setor público e a dificuldade de aceitação de títulos mais longos que incorriam em maiores custos de captação.

Quanto ao prazo médio, cabe ressaltar que, tendo por objetivo garantir o bom funcionamento do mercado de títulos públicos e evitar o surgimento de uma crise decorrente da volatilidade excessiva dos títulos de mais longo prazo, ampliada quando da antecipação da regra de marcação a mercado, o Tesouro Nacional passou a privilegiar a captação de recursos com papéis mais curtos. Se por um lado, essa postura levou à redução do prazo médio da dívida – de 35,0 meses em dezembro de 2001 para 33,2 meses em dezembro de 2002 - por outro, evitou que se incorresse nos elevados custos de captação que prevaleciam para títulos mais longos naquele momento. (MENDONÇA, p. 7, 2003)

Entretanto a partir de 2006 já é possível observar uma melhora significativa no alongamento dos prazos médios que apresentam em 2008 uma média de 39 meses, ante aos 27 meses observados em 2005, devido à melhora da situação econômica do país o que permitiu que fossem emitidos títulos mais longos, contribuindo para alcançar o objetivo de alongamento do perfil da dívida pública. Porém o país enfrenta ainda grandes dificuldades para que o objetivo de alongamento da dívida seja alcançado de maneira a modificar efetivamente a estrutura da dívida pública brasileira.

Conforme Figueiredo e Megale (2006), a dificuldade do alongamento da dívida pública está ligada a fatores conjunturais relacionados à gestão da política econômica, e fatores microeconômicos. O primeiro se caracteriza especialmente pelas crises, juros nominais elevados e estrutura a termo da taxa de juros negativamente inclinada. Já em relação a dificuldade acerca de fatores microeconômicos, devido a estes inibirem a demanda por ativos mais longos, um arcabouço regulatório desfavorável e uma conta de capitais ainda relativamente fechada.

Portanto, conclui-se que todo o esforço impellido pelo governo na tentativa de modificar o perfil e a composição do endividamento, tendo em vista as dificuldades inerentes à economia brasileira, foram capazes de melhorar o perfil em termos de prazo médio com um alongamento da dívida de 32 meses entre 1995 e 2008, assim como a composição dos títulos emitidos, com uma diminuição significativa dos títulos indexados

ao câmbio e a Selic, e um aumento importante dos títulos prefixados e indexados aos índices de preços. Esse esforço demonstra uma melhora considerável no papel da administração da dívida pública de acordo com os objetivos traçados e alcançados nos últimos anos com uma redução da vulnerabilidade aos riscos inerentes ao mercado.

4.2 Impacto Fiscal Gerado pela DLSPI

Essa seção tem o objetivo central de verificar o impacto fiscal gerado pela dívida pública interna a partir das despesas com pagamento de juros nominais, assim como a importância do superávit primário para que a relação dívida/PIB seja equilibrada, mantendo uma trajetória de sustentabilidade da dívida pública.

4.2.1 Despesa com Juros e seu impacto na evolução da DLSPI

O impacto fiscal gerado pela DLSPI se traduz no pagamento por parte do governo de despesas com juros altíssimas o que exerce grande pressão sobre as despesas do setor público com um todo levando o governo a efetuar cortes sobre as demais despesas como forma de ajustamento. Obviamente esse pesado ônus que o serviço da dívida traz, restringe a capacidade do governo de despender recursos em itens relacionados ao bem estar social como educação, saúde e infra-estrutura.

Sendo assim, as despesas com juros são um fator primordial na definição da dinâmica do endividamento público, a composição e os prazos de remuneração dos diferentes títulos emitidos são capazes de definir o custo do endividamento no período analisado. Esse custo está implícito nas taxas de juros nominais praticadas pelo setor público e a correção monetária dos títulos ou nas taxas de juros reais, que definem o esforço real do governo para custear o seu déficit de recursos.

A partir de 1995 foi amplamente utilizada no Brasil, uma política monetária baseada em elevadas taxas de juros com o objetivo de assegurar a entrada de recursos externos e financiar a manutenção da taxa de câmbio recém valorizada. Essa elevada taxa de juros

incorporava os riscos inerentes ao mercado brasileiro e também a expectativa de uma possível desvalorização cambial. Entretanto, a manutenção de elevadas taxas de juros leva a uma forte deterioração das contas públicas, gerando um aumento considerável do serviço da dívida. O pagamento de juros e amortização do principal da dívida pública interna tem sido efetuado através da geração de superávits primários ou pela realização de operações de crédito, a partir da emissão de títulos pelo Tesouro Nacional, essa realização de crédito é feita baseada na perspectiva de rolagem da dívida, onde o pagamento que deveria ser feito em moeda é efetuado com a colocação de novos títulos no mercado a partir de um refinanciamento. Essa opção é em geral utilizada pelo fato da geração de superávits primários serem insuficientes no sentido de pagar o total de juros e encargos da dívida, assim como de amortizar parte o principal, o que leva o governo a partir para uma estratégia de refinanciamento. Quando o setor público se empenha numa estratégia de refinanciamento (o que leva a um aumento no estoque da dívida) há uma necessidade de aumentar a taxa de retorno desses títulos tendo em vista os riscos inerentes a aplicação, esse processo acaba por definir um círculo vicioso da dívida pública.

O pagamento de juros nominais pode ser dividido entre pagamento de juros nominal interno (referente ao montante da dívida interna) e o pagamento de juros nominal externo (referente ao montante da dívida externa). Durante todo o período analisado é possível perceber que as despesas com juros internos são consideravelmente mais significativas do que com juros externos, apresentado este, nos anos de 2007 e 2008, valores negativos de 0,04% e 0,17% do PIB respectivamente.

Tabela 7: Despesa com Juros Nominais

Período	Externo	Interno	Total
Dez/95	0,49	6,42	6,91
Dez/96	0,42	4,91	5,33
Dez/97	0,25	4,53	4,78
Dez/98	0,28	7,13	7,41
Dez/99	0,94	11,01	11,95
Dez/00	0,81	6,6	7,41
Dez/01	1,1	7,01	8,11
Dez/02	1,15	11,75	12,9
Dez/03	1,13	6,08	7,21
Dez/04	0,88	5,56	6,43
Dez/05	0,65	6,46	7,11
Dez/06	0,33	6,33	6,66
Dez/07	-0,04	6,09	6,05
Dez/08	-0,17	5,89	5,73

Fonte: Banco Central
Elaboração Própria

As despesas com juros nominais são influenciadas, durante o período estudado, basicamente por dois fatores: i) variações no câmbio, que ocorre devido à parcela da dívida indexada a ele; e ii) variações na Selic, por esta ser a taxa básica de juros da economia e definir as demais taxas de juros praticadas no país.

Entre 1995 e 1999 houve um aumento significativo das despesas com juros nominais, passando de 6,42% para 11,01% do PIB respectivamente. O aumento do gasto com juros especialmente em 1999 teve forte influência da crise externa vivida pelo Brasil que causou forte desvalorização cambial, com impactos significativos sobre os juros referentes à dívida interna.

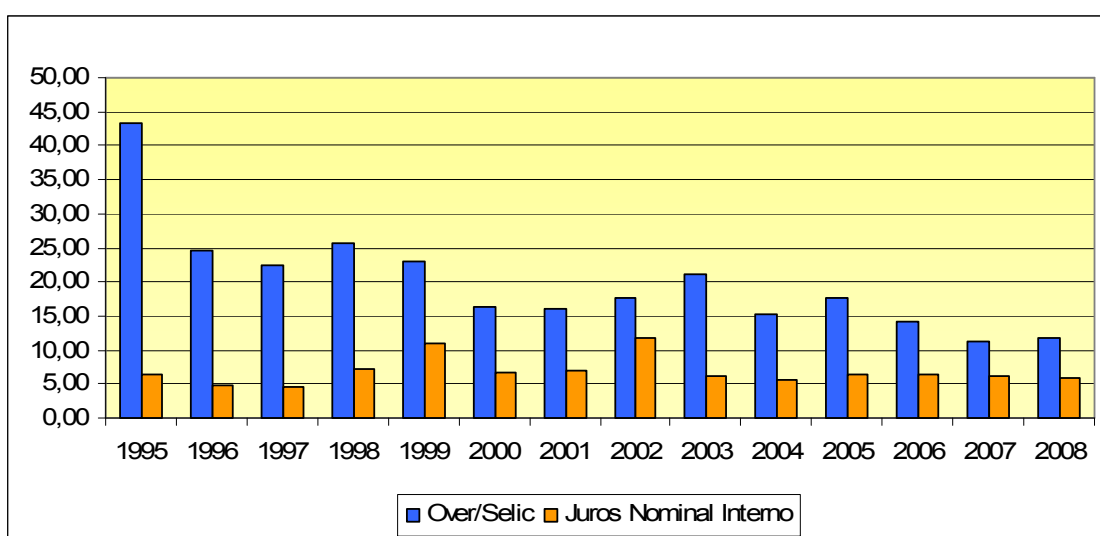


Gráfico 10: Over Selic x Juros Nominais - Interno

Fonte: IPEADATA

Elaboração Própria

Em 2000 o pagamento de juros foi menor do que o apresentado em 1999, representando 6,6% e 7,01% do PIB respectivamente. Um dos fatores responsáveis pela variação das despesas com juros nesse período foi à queda relativa da taxa básica de juros da economia brasileira, a Selic²¹, que nesses dois anos fica num patamar de 16%.

O ano de 2001 apresenta um pequeno aumento do gasto com juros em relação ao ano anterior de acordo com a incorporação na apuração das NFSP do impacto da desvalorização cambial que incidiu sobre a parcela da dívida mobiliária interna indexada ao câmbio.

²¹ SELIC é taxa *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), expressa na forma anual, é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas. É a taxa básica de juros da economia brasileira utilizada como referência pela política monetária.

Já em 2002 o pagamento de juros mostra uma trajetória de crescimento principalmente pela necessidade do governo de aumentar a taxa básica de juros frente à crise enfrentada em 2002. Esse fator é extremamente relevante devido ao fato de que a prática de juros altos por parte do governo leva a uma neutralização do esforço de redução da dívida pública, pois afeta diretamente a parcela da dívida interna indexada a Selic. Entretanto, a confiança dos agentes econômicos começa a ser recuperada em 2003 após o anúncio das diretrizes de política econômica adotadas pelo novo governo o que leva a uma queda dos juros nominais apesar de uma elevação da Selic. A queda significativa das despesas com juros da dívida é evidenciada também pela melhora do perfil do endividamento, tendo diminuído a parcela da dívida indexada ao câmbio e um aumento na parcela indexada aos índices de preços.

Em 2004 os juros nominais mantêm a tendência de queda que é evidenciada pela queda na Selic e pela redução na relação da dívida interna com o PIB, passando em 2004 para 40,16%, ante 41,66% do PIB em 2003.

Em 2005 é mantido o esforço fiscal por parte do governo federal com o objetivo de gerar superávits primários para a redução gradual da dívida pública a fim de garantir sua sustentabilidade. Apesar disso há um aumento nos juros nominais de 0,9 pontos percentuais como reflexo direto do aumento de 2,42 pontos percentuais da taxa Selic.

Durante os anos de 2006 e 2007 foi mantida a trajetória declinante das despesas com juros nominais influenciada diretamente pela mesma tendência na taxa Selic. Entretanto, de acordo com o Boletim do Banco Central (2006), a queda dos juros nominais ocorre em ritmo mais lento do que a taxa Selic devido a três fatores, primeiro devido a uma mudança no perfil da dívida líquida com um aumento na participação dos títulos prefixados, que incorporam por mais tempo a taxa de juros passada (pois carregam até o vencimento as taxas praticadas no momento de sua emissão), em segundo lugar pela redução dos juros sobre ativos financeiros do setor público, ou seja, pela parcela da dívida indexada a Selic, e por último, o resultado das operações de *swap*. Assim, os efeitos de uma redução da Selic tendem a ser intensificados no futuro e somados a isso, uma melhora no perfil do endividamento coopera para uma evolução favorável da relação dívida/PIB.

Durante o ano de 2008, as despesas com juros mantiveram a trajetória de queda mesmo diante da crise mundial que se apresentava e com uma necessidade do governo de aumentar a taxa Selic. Foi apenas no último bimestre do ano que houve um aumento no estoque da dívida interna causado pela depreciação cambial que pressiona a parcela da dívida indexada ao câmbio. Porém os efeitos sobre a dívida pública dessa crise só poderão

ser mais bem verificados nos próximos meses. Acredita-se que os efeitos sobre a dívida pública interna sejam menores do que os observados durante as crises cambiais de 1999 e 2002, tendo em vista que naquele momento a parcela da dívida indexada ao câmbio era bastante superior a verificada no final de 2008. Em 1999 a parcela da dívida indexada ao câmbio correspondia a 24,2% do total de títulos, em 2002 22,4% e em 2008 representava apenas 1,1%, esse fator diminuiu significativamente a vulnerabilidade da dívida pública as oscilações cambiais. Entretanto é possível que seja também afetada pelo contágio de um aumento na Selic, mesmo que os títulos com esse indexador tenham diminuído bastante, representando em 2008 apenas 35,8% do total de títulos públicos, ante a 61,1% em 1999 e 60,8% em 2002.

Portanto, é possível notar que nos últimos anos há uma tendência de queda nas despesas com juros nominais. De acordo com Giambiagi e Além (2008) em termos fiscais, a combinação de juros moderadamente declinantes com uma diminuição da relação dívida total/PIB, leva a uma ligeira diminuição da despesa com juros nominais do setor público consolidado ao longo do tempo. Se associarmos esse fator a manutenção das metas de superávit primário, é possível esperar nos próximos anos uma queda na relação dívida interna/PIB, mesmo que até então ela esteja assumindo uma trajetória crescente.

4.2.2 A Importância de se Obter Superávit Primário para Estabilizar a Relação Dívida/PIB

O emprego dos superávits primários com o objetivo de manter um controle da relação Dívida/PIB ocorreu no Brasil logo após o acordo firmado com o FMI e da adoção de regimes de metas de inflação a partir de 1999.

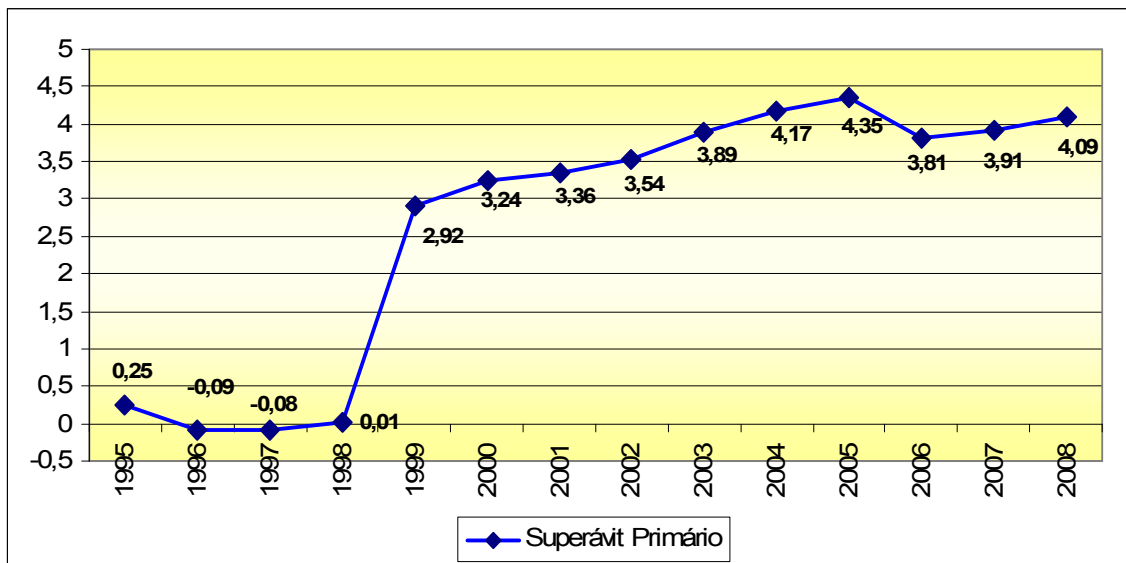


Gráfico 11: Superávit Primário – (% PIB)

(-) = Déficit

Fonte: IPEADATA

Elaboração Própria

A obtenção de superávits primários foi conseguida através, especialmente, de elevadas cargas tributárias cobrada dos agentes econômicos em detrimento de uma política fiscal austera na tentativa de superar as pressões provenientes da dinâmica da dívida e da escassez de financiamento.

Entretanto, a política implementada pelo governo para a obtenção de um resultado primário superavitário é essencial para impedir que a dívida pública assuma uma trajetória explosiva, já que a obtenção de superávits primários geram recursos que são utilizados no pagamento do saldo devedor presente da dívida pública e também do montante não pago no passado. Caso isso não ocorra, há um aumento da relação dívida/PIB e consequentemente uma perda de credibilidade do governo quanto aos seus pagamentos futuros, atingindo negativamente as expectativas dos agentes econômicos que temem o risco de *default* da dívida. Já, enquanto o governo se esforça para gerar consecutivos superávits primários, maior será a credibilidade do setor público junto aos seus credores em relação aos futuros pagamentos demonstrando uma preocupação do governo em honrar suas dívidas, dessa maneira, quando há um aumento da credibilidade do governo, alguns indicadores macroeconômicos reagem positivamente.

Além de atingir as metas de superávit primário é necessário que o governo consiga diminuir as elevadas taxas de juros que incidem sobre a dívida e aumentar a taxa de crescimento anual da economia que é um fator de extrema importância, tendo em vista que quando há um aumento do denominador, ou seja, do PIB, há uma queda da relação

entre a dívida e esse denominador, melhorando a sustentabilidade do endividamento. É importante ressaltar, contudo, que a manutenção de superávits primários é um condicionante fundamental para uma trajetória favorável da dívida pública brasileira de acordo com a sua capacidade de reduzir a relação dívida/PIB.

De acordo com Versiani (2003) caso a meta de superávit primário que foi buscada a partir de 1999 tivesse ocorrido também entre 1995 e 1998, certamente teríamos hoje uma dívida interna menor do que é observado.

Todavia, o debate atual tem evoluído para que o governo consiga além de um superávit primário, um déficit nominal zero, ou seja, o resultado do governo deve incluir o pagamento de juros da dívida pública. Quando o objetivo do governo é apenas alcançar a meta de superávit primário, não há dinheiro suficiente para o pagamento dos juros da dívida sendo a diferença transferida para o principal da dívida, que aumenta nominalmente. Já o déficit nominal zero pressupõe uma economia para o pagamento de todas as despesas do governo, incluindo a totalidade das despesas com juros (PEREIRA, 2006).

Essa alternativa do governo, de um déficit nominal zero, leva a geração de um esforço fiscal ainda maior do que o praticado até então. Porém gera benefício quando se leva em conta que não haverá mais a necessidade de parte dos juros da dívida ser transferidos para o principal, tendo em vista que os juros e encargos da dívida serão pagos integralmente, evitando que haja um refinanciamento e conseqüentemente um aumento do estoque da dívida tornando-a mais sustentável. Contudo essa proposta gera, assim como a manutenção de elevados superávits primários, um ônus a sociedade como um todo na medida em que os recursos utilizados para o pagamento de juros e encargos da dívida poderiam estar sendo utilizados para o consumo e investimentos do governo.

Portanto, a manutenção de elevados níveis de superávit primário se caracteriza como um instrumento fundamental utilizado pelo governo para que o a DLSPI assuma uma trajetória declinante a partir de então, assim como uma redução permanente das despesas de juros pagas pela dívida e um crescimento do produto. Contudo, essa meta tem sido alcançada com sucesso para a DLSP, que vem declinando desde 2003.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A dinâmica da dívida pública é um dos principais indicadores das condições de sustentabilidade e solvência do setor público. A partir da implantação do Plano Real essa dinâmica foi afetada devido às políticas econômicas adotadas que favoreciam a diminuição da inflação baseada numa estratégia de juros altos que provocaram um aumento da relação dívida/PIB e um risco de incorrer numa trajetória perigosa nos anos seguintes. Com todos os desequilíbrios das contas públicas apresentados até 1998, o governo se empenha em fazer um ajuste fiscal diante de problemas decorrentes da insustentável trajetória da dívida pública e dos sucessivos déficits em conta corrente o que agravava ainda mais a situação econômica brasileira, somado a isso, um ambiente internacional pouco favorável com diversas crises impactando o sistema financeiro mundial como um todo. A consequência desse ajuste foi uma mudança gradual nas políticas econômicas adotadas pelo governo que centrava seus esforços a partir de três medidas: na obtenção de superávits primários com a finalidade de equilibrar a relação dívida/PIB (resultado de um comprometimento de um acordo com o FMI, tendo as metas de superávit primário superadas ano a ano); com uma mudança no manejo da política cambial passando de um sistema de câmbio fixo para um sistema de câmbio flexível; e por fim, uma política monetária focada em cumprir metas de inflação.

Além desses fatores, a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal tornou a gestão dos recursos públicos mais disciplinada e responsável. A partir de então, o governo conseguiu diminuir suas necessidades de financiamento o que gerou uma melhora nas contas públicas como um todo. Contudo, entre 1999 e 2002 o governo ainda se deparou com uma deterioração em suas Necessidade de Financiamento, tendo em vista que a partir de 2003, essa situação é revertida, já sendo possível observar uma melhora significativa do resultado nominal do setor público além da obtenção de um elevado superávit primário, o que gera uma maior confiança acerca da situação econômica brasileira.

Entretanto, deve haver ainda um grande esforço por parte do governo para que a relação dívida interna/PIB seja melhorada. Esse indicador teve um aumento considerável de 27,25 pontos percentuais entre 1995 e 2008. Esse aumento significativo foi provocado por fatores não repetitivos, que são caracterizados pelos esforços do governo de promover um refinanciamento das dívidas dos estados e municípios, um fortalecimento dos bancos

federais e principalmente o reconhecimento de passivos contingentes, que em alguns períodos chegaram a representar uma elevação da dívida em torno de 5%, porém, os passivos contingentes apenas alteram o valor contabilizado da dívida, não gerando assim efeitos macroeconômicos no período da sua contabilização.

Além disso, outros fatores contribuem de maneira decisiva para que esse ritmo de crescimento fosse mantido. Durante o período analisado, foi possível observar que as crises enfrentadas pela economia brasileira entre 1999 e 2002, causaram desvalorizações cambiais significativas, que impactaram negativamente a trajetória a DLSPI, tendo em vista a parcela indexada ao câmbio que era referente a uma média de 24,37% do total de títulos públicos no período. Além desse fator importante, a taxa Selic foi outro motivo de grande preocupação para os gestores da dívida, levando-se em conta também a elevada parcela da dívida interna atrelada a esse indexador, chegando a representar 61,1% do total de títulos públicos em 1999. Essa característica da composição da dívida interna torna, portanto, a economia brasileira muito vulnerável as oscilações do câmbio e da taxa básica de juros.

Diante desse contexto, uma das estratégias utilizadas pela administração da dívida pública tem sido uma mudança no perfil e na composição da DLSPI. Pode-se notar a partir de então, uma mudança significativa com uma redução da parcela indexada ao câmbio chegando em 2008 a representar apenas 1,1% do total de títulos públicos, assim como uma redução da parcela da dívida indexada a Selic, chegando em 2008 a representar 35,8% do total de títulos, com isso, houve um aumento das parcelas da dívida prefixadas e indexadas aos índices de preços que vem sendo o objetivo traçado pelos gestores da dívida. Conjuntamente a isso há um alongamento, mesmo que sutil, dos prazos médios dos títulos da dívida pública, entretanto, esse alongamento só está sendo viabilizado devido a trajetória de queda na taxa básica de juros, a Selic, que tem incentivado um aumento da demanda por títulos prefixados e indexados aos índices de preços.

Mesmo diante de uma mudança no perfil e na composição da dívida interna ela mantém uma trajetória de crescimento, gerando o impacto fiscal do pagamento de juros e encargos sobre essa dívida. Essas despesas com juros exercem uma forte pressão sobre as demais despesas do governo obrigando-o a promover cortes significativos em seus gastos com a finalidade de promover um ajustamento em suas contas. Todavia, esses cortes de gastos efetuados pelo governo são feitos em áreas onde mais se precisa de investimentos públicos, como em saúde, educação, infra-estrutura entre outros, gerando cortes em consumo e investimentos do governo como um todo, ou seja, onerando a sociedade, além

de gerar um aumento considerável da carga tributária com a finalidade de aumentar as receitas do setor público.

Para que haja uma diminuição dessas despesas com juros é necessário que haja uma queda do estoque da dívida interna que é obtida pelo governo através da geração de superávits primários que sinalizam ao mercado que está havendo um esforço do governo em honrar seus compromissos, aumentando sua credibilidade. Porém, os elevados superávits primários que vêm sendo conquistados ano a ano têm sido largamente superados pelas despesas com pagamento de juros o que gera um processo de refinanciamento dos juros não pagos, e conseqüentemente elevam o estoque da dívida.

Um fator que vem sendo debatido no cenário atual é a obtenção de um déficit nominal zero, que incluem o pagamento das despesas com juros, ante a geração de superávit primário. Essa alternativa evitaria que o não pagamento de juros incorresse num processo de refinanciamento e um conseqüente aumento de estoque. Mas independente da forma, o importante é que o governo se empenhe em estratégias que são capazes de diminuir a relação dívida/PIB para levar a economia brasileira a assumir uma trajetória de crescimento sustentado através de um círculo virtuoso de crescimento econômico. Sendo assim, a redução do endividamento interno como proporção do PIB não depende apenas de um aumento do superávit primário, ou da obtenção de um déficit nominal zero, mas também numa queda mais acelerada da despesa com o pagamento de juros da dívida e um aumento da taxa de crescimento da economia, além da manutenção do esforço de modificar o perfil e a composição da dívida. Essa combinação de elementos seria capaz de melhorar a imagem econômica do país, aumentando sua credibilidade frente aos agentes econômicos, diminuindo o risco de default da dívida e mantendo-a numa trajetória sustentável ao longo o tempo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, Ana Cláudia. GIAMBIAGI, Fábio. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2008. 518 p.

ANDIMA. Dívida Pública: **Propostas para ampliar a liquidez**. Rio de Janeiro, 2003.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia: teoria e política econômica**. Rio de Janeiro: Person Prentice Hall, 2005.

BORGES, Daniel de Araújo e. **“Impactos da Política Monetária e Fiscal no Gerenciamento da Dívida Pública: Uma Análise Macro-Estrutural”**. Rio Grande do Sul, 2006.

BANCO Central do Brasil. **Boletim do Banco Central**: Relatório anual. Vários Números. Disponível em: <www.bacen.gov.br> Acesso em 23 fev. 2009.

FIGUEIREDO, Luiz Fernando. MEGALE, Caio. **O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal**. Janeiro de 2006. Mimeo.

FILELLINI, Alfredo. **Economia do Setor Público**. São Paulo: Atlas, 1994.

GIAMBIAGI, Fábio. **"Estabilização, Reformas e Desequilíbrio Macroeconômico: Os Anos FHC (1995-2002)"** In VILLELA, A.; GIAMBIAGI, F.; CASTRO, B.C.; e HERMANN, J. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. São Paulo: Campus 2005.

_____. **O Pagamento da Dívida Interna**. *Revista de Economia Política*, vol 15, nº 2 (58), abril – junho 1995

HERMANN, Jennifer. **A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)**. *Dilemas da Dívida - Cadernos Adenauer*, Rio de Janeiro, n. 4, nov., 2002.

_____. **“Reformas, “Endividamento Externo e o Milagre Econômico – 1964-1973”**. In VILLELA, A.; GIAMBIAGI, F.; CASTRO, B.C.; e HERMANN, J. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. São Paulo: Campus 2005.

IPEADATA. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br> Acesso em 23 fev. 2009.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. **Três Ensaios sobre a Dívida Pública e a Determinação da Taxa de Juros na Economia Brasileira**. Brasília: ESAF, 2003. 78 p. Monografia premiada em 2º lugar no VIII Prêmio Tesouro Nacional – 2003, Ajuste Fiscal e Dívida Pública, Miguel Pereira (RJ).

MEURER, R.; SAMOBYL, R. W. **Conjuntura econômica**: entendendo a economia no dia-a-dia. Campo Grande: Ed. Oeste, 2001. 123 p.

NUNES, Selene Peres; NUNES, Ricardo da Costa. **Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central**: Aspectos da Coordenação entre Política Fiscal e Monetária. Brasília: ESAF, 1999. 85 p. Monografia vencedora em 2º Lugar no IV Prêmio de Monografia - Tesouro Nacional, Dívida Pública, Brasília (DF).

PEREIRA, José Mathias. **Finanças Públicas**: a política orçamentária no Brasil. 3 ed. São Paulo. Atlas 2006

REZENDE, Fernando. **Finanças Públicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001. 382 p.

SECRETARIA do Tesouro Nacional. **Plano Anual de Financiamento**. Vários Números. Disponível em: <www.tesouro.gov.br> Acesso em 20 de fevereiro de 2009

SILVA, Gustavo Martins. **O Mercado da Dívida Pública**: Uma Proposta para Induzir a Formação da Estrutura a Termo da Taxa de Juros. Campinas SP, 2006. 180 p.

VERSIANI, Flávio Rabelo. **A Dívida Pública Interna e sua Trajetória Recente**. 2003. Texto para Discussão - Unb nº. 284.