

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

DAVID JOSÉ DELLAMATRICE

ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA INTERNA – PÓS PLANO REAL

FLORIANÓPOLIS

2010

DAVID JOSÉ DELLAMATRICE

ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA INTERNA – PÓS PLANO REAL

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

Orientador: Prof. Dr. Jaime César Coelho

FLORIANÓPOLIS

2010

DAVID JOSÉ DELLAMATRICE

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 8 (oito) ao aluno David José Dellamatrice na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Florianópolis, dezembro de 2010.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Jaime César Coelho

Presidente

Profa. Dra. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti

Membro

Prof. Dr. Renato Ramos Campos

Membro

“Não empreste nem peça emprestado:
quem empresta perde o amigo e o dinheiro;
quem pede emprestado já perdeu o controle de sua economia”.

(Polônio, Lord camarista),
William Shakespeare, Hamlet

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todas as pessoas que de alguma maneira, ao longo desses cinco anos, contribuíram para que esse trabalho fosse realizado. Agradeço a meus pais, Sirlei e José, por todo apoio e carinho.

Aos professores do departamento de Ciências Econômicas, por todo conhecimento e dedicação. Agradeço principalmente ao professor Jaime César Coelho, pelo privilégio de ser seu orientando.

Aos meus amigos e colegas de curso, em especial ao Rafael Reis e Samuel Barquet, pela agradável convivência desses últimos anos.

RESUMO

Esse estudo tem como objetivo analisar a composição da dívida interna brasileira a partir da introdução do plano real, em julho de 1994. Buscou-se estudar o processo de evolução da dívida pública, identificando os componentes que influíram para sua evolução nesse período. O estudo foi feito dividido em dois períodos distintos e revelou que a dívida cresceu de forma significativa. O primeiro período compreende o regime de câmbio fixo, de 1994 até janeiro de 1999, onde devido à alta necessidade de financiamento externo e aos ataques especulativos ao real, ocasionados pelas crises internacionais, fez com que o governo utilizasse altas taxas de juros para atrair os investidores estrangeiros. Devido aos sucessivos ataques especulativos ao real, o governo recorreu a um empréstimo internacional de U\$\$ 44 milhões junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional). Em 1999, ainda em um momento de instabilidade internacional e fortes pressões especulativas, o governo se viu obrigado a adotar o regime de câmbio flutuante e a política fiscal foi marcada pelo esforço de obtenção de superávits primários, para tentar estabilizar a relação Dívida / PIB (Produto Interno Bruto). Houve o processo de reconhecimento de dívidas antigas, onde o governo foi obrigado a reconhecer dívidas passadas, os chamados “esqueletos” da dívida pública, aumentando a relação dívida / PIB. A partir de 2004, o governo iniciou uma política de aumento das reservas internacionais, servindo como uma espécie de seguro para as economias emergentes atravessarem momentos de instabilidade internacional. Em 2008, a crise hipotecária não deteriorou a percepção de risco-país frente aos investidores internacionais como nas crises passadas, apesar de ter sido a mais severa crise internacional desde 1930. Sendo que, a evolução nos níveis de reservas internacionais foi fundamental para manter estabilizada a dívida líquida do setor público e sua relação com o PIB.

Palavras-chave: Dívida Pública Interna, Crise Internacional, Câmbio Fixo, Câmbio Flutuante.

ABSTRACT

This work aims at analyzing the Brazilian national debt from July 1994, when the economic reforms known as Plano Real were introduced. We shall see how the public debt evolved, pointing out the causative elements of such evolution. First, the time line was divided in two different periods. The first one is characterized by a fixed exchange rate, lasting from 1994 until January 1999. Because of an intense need for external funds, as well as the speculative effects over the Brazilian currency Real, the government employed high interest rates to draw foreign investment. As a result of the hazardous effects aforementioned, the government requested foreign aid from IMF(International Monetary Fund), a total of US\$44,000,000. In 1999, still in a moment of international instability and suffering from speculative attacks, the Brazilian Central Bank was forced to adopt a floating exchange rate. In addition, the fiscal policy was directed to obtain fiscal surplus. The objective of those measures was to stabilize the debt-to-GDP ratio. However, the country was forced to recognize past debts, the so called “skeletons” of public debt, increasing the ratio in 6.1%. By 2004, the government sought to increase the foreign exchange reserves, as a hedge against international instability for emergent economies. In 2008, the subprime mortgage crisis did not affect the country risk ratings, as in previous crisis, despite the fact it was the most severe since 1930. On this basis, the pattern of foreign exchange reserves was essential to keep the debt-to-GDP ratio stable.

Keywords: Public National Debt, International Crisis, Fixed Exchange Rate, Floating Exchange Rate.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Dívida interna – Governo federal e Banco Central - líquida - (% PIB)

Figura 2: Títulos públicos emitidos pelo Banco Central

Figura 3: Títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional

Figura 4: Relação dívida interna / externa – Governo federal e Banco Central – líquida – (%PIB)

Figura 5: Títulos indexados ao câmbio (%) – Dólar (U\$\$)

Figura 6: Valores líquidos das dívidas do setor público

Figura 7: Evolução do Volume das Reservas Internacionais

Figura 8: Redução da vulnerabilidade externa (Razão Reservas / % Dívida Externa)

Figura 9: Dívida Líquida do Setor Público e Reservas Internacionais (%PIB)

Figura 10: Relação entre a DLSP e a taxa de câmbio durante a crise

Figura 11: Dívida Líquida do Governo Central (% PIB – PIB valorizado pelo IGP-DI)

Figura 12: Spread do índice Embi¹ Brasil frente ao título do tesouro americano e do CDS Brasil

Figura 13: Composição da dívida pública federal por indexador (% da dívida pública federal)

Figura 14: Trajetórias da dívida líquida do setor público (Em % do PIB)

¹ Embi (*Emerging Markets Bond Index*): Índice de mercado calculado pelo banco JP Morgan para custo de captação de países emergentes.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição da dívida pública

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BBC	Bônus do Banco Central
BC	Banco Central
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LBC	Letra do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NTN	Notas do Tesouro Nacional
NBC	Notas do Banco Central
PIB	Produto Interno Bruto
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TR	Taxa Referencial

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Tema e problema	12
1.2	Objetivo.....	12
1.2.1	<i>Objetivo geral</i>	12
1.2.2	<i>Objetivos específicos</i>	13
1.3	Justificativa	13
1.4	Metodologia.....	14
1.5	Referencial teórico	15
2	CONTEXTUALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	17
2.1	Definição.....	17
2.2	Concepção histórica da dívida	18
2.2.1	<i>Concepção marxista</i>	18
2.2.2	<i>Concepção neoclássica e keynesiana</i>	18
2.2.3	<i>Origem da dívida no Brasil</i>	19
2.3	Funções	21
2.4	Administração	22
2.5	Componentes da dívida e função dos títulos	22
2.5.1	<i>Títulos públicos emitidos pelo Banco Central do Brasil – emitido para controle da política monetária.</i>	23
2.5.2	<i>Títulos Públicos emitidos pelo Tesouro Nacional – emitido para financiamento do déficit público.</i>	24
2.6	Relação Dívida Pública Interna / PIB.....	26
3	PRIMEIRO PERÍODO DO PLANO REAL – CRAWLING PEG (1994 – 1998)	28
3.1	Fundamentos.....	28
3.1.1	<i>Alta necessidade de financiamento</i>	28
3.1.2	<i>Câmbio fixo com Taxa de juros elevada e quadro de instabilidade internacional</i>	29
3.2	O acordo com o FMI	33
3.3	Componente dolarizado.....	34

4 SEGUNDO PERÍODO DO PLANO REAL – CÂMBIO FLUTUANTE (1999 – 2010)	37
4.1 Câmbio flutuante.....	37
4.2 Passivos contingentes – Esqueletos	40
4.3 Reservas Internacionais / Dívida e a Crise de 2008	42
4.3.1 <i>Definição</i>	42
4.3.2 <i>Acumulação de reservas</i>	43
4.3.3 <i>Crise Hipotecária</i>	45
CONCLUSÃO.....	50
REFERÊNCIAS.....	54

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e problema

O presente trabalho tem como tema a Composição da Dívida Pública Interna Brasileira. O período de análise data de 1994, com o início do Plano Real, até os dias atuais, e sua escolha não é aleatória. Podemos partir desta data e analisar a evolução da dívida pública interna nos dois regimes cambiais pós plano real, onde observa-se uma trajetória crescente da dívida interna em relação ao PIB. O primeiro período, denominado de *Crawling Peg*, foi caracterizado pelo regime de câmbio fixo. O segundo período, denominado de câmbio flutuante, foi caracterizado pelo regime de flutuação na taxa de câmbio.

1.2 Objetivo

Na esteira da temática apresentada anteriormente, a presente pesquisa se desenvolve a partir da delimitação de objetivos principais e secundários que, tomados em seu todo, nos dão a noção da problemática levantada.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo deste trabalho é analisar a Composição da Dívida Pública Interna Brasileira – Pós Plano Real.

1.2.2 Objetivos específicos

O espaço de tempo decorrido entre 1994 e 2010 é caracterizado pelo aumento da dívida pública interna brasileira. Dentro desse espaço de tempo, a política cambial teve dois períodos distintos, o primeiro, até janeiro de 1999, denominado de *Crawling Peg*, e o segundo, até os dias atuais, chamado de câmbio flutuante. Partindo disso, esse trabalho tem como objetivos específicos:

- O estudo da dívida interna no período *Crawling Peg*, buscando identificar os componentes que contribuíram para a evolução da dívida pública interna com relação às políticas econômicas adotadas.
- O estudo da dívida interna no período de câmbio flutuante, buscando identificar os componentes que contribuíram para a evolução da dívida pública interna com relação às políticas econômicas adotadas.

1.3 Justificativa

A medida que avançamos no estudo da ciência econômica, temos a exata noção da importância que o estudo da dívida pública interna brasileira exerce na atual realidade econômica do país. O crescimento extraordinário da dívida interna foi objeto de análise de vários autores, sendo que alguns defendem que é possível, através da geração de superávits primários, mantê-la

estável ou até reduzir sua relação com o PIB. Outros autores sugerem uma postura mais radical e defendem a redução dos encargos com a dívida, para direcioná-los em programas sociais. Sendo assim, sugerimos que esse estudo pode contribuir com o aprendizado a respeito dos efeitos do câmbio na dinâmica fiscal.

1.4 Metodologia

O presente trabalho de pesquisa constitui-se em uma análise da composição da dívida pública interna após julho de 1994, com o início do Plano Real. Para tanto, a análise parte de uma contextualização sobre o tema da dívida interna brasileira, levando em conta seu papel histórico e sua origem na economia brasileira. Também será feita uma pesquisa exploratória sobre a administração da dívida pública, função e emissão dos títulos públicos, bem como sua relação com o PIB.

Após estes apontamentos, e com um maior rigor analítico, se faz necessário o estudo sobre os componentes que influenciaram a evolução da dívida pública interna e as políticas econômicas adotadas nos períodos de *Crawling Peg* e de flutuação, bem como a relação da dívida com o PIB nos períodos mencionados, apontando o seu extraordinário crescimento, o qual implicou em um montante que ultrapassou 39% do PIB em 2010. Para isso, foi feito uma pesquisa exploratória a partir de dados macroeconômicos, disponíveis em sites na internet que se relacionam com o tema, como o IPEA e o Banco Central do Brasil.

Percorrido este caminho teórico e analítico, encaramos a questão da dívida interna não como coisa em si, mas como parte de um processo histórico em andamento, que envolvem relações internas e externas entre os agentes econômicos.

Por fim, encerramos a monografia com uma síntese dos resultados

obtidos.

1.5 Referencial teórico

O processo de evolução da dívida interna, no caso brasileiro, é permeado por momentos históricos particulares, possuindo elementos principais e secundários em cada um desses momentos. O processo de endividamento interno decorre de três fatores principais: *o financiamento de gastos públicos, os gastos com juros sobre a dívida contraída, e a política monetária e cambial*. Nesse trabalho, daremos ênfase a política cambial como ponto fundamental nessa análise, na medida em que, o controle do câmbio influenciou relevantemente o processo de endividamento público interno.

Observamos que nos anos recentes, houve um crescimento enorme da dívida interna, sendo que, os fatores que mais impulsionaram esse crescimento não foram os financiamentos de gastos públicos, e sim as altas taxas de juros adotadas durante o período de câmbio fixo, e os custos da política de câmbio flexível após o fim do regime de câmbio fixo. Devido aos déficits nas transações correntes com outros países, o governo precisava atrair, e evitar saídas, de capitais externos oferecendo taxas de juros altíssimas e uma política monetária e cambial favorável. Esse fato é relatado por Aloizio Mercadante (1998, p. 155) na seguinte passagem:

“A velocidade do endividamento público impulsionada de forma brutal pelas elevadas taxas de juros, pode ser expressa na comparação entre as taxas de juros, que se mantiveram no patamar de 25,3% ao ano. As despesas com juros nos últimos três anos atingiram R\$ 14,2 bilhões em 1994, R\$ 35,5 bilhões em 1995 e R\$ 29,4 bilhões em 1996. [...] A política monetária, baseada na manutenção de juros artificialmente altos, estimula uma captação elevada de capital especulativo volátil e não contribui para a entrada de capitais de risco. As taxas elevadas de juros comprometem o crescimento econômico, prejudicando a capacidade de arrecadação fiscal, além de deteriorar as finanças públicas.”

Pode-se então definir o que se configura como uma situação de sucessivos aumentos da dívida pública em relação ao PIB, como relata Fabio Giambiagi (2005, p. 189):

“Note-se que entre 1994 e 2002 não houve um único ano no qual a relação dívida pública/PIB não tenha aumentado em relação ao ano anterior.”

Entretanto, observamos que o estudo dos componentes diretamente ligados a políticas econômicas, como é o caso dos juros e do câmbio, somente serão suficientes para mostrar a dimensão da problemática sobre a evolução da dívida pública, se observados juntamente com o estudo de fatores e eventos exógenos que afetam a relação de endividamento do país, e são de extrema importância para entendermos a escolha das políticas econômicas adotadas pelo governo. Esses fatores podem ser o reconhecimento de dívidas contraídas por governos anteriores (esqueletos), ou fatores que abalam as expectativas dos investidores; mesmo quando são oferecidas altas taxas de juros, elas não compensam a percepção do investidor entre a relação de prêmio de risco / risco-país, como por exemplo, quando do desencadeamento de uma crise financeira internacional, ou eventos ligados a uma crise política interna, como no caso das eleições de 2002, ou externa, como no caso do ataque terrorista as torres gêmeas em 2001.

São essas relações que norteiam o presente estudo sobre a composição da dívida interna.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

2.1 Definição

Primeiramente, convém definirmos o que é dívida pública. Podemos definir como dívida pública como sendo a dívida contraída pelo governo, através da emissão de títulos públicos, com entidades ou pessoas da sociedade para financiar parte de seus gastos que não são cobertos com a arrecadação de impostos, ou para alcançar alguns objetivos de gestão econômica, tais como: controlar o nível de atividade, o crédito e o consumo, ou para captar recursos no exterior. Sendo que, dívida pública interna é a soma dos débitos assumidos pelo governo junto aos bancos, empresas e pessoas residentes no país e no exterior, e paga em moeda nacional. E a dívida pública externa é contraída no exterior e é paga em moeda estrangeira, ou seja, moeda obtida por meio de exportações, investimentos estrangeiros, etc. Em relação ao prazo, a dívida pública pode ser:

- Dívida flutuante – compreende as operações de crédito de curto prazo, isto é, inferior a doze meses. Integra, ainda, os restos a pagar – excluídos os serviços da dívida – os serviços da dívida a pagar, os depósitos e os débitos de tesouraria. É também denominada dívida não consolidada.
- Dívida fundada – compreende as operações de crédito de longo prazo, isto é, superior a doze meses, também chamada de dívida consolidada.

2.2 Concepção histórica da dívida

2.2.1 Concepção marxista

Recorrendo a Marx, a dívida pública está intimamente ligada ao modo de produção capitalista, servindo como alavanca para a acumulação de capital. Segundo Marx (1985, p. 288):

A dívida pública torna-se uma das mais enérgicas alavancas da acumulação primitiva. Tal como o toque de uma varinha mágica, ela dota o dinheiro improdutivo de força criadora e o transforma, desse modo, em capital, sem que tenha necessidade para tanto de se expor ao esforço e perigo inseparáveis da aplicação industrial e mesmo usurária. Os credores do Estado, na realidade, não dão nada, pois a soma emprestada é convertida em títulos da dívida, facilmente transferíveis, que continuam a funcionar em suas mãos como se fossem a mesma quantidade de dinheiro sonante. Porém, abstraindo a classe de rentistas ociosos, assim criada e a riqueza improvisada dos financistas que atuam como intermediários entre o governo e a nação [...] a dívida do Estado fez prosperar as sociedades por ações, o comércio com títulos negociáveis de toda espécie, a agiotagem, em uma palavra: o jogo da Bolsa e a moderna bancocracia.

Nesta perspectiva a dívida pública é um mecanismo de antecipação da acumulação, por meio de um artifício financeiro, a criação de quase-dinheiro. A dívida pública, senão cria, parece cumprir a função da moeda de crédito.

2.2.2 Concepção neoclássica e keynesiana

A escola neoclássica e keynesiana não possuem uma fundamentação

teórica sobre a dívida pública. Essas duas correntes de pensamento concentram o debate em relação aos efeitos do déficit público, conseqüentemente, da dívida sobre o equilíbrio econômico. Sendo que, os neoclássicos argumentam ser necessário buscar um equilíbrio nas contas públicas, criticando os déficits orçamentários por causarem inflação e alegando incompetência dos governos. Já os keynesianos criticam a concepção de equilíbrio neoclássico, defendendo a intervenção do estado no sentido de tentar conduzir a economia ao equilíbrio. Keynes também defende a idéia de que o déficit público estimula a produção e o crescimento da economia (demanda agregada). Na perspectiva keynesiana a dívida pública pode ser conduzida, em momentos de crise, como uma varinha de condão que faz libertar das armadilhas da liquidez o *animal spirit* capitalista, aumentando o nível de ocupação. Entre a perspectiva neoclássica e keynesiana, poderíamos dizer que há uma diferença de concepção normativa: enquanto a primeira concentra sua análise nos efeitos monetários disruptivos do endividamento público, a segunda, sem desconsiderar os efeitos negativos do endividamento, enxerga neste instrumento uma possibilidade de gestão do ciclo dos negócios.

2.2.3 Origem da dívida no Brasil

No Brasil, o surgimento da dívida pública correspondeu a um desequilíbrio na economia, onde o governo precisou de financiamento para pagar suas obrigações. Antecedendo a sua origem histórica no Brasil, pode-se recorrer a Andima, (1994, p. 9) para apontar o seu surgimento:

No Brasil, a origem da dívida pública coincide com o período colonial, no qual alguns governadores indicados pela Coroa Portuguesa utilizaram a emissão de títulos como contrapartida a empréstimos contraídos durante os séculos XVI e XVII.

Entretanto foi um conjunto de regras criadas pelo governo que

garantiram que os títulos da dívida pública interna se transformassem num ativo de alta liquidez. Segundo Ferreira (2005, p. 23):

Essas regras, ao mesmo tempo em que buscavam recuperar a credibilidade dos títulos do governo, também levaram a dívida pública interna a assumir as funções da moeda e a realizar uma espécie de *hedge* contra a inflação. Pode-se destacar a Resolução 366, de 09.04.1976, cuja permissão de recompra automática de títulos federais pela autoridade monetária eliminou qualquer risco de perder dinheiro em negócios de títulos públicos.

O nascimento da correção monetária também está ligado com a trajetória de evolução da dívida. O mecanismo possui o intuito de corrigir os débitos do setor público junto aos agentes privados, e vice-versa, com relação à inflação no período. Segundo Leite e Arvate (2002, p. 72):

A correção monetária foi importante para a dívida interna, tornando os títulos públicos, antes pouco atraentes, em importante fonte de financiamento, pois por esse mecanismo de proteção contra a inflação se tornaram papéis de primeira linha.

O governo ao se financiar através da colocação de títulos, fez com que a dívida interna começasse a crescer de maneira descontrolada, pois além de servir como *hedge*² contra a inflação, novos títulos só teriam demanda se oferecessem taxas de juros mais atraentes que os títulos antigos. Esse fato criou um ciclo de aumento da dívida e da taxa de juros, situação que se chegar ao extremo pode levar o governo ao desequilíbrio das suas finanças.

Recentemente, em 1994, com o início do Plano Real, a dívida pública interna passou a crescer em um ritmo acelerado, saltando de 7,15% do PIB em Julho de 1994 para 39,20% do PIB em junho de 2010, conforme podemos observar na Figura 1:

² A palavra *hedge* está sendo usada como sinônimo de proteção.

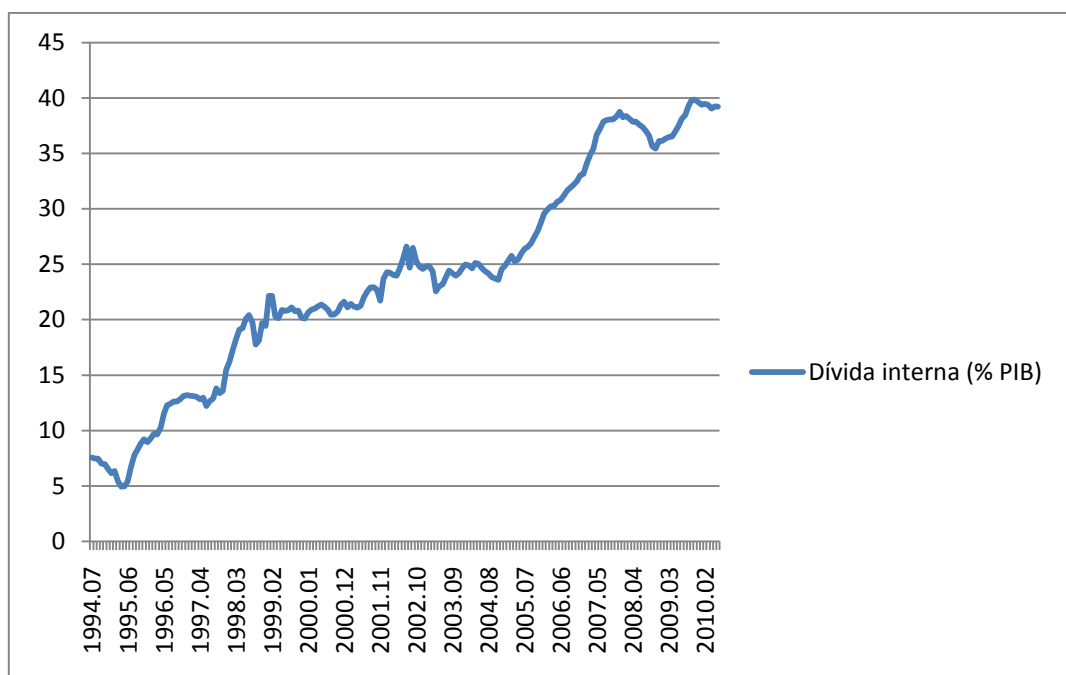


Figura 1: Dívida interna – governo federal e Banco Central - líquida - (% PIB)

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

2.3 Funções

A dívida interna possui três funções principais: o financiamento de novos gastos do governo, pagamento dos juros sobre as dívidas já contraídas e a política monetária e cambial. Porém, desde o início do Plano Real, o crescimento da dívida interna não está relacionado aos investimentos públicos, mas sim as taxas de juros e aos custos da política monetária e cambial, cujo foco esteve concentrado no combate à inflação. Nesse trabalho trataremos, principalmente, sobre a questão da política cambial adotada pelo governo federal.

2.4 Administração

O órgão responsável pela administração e controle da dívida pública é a Secretária do Tesouro Nacional. O BC é o órgão responsável pela política monetária.

Atualmente, o BC conta com três instrumentos de Política Monetária: Open Market, Taxa de redesconto e Deposito compulsório. Esses instrumentos são utilizados para controlar o nível de atividade econômica do país, combinando-os com políticas fiscais e gastos governamentais.

Para controlar a quantidade de moeda em circulação o BC utiliza o Open Market, assim quando o BC quer aumentar a oferta de moeda, ele entra no mercado comprando títulos, colocando em circulação um montante de dinheiro que estava em seu poder. O contrario ocorre quando o BC coloca títulos a venda. Essas operações são feitas por meio de instituições financeiras.

2.5 Componentes da dívida e função dos títulos

Títulos públicos são papéis vendidos pelos governos ao mercado financeiro para obter recursos financeiros. Um título é como se fosse um contrato de empréstimo no qual o tomador do recurso faz uma promessa de pagamento, à ordem da importância emprestada, acrescida de juros convencionais (estipulados no contrato), caso este título seja prefixado, e dos juros mais correção monetária, caso seja pós-fixado.

2.5.1 Títulos públicos emitidos pelo Banco Central do Brasil – emitido para controle da política monetária.

Bônus do Banco Central – BBC (Lei 4.595/64, Res. CMN 1.780/90 e Circ. 2437/94); Letra do Banco Central – LBC (Lei 4595/64, Res. CMN 1.693/90 e Circ. BCB 2878/99): Título de responsabilidade do Banco Central do Brasil, emitido com o objetivo de servir como instrumento de política monetária. É negociado no mercado aberto das instituições financeiras e das instituições do mercado distribuidor na forma exclusivamente escritural, cuja custódia e liquidação financeira é efetuada somente através do Sistema de Liquidação e Custódia (Selic). É um título de rentabilidade, pré-fixada ou pós-fixada, definida pelo Selic, que corresponde à taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Selic para títulos públicos federais. Sua emissão se deu até outubro de 1999.

Nota do Banco Central – NBC (Lei 4.595/64, Art. 9 e 11, inciso V, Res. CMN 2760/2000): Possui as mesmas atribuições dos títulos mencionados acima, porém, difere em relação a sua rentabilidade, pois é pós-fixada, podendo ser corrigida por diversas séries, cada qual com índice de atualização próprio baseada no Dólar, na Taxa Selic, etc. Sua emissão se deu até outubro de 2006.

Abaixo, na figura 2, é possível observar a emissão de títulos feita pelo BC:

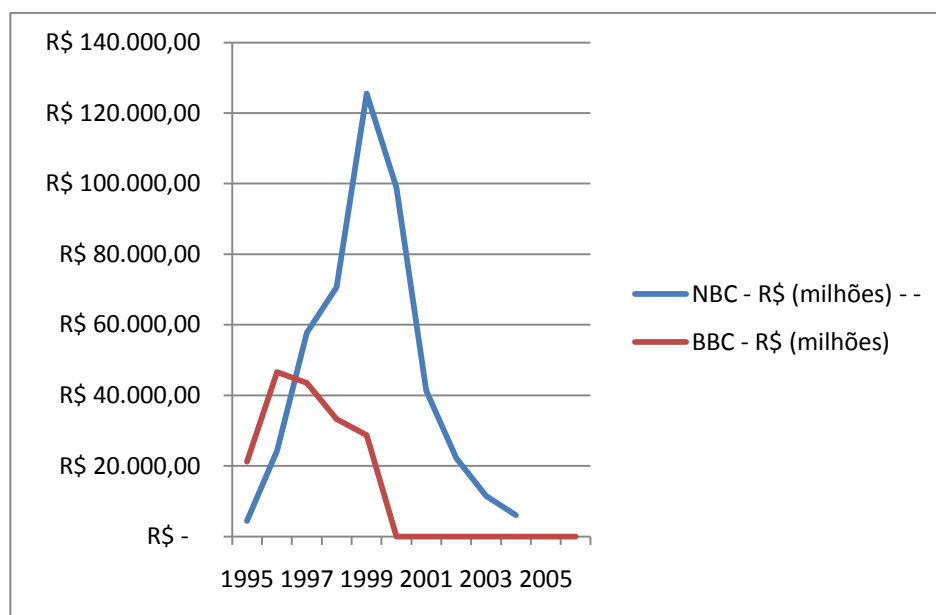


Figura 2: Títulos públicos emitidos pelo Banco Central

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

Atualmente, os títulos de responsabilidade do Banco Central são constituídos apenas pelas Notas do Banco Central – Série E (NBC-E), que são indexadas ao câmbio. Por força da Lei Complementar 101 de 4/5/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a partir de maio de 2002, o Banco Central ficou impedido de emitir títulos públicos. As NBC-E constituem a dívida mobiliária interna emitida primariamente pelo Banco Central do Brasil, e todos os títulos estão registrados no Selic.

2.5.2 Títulos Públicos emitidos pelo Tesouro Nacional – emitido para financiamento do déficit público.

Letra do Tesouro Nacional – LTN (Lei 10.179, Decreto 3.859/2001): Título de responsabilidade do Tesouro Nacional, emitido para cobertura de déficit orçamentário, para realização de operações de crédito por antecipação

de receitas, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo. A emissão processa-se de forma escritural, é corrigido pela Taxa Selic.

Letra Financeira do Tesouro – LFT (Lei 10.179, Decreto 3.859/2001): Título de responsabilidade do Tesouro Nacional emitido com o objetivo de prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários ou para realização de operações de crédito por antecipação de receitas, observados os limites fixados pelo poder legislativo. A emissão processa-se de forma escritural, é corrigido pela Taxa Selic.

Nota do Tesouro Nacional – NTN (Lei 10.179, Decreto 3.859/2001): Título de responsabilidade do Tesouro Nacional emitido com o objetivo de prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários, respeitando os limites fixados pela Lei Orçamentária. A emissão processa-se de forma escritural, a maior parte dos títulos é corrigida pelo dólar comercial, o restante por índice de preços, TR e TJLP.

O Tesouro Nacional coloca os títulos no mercado através de leilões (ofertas públicas), sendo que, a periodicidade dos leilões é semanal para LFT e LTN, e mensal para NTN.

Abaixo, na figura 3, podemos observar a evolução e a correção dos principais títulos públicos em poder do mercado:

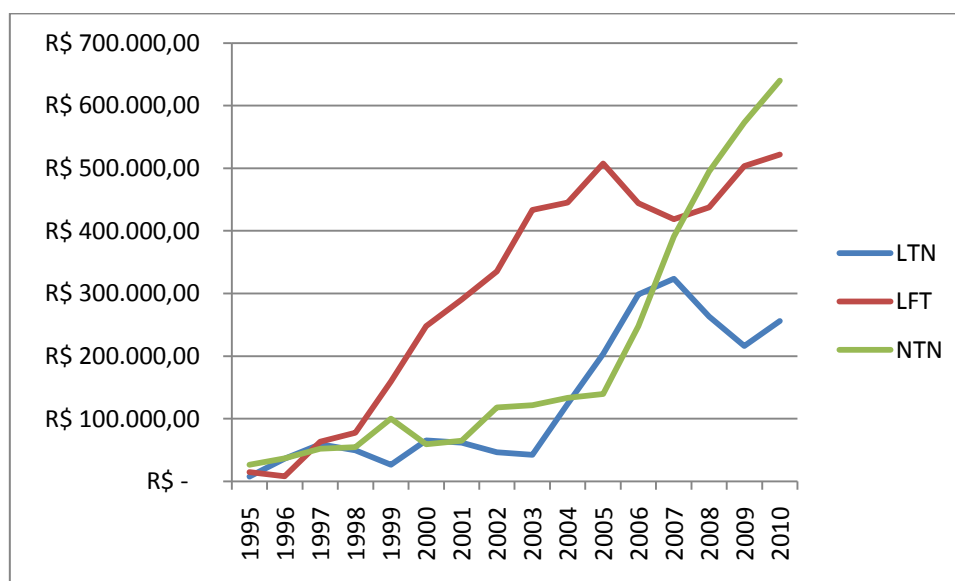


Figura 3: Títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

2.6 Relação Dívida Pública Interna / PIB

A relação da dívida pública / PIB, consiste num indicador relevante para analisar a sua evolução. Essa relação pode aumentar porque o PIB está crescendo a uma taxa menor que a dívida, ou porque o governo não está obtendo receita o suficiente para estabilizá-la. Com o aumento da relação dívida / PIB, os investidores que possuem títulos da dívida interna começam a desconfiar sobre a possibilidade de insolvência do governo para arcar com suas obrigações, fazendo com que os investidores procurem outros tipos de ativos para investir, por exemplo, o dólar, forçando uma desvalorização do real.

Desde o governo FHC, a dívida interna vem crescendo significativamente em relação ao PIB, superando a dívida externa em julho de 1995, e aumentando em 31,62 pontos percentuais do PIB de Julho de 1994 até junho de 2010. Segundo a versão governamental, a causa do aumento foram os passivos do governo, saneamento dos Estados e Municípios³, baixos superávits primários antes de 1998, a desvalorização cambial a partir de 1999⁴ e as taxas de juros reais elevadas.

Abaixo, na figura 4, podemos observar relação inversa entre a dívida externa e interna em relação ao PIB, onde nota-se que no período entre Julho 1994 e o início de 1999 houve um considerável aumento da dívida interna, e diminuição da dívida externa. Trataremos sobre esse assunto adiante.

³ O valor referente ao saneamento dos Estados e Municípios, entre Julho/1994 a Dezembro/2001, foi de 297,7 bilhões. Fonte: Dados da Secretaria do Tesouro Nacional.

⁴ Devido a desvalorização cambial, a dívida pública aumentou em R\$ 72,8 bilhões entre Julho/1994 a Dezembro/2001. Fonte: Dados da Secretaria do Tesouro Nacional.

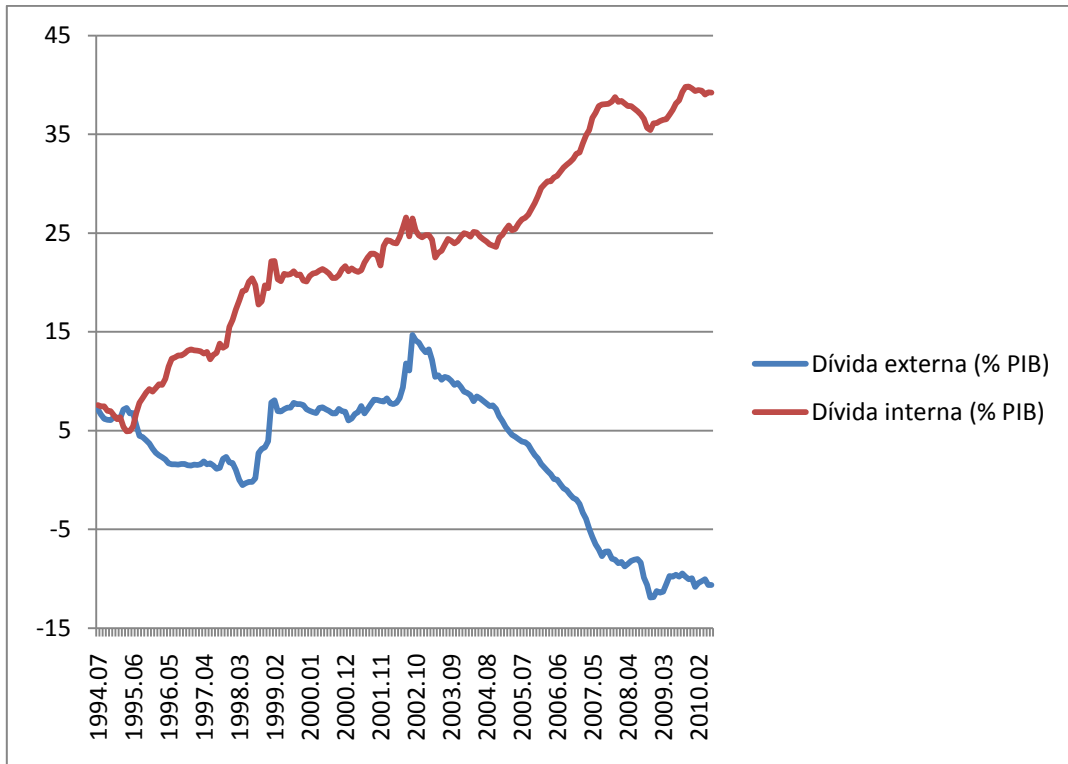


Figura 4: Relação dívida interna / externa – Governo federal e Banco Central – líquida – (%PIB)

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

3 PRIMEIRO PERÍODO DO PLANO REAL – CRAWLING PEG (1994 – 1998)

3.1 Fundamentos

3.1.1 Alta necessidade de financiamento

Com a introdução do Plano Real em Julho de 1994, o país conseguiu estabilizar um longo período de hiperinflações traumáticas para o povo brasileiro. Baseado na política de valorização do real frente ao dólar, como mecanismo de combate a inflação, a reforma monetária conseguiu estacionar a inércia inflacionária e a política cambial beneficiou-se, inicialmente, de alta liquidez no mercado internacional de capitais. Sendo assim, o componente principal da estratégia de neutralização da inércia inflacionária foi a ancoragem da taxa de câmbio nominal atrelada ao valor da moeda de um outro país (dólar) que apresentasse baixos níveis de inflação e credibilidade internacional, visando recuperar a confiança na moeda nacional.

Em virtude da crise da dívida externa e do processo de globalização que envolvia o Brasil, o Plano Real foi amparado por um “novo” sistema de financiamento externo, baseado em títulos, empréstimos e investimentos de portfólio, que segundo Belluzzo & Almeida (2002, p. 366 - 367):

A regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Nesse rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez. [...] Diante da fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas, estes ativos precisavam prometer elevados ganhos de

capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno. [...] As taxas reais de juros não podem ser reduzidas abaixo de determinados limites estabelecidos pelos *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada.

Nesse sentido, as altas taxas de juros foram estabelecidas para atrair o capital externo, com o objetivo de aumentar as reservas internacionais do país. Por sua vez, as altas taxas de juros no período de câmbio fixo também serviram para impulsionar o crescimento da dívida interna.

Outro ponto relevante foi em relação aos prazos médios das dívidas de curto prazo, que faziam com que um alongamento dos prazos se transformasse em uma estratégia principal na administração da dívida pública. A partir de então, houve a tentativa de ampliar os prazos médios das dívidas, e passou-se a utilizar uma estratégia de administração da dívida baseada na emissão de LTN, papel que passou a ter participação crescente no montante da dívida pública. Porém, devido aos momentos de instabilidade internacional e ao “risco país”, esse alongamento dos prazos não foi possível, ou seja, o governo frequentemente se via obrigado a reduzir os prazos dos títulos para conseguir atrair os investidores.

3.1.2 Câmbio fixo com Taxa de juros elevada e quadro de instabilidade internacional

Com o início do Plano Real vigorou um sistema de câmbio fixo denominado de *crawling peg*. Sobre esse sistema, segundo Carvalho (2000, pag. 6):

“O regime de *crawling peg* pode ser de dois tipos: ativo ou passivo. No regime ativo, a taxa de desvalorização do câmbio é fixada previamente pelo Banco Central, sendo independente da inflação passada. No regime passivo, a taxa de desvalorização do câmbio é igual a inflação do período anterior *menos* a inflação internacional. Esse segundo regime tem a desvantagem de introduzir um

mecanismo de inércia inflacionária, na medida em que atrela a variação do câmbio no período $t - e$, dessa forma, a variação dos preços domésticos nesse período – à variação dos preços no período anterior. Portanto, propõe-se a substituição do atual regime de flutuação pelo regime de *crawling peg* ativo.”

Dessa forma, nos primeiros meses do Plano Real, vigorou um regime baseado no sistema de *crawling peg* passivo, onde ficou estabelecida a paridade de R\$ 1,00 para U\$\$ 1,00, com livre flutuação para baixo, o que garantiria a valorização do real. Sendo assim, o dólar poderia ser comprado a qualquer valor estabelecido pelo mercado, desde que não ultrapasse o limite da paridade. Ressalta-se nesse período, Mercadante (0000, pag. 147):

“A taxa de câmbio, de uma situação de paridade de um real por dólar no lançamento do real, atingiu R\$ 0,84 por dólar no mês de outubro. Esta sobrevalorização do real foi um grave erro de avaliação, subestimado pela equipe ao longo do processo e que trouxe graves implicações macroeconômicas.”

Esse sistema perdurou até março de 1995, quando a Crise do México (1994) chega ao Brasil no primeiro semestre de 1995, promovendo o primeiro ataque especulativo ao Real. O governo resolveu adotar um regime de bandas cambiais, combinado com um sistema de minidesvalorizações pré-determinadas pelo BC, onde se estabelece uma taxa de câmbio desejável e determina-se um intervalo de variação para cima e para baixo, cabendo ao BC intervir no mercado de câmbio quando a taxa se aproxima dos limites estipulados. Enquanto a taxa de câmbio flutua dentro do limite permitido, o câmbio segue o regime flutuante, mas quando atinge os limites, o BC interfere tornando o câmbio fixo. Porém, a estratégia ainda era manter o câmbio valorizado na tentativa de manter os financiamentos externos. Esse período foi denominado de *crawling peg* ativo e caracteriza-se por ser um período de câmbio fixo ajustável. Sobre esse novo período, segundo Nakatani e Oliveira (2010, pag. 31):

“A combinação da política de câmbio sobrevalorizado com taxas de juros elevadas, voltada para sustentar a estabilidade monetária, produziu efeitos negativos imediatos sobre as contas externas, o que incentivou a entrada de capitais externos, em grande medida de curto prazo. Com o objetivo de suprir as demandas do balanço de pagamentos e viabilizar a estratégia desenhada pela política econômica de fortalecimento do nível de reservas internacionais.”

Ainda sobre a política cambial, Ferrari Filho (2003, pag. 124):

“Ao final de 1996, a apreciação cambial e a política de juros elevados agravaram a instabilidade macroeconômica: os déficits da balança comercial e de transações correntes recrudesceram, a dívida pública cresceu e o nível de atividade econômica arrefeceu-se, o que resultou no aumento da taxa de desemprego.”

Entretanto, o capital externo que ingressava no país caracterizava-se por ser de caráter especulativo, atraídos pelas altas taxas de juros do período. Quando crises internacionais como a crise do México (1994), atingiu o Brasil no início de 1995, a Crise Asiática (1997) e a Crise da Rússia (1998), houve redução de empréstimos aos países emergentes, forçando desvalorizações da taxa de câmbio e grandes aumentos na taxa de juros, instrumento fundamental de combate a crise durante o período de câmbio fixo, que inclusive chegou ao pico de 45% no início de 1999, provocando piora na relação dívida pública / PIB.

Dessa forma, os momentos de crise internacional possuem uma correlação com o aumento da dívida nesses períodos. Primeiro porque o Brasil oferece as maiores taxas de juros do mundo, fazendo com que os superávits gerados no período não fossem suficientes para cobrir os juros da dívida. Segundo porque houve um grande aumento dos títulos da dívida indexados ao dólar, ou seja, títulos cujos valores aumentam com a apreciação do dólar (Ver figura 5). Sendo assim, a taxa de câmbio passa a exercer papel fundamental sobre o endividamento público, na medida em que o câmbio é mantido sobrevalorizado, e parte da dívida é indexada a taxa de câmbio, a desvalorização cambial nos momentos de crise internacional produziram efeitos sobre a dívida interna. Sobre esse processo, Nakatani e Oliveira (2010, pag. 34):

“Um choque cambial negativo, por exemplo, produz impactos inflacionários pela desvalorização da moeda nacional e eleva o valor da dívida pública cotada em reais.”

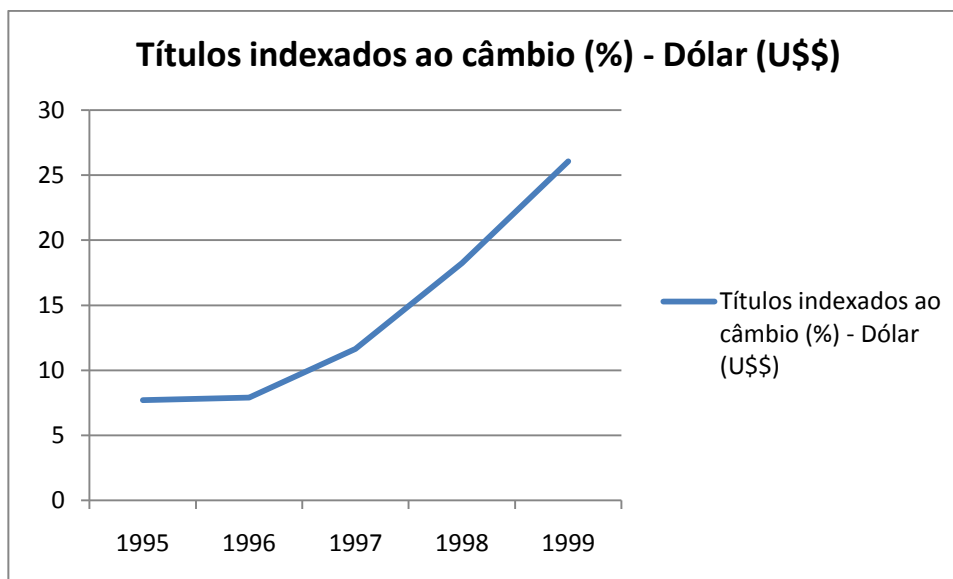


Figura 5: Títulos indexados ao câmbio (%) – Dólar (U\$\$)

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

Contudo, a Crise da Rússia veio abalar a confiança dos investidores em títulos da dívida pública interna, que já havia sido reduzida pela Crise Asiática, de tal maneira, que os mecanismos do governo para enfrentar as crises pareciam não mais funcionar. Nas palavras de Giambiagi (2005 pag. 176):

Depois de três ataques especulativos contra o Real – em 1995, 1997 e 1998 – o instrumento clássico de combate a esses ataques – a alta taxa de juros – não mais se mostrava suficiente para debelar o problema, além de agravar seriamente a situação fiscal.

O governo tentou uma rápida substituição dos títulos pré-fixados por pós-fixados, a composição da dívida interna, em relação aos títulos pré-fixados, caiu de 55,5% no início de 1998 para 1,8% no final de 1998. Houve saída abrupta de capitais do país, e para o capital que permaneceu o governo protegeu com correção cambial. Assim, a crise cambial fez com que todo esforço para atrair reservas internacionais fosse desfeito em um curto espaço de tempo. Buscando minimizar os efeitos provocados pela crise, o governo fez um empréstimo de U\$\$ 44 bilhões no Fundo Monetário Internacional, criando, assim, um colchão de liquidez.

Ao mesmo tempo em que serviu para atrair capitais estrangeiros, a alta

taxa de juros prejudicou a atividade de vários setores empresariais e pessoas físicas que operavam em reais. Por sua vez, as grandes empresas não sofreram os efeitos ruins, pois aproveitaram a diferença entre os juros internos e externos, emprestando dinheiro no exterior e aplicando-o no Brasil. Dessa forma, o Tesouro Nacional foi garantidor em última instância por meio de títulos públicos com cobertura cambial, e todo o país foi submetido ao esforço de pagar tais dívidas.

3.2 O acordo com o FMI

Em 1998, o Brasil recorreu ao FMI para conseguir mais um empréstimo, para pagar a dívida externa. Em contrapartida, o FMI exigiu a realização de um superávit primário de 2,6% do PIB para 1999 (meta ampliada posteriormente para 3,5%), com o objetivo de reduzir a dívida pública, conforme explica Nakatani e Oliveira (2010, pag. 32-33):

“Os ataques especulativos começaram em agosto de 1998, quando o Banco Central perdeu mais de U\$\$ 20 bilhões de suas reservas, e continuaram nos meses seguintes, obrigando o Brasil a recorrer a um novo acordo e a um empréstimo de U\$\$ 41,5 bilhões do FMI e de outras instituições internacionais em dezembro de 1998, depois de garantida a reeleição de FHC e a manutenção de sua equipe, ou seja, os novos intelectuais orgânicos no núcleo dirigente do Estado. De agosto a dezembro, as reservas internacionais caíram de U\$\$ 67,3 bilhões para U\$\$ 44,5 bilhões, mesmo incluindo a primeira parcela de U\$\$ 9 bilhões liberada pelo FMI. [...] O Fechamento do acordo com o FMI para o triênio 1999-2001, com a implementação de um conteúdo fortemente recessivo, colocou como exigências o compromisso do país com a geração de superávits primários do setor público de 3,5% do PIB para controlar/estancar o crescimento da relação dívida-PIB.

Para honrar o compromisso de geração de superávits primários para a redução da relação da dívida / PIB, juntamente com o aumento do passivo externo, o governo fez cortes nos gastos sociais e aumentou a cobrança de

tributos e impostos, não parecendo existir limites para cobrir os gastos com a dívida.⁵

3.3 Componente dolarizado

Atualmente, a discussão mais polêmica a respeito da dívida pública, refere-se ao processo de substituição da dívida externa por dívida interna. Os títulos da dívida interna oferecem um prêmio de risco maior e possuem prazos de resgate mais curtos. Estudiosos argumentam que a dolarização da dívida interna é o meio pelo qual o endividamento do governo se socializa dentro do país.

Esse processo caracteriza-se pela entrada de recursos financeiros dentro do país, vindo de investidores estrangeiros em virtude da liberalização financeira, iniciada no governo Collor a partir do ano 1990. A liberalização permitiu que o capital internacional fosse investido em diversos setores dentro do país, inclusive na compra de títulos da dívida interna. Segundo Ferreira (2005, p. 32, apud Batista Jr., 2001; Carvalho, 2004; Furtado, 1999; e Passarinho, 2001):

A atual situação de endividamento está relacionada com a opção de política econômica do Governo FHC, que seguiu em grande parte as recomendações liberalizantes preconizadas pelos organismos financeiros multilaterais, aumentando o grau de abertura comercial e financeira a partir de 1994.

Parte da entrada desses recursos estrangeiros ocorre devido à compra de títulos cambiais indexados ao dólar por investidores estrangeiros, mediante a troca de dólares estrangeiros por reais no Banco Central, para que esse

⁵ Recentemente, o Congresso aprovou a Lei de Responsabilidade Fiscal, que busca impor controle dos gastos públicos condicionados à capacidade de arrecadação de tributos desses entes públicos.

capital internacional possa ser investido dentro do país. Esse fato nos mostra, que a dívida interna obtém um componente “dolarizado” na sua composição, que se caracteriza pelo capital de investidores estrangeiros atraídos pelas altas taxas de juros e pela política cambial. Esse capital também caracteriza-se por apresentar alta volatilidade aos movimentos especulativos de investidores internacionais, que podem a qualquer momento converter os títulos da dívida e/ou os juros pagos pelos títulos em dólares novamente, isso a uma taxa de cambio favorável ou não.

Entretanto, a liberalização financeira não foi suficientemente bem sucedida, pois as exportações foram altamente prejudicadas pela paridade na taxa de câmbio, prejudicando a balança comercial brasileira.

A relação de substituição da dívida externa por dívida interna, mencionada anteriormente, pode ser observada na figura 6 abaixo, que mostra o valor total da dívida líquida do setor público, ou seja, o quanto o governo ainda deve, em relação à dívida interna e externa líquida do setor público.

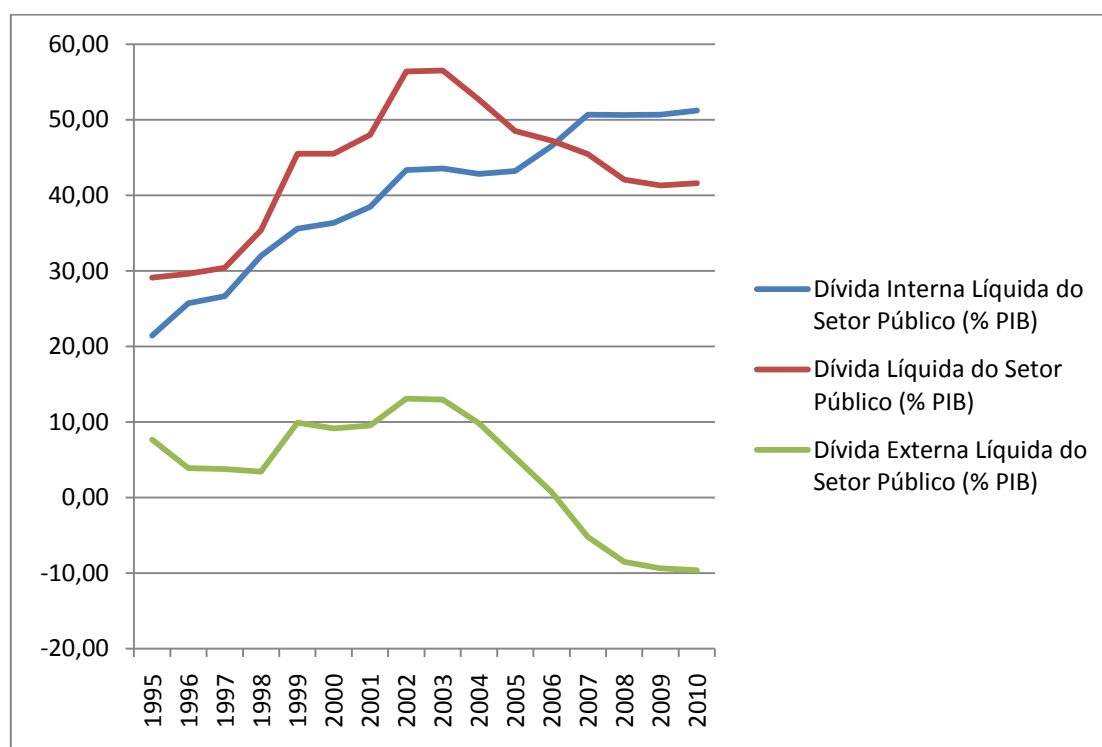


Figura 6: Valores líquidos das dívidas do setor público

Fonte: Elaboração própria. Dados brutos: <http://www.ipeadata.gov.br/>

No plano real, a busca pela estabilidade no câmbio foi um fator fundamental para alcançar a estabilidade econômica. No primeiro governo de FHC, implementou-se um regime de câmbio fixo com bandas de flutuação, onde o governo tinha como prioridade as altas taxas de juros como mecanismo para atrair capital estrangeiro. Porém, a história demonstrou que não é o controle governamental que impede a flutuação da taxa de câmbio, e que nem mesmo altíssimas taxas de juros são suficientes para fornecer confiança a investidores estrangeiros perante um momento de crise internacional. Dentre as variáveis que contribuíram para mudanças no câmbio nesse período, os déficits no balanço de pagamentos e o efeito contágio das crises internacionais se destacam como elementos de fundamental importância.

É nesse contexto de instabilidade econômica, interna e externa, que FHC inicia seu segundo mandato como presidente da república, trazendo mudanças significativas em relação à política econômica que serviu de base para o plano real.

4 SEGUNDO PERÍODO DO PLANO REAL – CÂMBIO FLUTUANTE (1999 – 2010)

Após um período de instabilidade internacional e várias tentativas de correção das bandas cambiais, na segunda fase do plano real a política econômica mudou significativamente e passou a se orientar da seguinte forma:

- Câmbio flutuante, com plena mobilidade de capitais
- Regimes de metas inflacionárias, com autonomia operacional do BC para garantir seus resultados
- Estabelecimento de metas para superávits fiscais primários, com o objetivo de evitar o crescimento da dívida pública

4.1 Câmbio flutuante

No início de 1999, após um período de alta turbulência econômica, a política econômica sofre mudanças significativas. A dívida líquida do setor público atingiu R\$ 1.345,3 bilhões em 2009, o que representa 42,8% do PIB, ante 38,4 em 2008. Em relação à política cambial, após fortes pressões especulativas, foi adotado o câmbio flutuante. Com relação à política monetária, foi introduzido o sistema de metas inflacionárias, visando buscar a estabilidade no nível de preços. A política fiscal é marcada pelo esforço de obtenção de superávits primários, para tentar estabilizar a relação Dívida / PIB. Os superávits primários foram alcançados, porém, a relação dívida / PIB continuou a crescer. Nesse novo regime cambial, a taxa de juros não é mais o

instrumento principal de ação do BC, e sim a taxa de câmbio, sendo assim, a partir desse período a taxa de juros diminui consideravelmente e passa a ser estabilizada.

No regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda de moeda estrangeira, ao contrário do regime de câmbio fixo, onde a taxa de câmbio nominal é fixada e a paridade deve ser buscada pela intervenção do BC no mercado de câmbio comprando e vendendo divisas. Dessa maneira, no regime de câmbio flutuante, o BC fica livre da função de ter que manter níveis elevados de reservas internacionais, cabendo a função de monitorar o câmbio e somente intervir de forma direta para evitar movimentos de alta volatilidade no curto prazo, que podem comprometer os objetivos das políticas econômicas do governo.

O principal argumento defensor do regime de câmbio flutuante, refere-se ao fato da política monetária e fiscal poderem ser conduzidas para atender objetivos como redução do desemprego, estabilidade de preços, distribuição de renda, reduzir a vulnerabilidade a choques externos, entre outros objetivos que não o da paridade cambial. Ou seja, o novo regime cambial buscaria solucionar os principais problemas enfrentados por FHC durante seu primeiro mandato como presidente.

Segundo Seabra (1998, p. 204), as vantagens e desvantagens do câmbio flexível podem ser resumidas como sendo:

- “(i) Autonomia da política monetária: com taxas de câmbio flexíveis, o Banco Central não tem que intervir no mercado para assegurar a manutenção de uma taxa de câmbio fixa, podendo perseguir outros objetivos além da estabilidade do câmbio. Neste sentido, a oferta monetária torna-se um instrumento de política econômica independente. O custo que pode advir desta autonomia é a falta de disciplina do Banco Central na condução da política monetária.
- (ii) Taxa de câmbio estabiliza o mercado: uma vez que a taxa de câmbio pode variar sem restrição, choques de demanda tendem a ser esterilizados rapidamente. Este ajustamento imediato do valor da taxa de câmbio – refletindo novas condições de mercado – ajudaria a manter o equilíbrio interno bem como reduziria os desequilíbrios no balanço de pagamentos. Por outro lado, a flexibilidade da taxa de câmbio para responder a choques aumenta a instabilidade cambial.
- (iii) Simetria: sob o regime de câmbio livre desapareceria o papel do país central e os países recuperariam, na medida de sua influência econômica, o poder de determinar o preço de suas moedas em relação às moedas estrangeiras.”

No dia 15 de janeiro de 1999, quando o BC anunciou o regime de câmbio flutuante, houve uma forte desvalorização do real, que de R\$1,21/US\$ alcançou uma média de R\$1,52/US\$ em janeiro, R\$1,91/US\$ em fevereiro e R\$1,90/US\$ em março. Por um lado, a depreciação melhorou de imediato a balança comercial, reduzindo o déficit na balança de pagamentos, devido ao aumento da competitividade brasileira no setor externo, conseqüentemente, ajudando a controlar o crescimento da dívida pública. Por outro lado, como parte da dívida é indexada ao câmbio, quando ocorreu a desvalorização do real, a parte da dívida indexada ao câmbio aumentou, causando aumento da dívida pública.

Nesse novo regime cambial, o governo perdeu parte de sua capacidade de intervir na economia com instrumentos de política econômica, onde segundo Nakatani e Oliveira (2010, pag. 33-34):

“A paridade cambial passou a ser determinada pelo fluxo de divisas que ingressava no país. A política monetária, por sua vez, foi confinada ao objetivo de garantir níveis reduzidos de inflação. A política fiscal foi subordinada aos compromissos assumidos com o pagamento dos encargos da dívida. [...] Um choque cambial negativo, por exemplo, produz impactos inflacionários pela desvalorização da moeda nacional e eleva o valor da dívida pública cotada em reais. Dados os compromissos assumidos com a meta de inflação e a contenção do nível de endividamento, isso termina conduzindo as autoridades econômicas a elevarem as taxas de juros e aumentarem o esforço fiscal (aumento do superávit primário).”

Armínio Fraga assumiu o comando do Banco Central no dia 26 de fevereiro de 1999, após a quebra do sistema de bandas cambiais. No dia 27 deu uma declaração no Correio Braziliense dizendo:

“Políticas geradoras de câmbios subsidiados, extra-mercado, são imorais. Indexações da dívida interna ao dólar também são. Além disso, transformaram de novo a política cambial num problema fiscal, agravando as contas públicas e jogando o peso da crise apenas nas costas do povo brasileiro. [...] medidas que ampliem o grau de dolarização da dívida interna, com valores pactuados fora do mercado, têm de ser prontamente repudiadas. [...] A dolarização da dívida interna criou uma montanha de dólares de mentira”.

Dessa maneira, houve uma melhora no crescimento da relação dívida / PIB causada pela melhora no balanço de pagamentos, devido a depreciação cambial ocorrida após a flexibilização da taxa de câmbio. Porém, como parte

da dívida era indexada ao dólar e o seu crescimento depende da sua cotação, a depreciação levou a uma piora na relação dívida / PIB. As taxas de juros adotadas pelos gestores de política monetária, dessa vez além do objetivo de atrair investidores estrangeiros, também deveriam conter a demanda interna (consumo), continuou contribuindo para o crescimento da dívida.

Além dos fatores endógenos descritos acima, a partir de 2001, a economia mundial entra em um novo período de turbulência econômica⁶, à medida que as incertezas se acentuam, pressionando os mercados financeiros globais, os movimentos de alta ocorridos no câmbio e nos juros para proteger a economia brasileira contaminaram a dívida pública. A somatória de todos esses fatores possui relação com a elevação da relação dívida líquida do setor público / PIB de 48,4% em 2001 para 50,5% em 2002.

4.2 Passivos contingentes – Esqueletos

Outro fator de aumento na relação dívida / PIB foi o reconhecimento de dívidas antigas que não haviam sido contabilizadas. Segundo o BC, passivos contingentes referem-se ao “reconhecimento de dívidas do setor público geradas no passado e que já produziram impacto macroeconômico”, denominadas popularmente de “esqueletos” da dívida pública. Ao serem reconhecidas pelo Governo Federal, passam a ser contabilizadas no quadro da Dívida Líquida do Setor Público.

Segundo Garcia (2003, pag. 1), existe um grande risco relacionado à sustentabilidade da dívida pública devido ao reconhecimento de antigos esqueletos e na geração de outros novos, onde escreve:

“Em agosto de 2003 a dívida total líquida/PIB era de 57,7%. Já a dívida líquida hipotética sem esqueletos teria sido de 51,6% do PIB.

⁶ Crise Argentina e atentado terrorista as torres gêmeas nos Estados Unidos.

Ou seja, os esqueletos responderam por 6,1 pontos percentuais do PIB da nossa dívida pública líquida. Na verdade, o efeito dos esqueletos está subestimado, pois, a cada novo esqueleto, emitia-se mais dívida, gerando novos pagamentos de juros. Caso a dívida fosse também escoimada dos juros adicionais gerados pelos esqueletos, a relação hipotética dívida líquida/PIB seria ainda menor.”

O maior fator gerador dos esqueletos são as garantias para empreendimento que não deixam claro seus custos futuro, além de empréstimos bancários feitos por bancos públicos que não levam em conta os riscos ao crédito e de mercado.

Após o reconhecimento dos esqueletos, podemos observar na tabela abaixo a composição da dívida pública:

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	
DEZEMBRO DE 2002 - EM R\$ MILHÕES	
Saldo em julho/1994	60,752
Ajuste fiscal dos Estados e municípios	270,089
Reestruturação do sistema financeiro público	107,937
Gestão da dívida/fundo de reserva	32,338
Troca de dívida externa por interna	145,408
Dívidas reconhecidas (esqueletos)	40,828
Fundo de Compensação das Variações Cambiais (FCVS)	27,834
Programas de governo	89,131
Dívidas diretas	10,804
Amortizações com fontes orçamentárias	(242,322)
Amortizações com recursos das privatizações	(74,723)
Desvalorização cambial	87,880
Outros fatores	67,233
TOTAL	623,190

Tabela 1: Composição da dívida pública

Fonte: Primeira Leitura. São Paulo: Primeira Leitura, n. 29, jul.2004, p. 36

Entretanto, o reconhecimento dos passivos contingentes não foi a único momento em que o governo assumiu dívidas que não contraiu. Esse processo havia ocorrido anteriormente como consequência da mudança no regime de câmbio ocorrido em 1999. A desvalorização do real ocorrida na época fez com que a mudança na política cambial coloca-se em dificuldades empresas, públicas e privadas, que assumiram dívidas em dólares (dívida externa). As empresas estatais incorporaram suas dívidas ou receberam ajuda do governo, as empresas privadas, por sua vez, conseguiram ajuda do governo para amenizar a correção cambial, dessa forma, o governo assumiu parte de sua dívida. Sobre esse processo, segundo Belluzzo & Almeida (2002, pag. 401):

“No plano interno, as características assinaladas dos mercados de dívida pública foram acentuadas depois da crise asiática e do colapso da Rússia. A Crescente incerteza dos investidores quanto às bruscas flutuações nos preços, com riscos de enormes prejuízos para os detentores de títulos do governo, forçou os administradores de política monetária a aceitar progressivamente a substituição de papéis pré-fixados por pós-fixados. Isso foi feito simultaneamente à dolarização de outra importante fração da dívida pública interna, expediente destinado a oferecer proteção aos que mantinham passivos denominados em dólares, o que na prática, corresponde a uma estatização parcial da dívida externa, contratada, no ciclo do Plano Real, predominantemente pelo setor privado. Como costuma ocorrer em situações como essa, em que imperam a incerteza e a desconfiança agudas, os agentes privados passam ou tentam passar para o governo o risco da taxa de juros e o risco de uma eventual desvalorização do câmbio.”

4.3 Reservas Internacionais / Dívida e a Crise de 2008

4.3.1 Definição

As reservas internacionais são ativos externos dos bancos centrais,

mantidos em diferentes reservas, como o dólar americano, o euro ou o iene, e que são utilizados para cumprir compromissos financeiros, como emitir moeda, e garantir as diversas reservas bancárias mantidas em um banco central pelo governo ou instituições financeiras. A moeda de referência utilizada pelo BC para a gerência das reservas internacionais é o dólar norte-americano.

As reservas tem como principal finalidade servir como uma forma de seguro contra crises internacionais. Porém, envolvem alguns riscos de mercado relacionados à sua gerência, os principais são os riscos de variação de preços das moedas que compõem as reservas e das taxas de juros dessas moedas.

A divulgação do volume de reservas internacionais é feito segundo dois conceitos: caixa e liquidez internacional. No conceito de liquidez internacional, estão incluídos os dólares que o BC tem a receber dos bancos pela venda da moeda com compromisso de recompra e pelo empréstimo em moeda estrangeira. No conceito caixa, essas operações não são contabilizadas.

4.3.2 Acumulação de reservas

O governo federal deu início a uma estratégia de acumulação de reservas internacionais em 2004, e intensificada nos anos 2006 e 2007. No período analisado pelo Relatório de gestão das Reservas Internacionais de 2009, de 2002 a 2008, observou-se aumento significativo do montante de reservas internacionais. Em janeiro de 2002, o montante de reservas internacionais, no conceito liquidez, era de US\$36,2 bilhões. De dezembro de 2003 a dezembro de 2008, o total de reservas internacionais, no mesmo conceito, passou de US\$49,3 bilhões para US\$206,8 bilhões. De 2002 a 2008, o rendimento médio das reservas internacionais, em dólares norte-americanos, foi de aproximadamente 6,2% ao ano. Em 2008, o rendimento obtido foi de 9,3%, ante 9,4% em 2007. Abaixo na figura 7, podemos observar a evolução

do volume de reservas internacionais a partir de 2002, para o conceito caixa, e a partir de 2008, para o conceito liquidez.

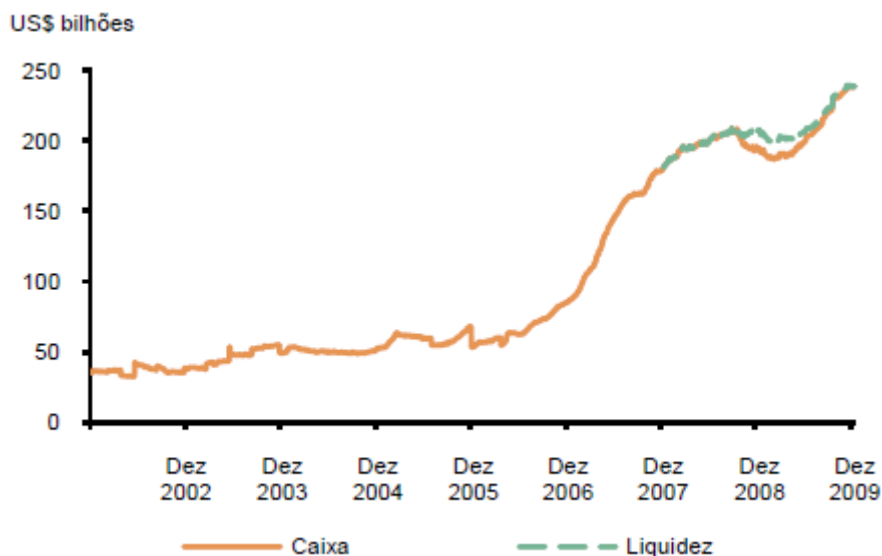


Figura 7: Evolução do Volume das Reservas Internacionais

Fonte: Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, v 2, 2010 (pag. 10), *apud* BC.

A crise Hipotecária dos Estados Unidos, interrompeu o processo de acúmulo de reservas em setembro de 2008. Porém, apesar da gravidade da crise que atingiu diversas economias, não houve queda acentuada no volume das reservas internacionais brasileiras. Em maio de 2009, o governo retomou o processo de acúmulo de reservas internacionais. Em 31 de dezembro de 2009, O Brasil ocupava a nona posição mundial no ranking de maiores detentores de reservas internacionais, totalizando um volume de US\$239,05 bilhões, montante 15,6% maior que o de 31 de dezembro de 2008. Também em 2009, houve um movimento de diversificação nas reservas internacionais, com diminuição do volume alocado em dólar norte-americano e aumento do volume alocado em outras moedas, reduzindo a exposição do país às flutuações das cotações e buscando aumentar a capacidade do país para enfrentar crises como a ocorrida em 2008.

4.3.3 Crise Hipotecária

Segundo o Relatório de Gestão das reservas internacionais (2009, Pag. 20):

“A crise do mercado imobiliário norte-americano surgiu com o aumento de inadimplências em hipotecas de alto risco no início de 2006. A apreciável exposição do setor financeiro global a esses empréstimos, mesmo que indiretamente, quase sempre na forma de instrumentos financeiros não inteiramente transparentes, tem gerado perdas acentuadas em diversas instituições. O risco de não pagamento das instituições financeiras contrapartes do BC aumentou consideravelmente em razão do aprofundamento dessa crise.”

Ainda, segundo o Relatório de Gestão das reservas internacionais (2010, pag. 10):

“O Brasil enfrentou a crise mundial de 2008 sem perder a confiança dos investidores internacionais, o que foi determinante para a rápida estabilização em 2009. A solidez do sistema financeiro e a condução criteriosa das políticas monetária e fiscal garantiram a estabilidade dos fundamentos da economia, conforme pode ser visto na evolução da dívida líquida do setor público (DLSP) e das reservas internacionais.”

A citação acima pode ser observada abaixo nas figuras 8, 9 e 10:

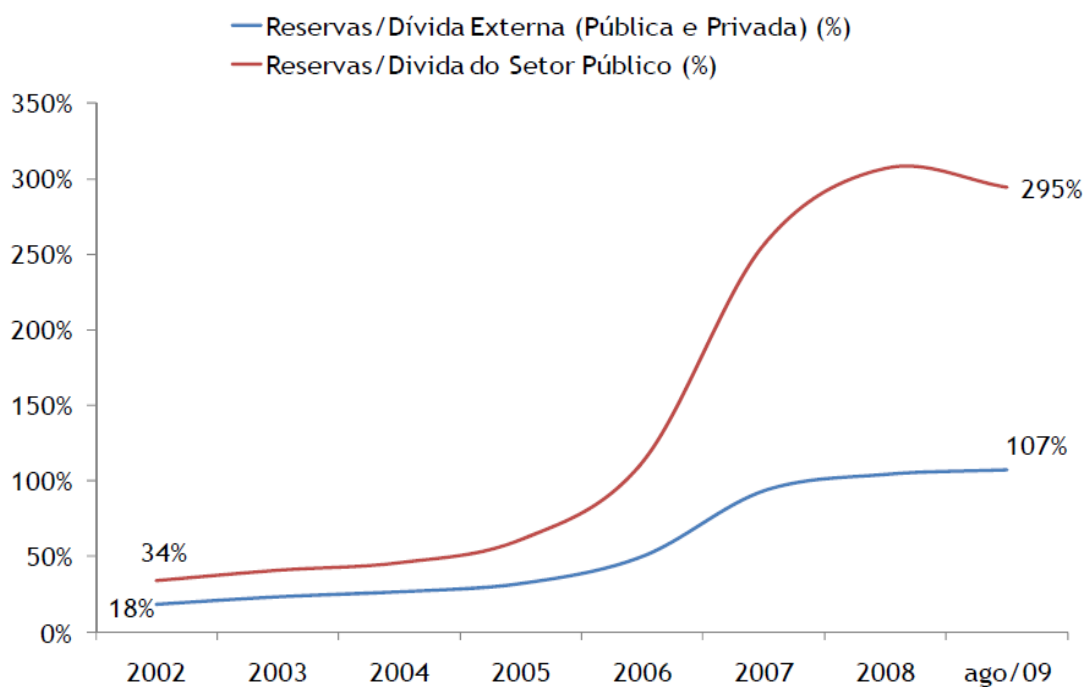


Figura 8: Redução da vulnerabilidade externa (Razão Reservas / % Dívida Externa)

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional. Elaboração: Ministério da Fazenda.

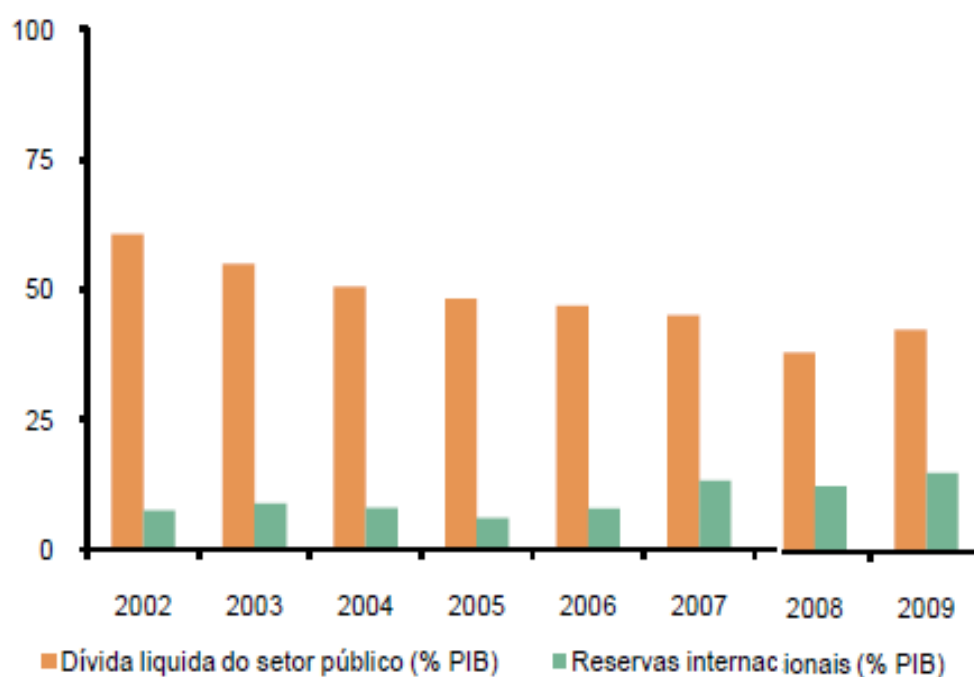


Figura 9: Dívida Líquida do Setor Público e Reservas Internacionais (%PIB)

Fonte: Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, v 2, 2010 (pag. 11), *apud* BC.

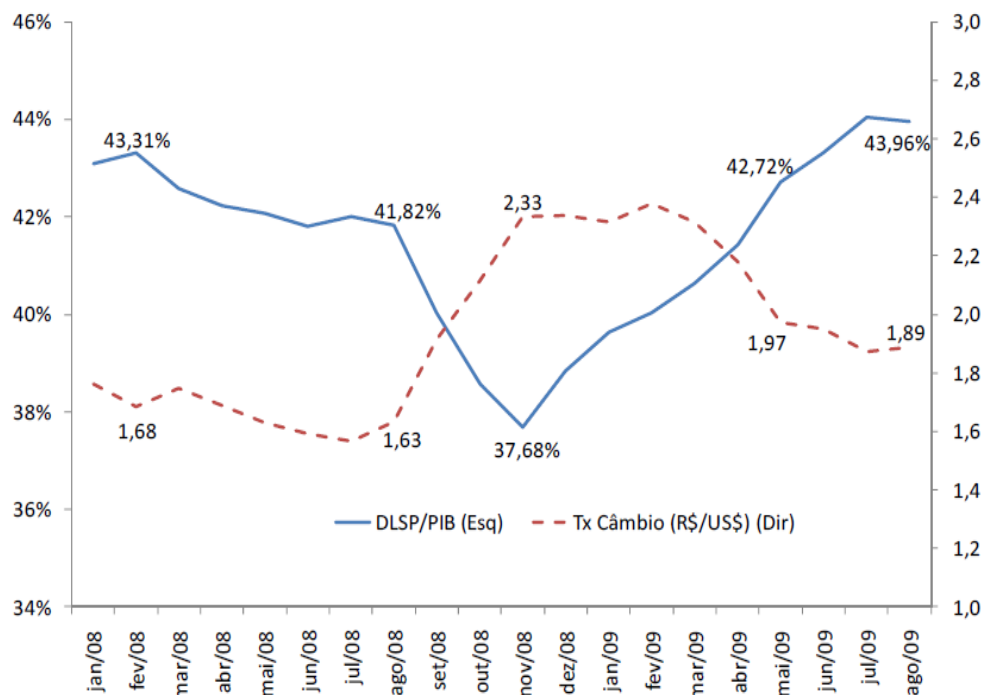


Figura 10: Relação entre a DLSP e a taxa de câmbio durante a crise

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional. Elaboração: Ministério da Fazenda.

Abaixo, as figuras 11 e 12, mostram os efeitos de alguns eventos (crises e eleições) que afetaram a economia brasileira entre 1996 e 2008. É possível observar que a percepção de risco-país frente aos investidores internacionais não se deteriorou na crise hipotecária de 2008 como nas crises passadas, apesar de ter sido a mais severa crise internacional desde 1930, não restando dúvida de que a política do governo de aumento do nível de reservas internacionais contribuiu positivamente para diminuir os impactos da crise no Brasil, já que servem como uma poupança do governo para ser usada em emergências e evitar a desvalorização do real em momentos críticos. Nesse caso, quando investidores estrangeiros em massa decidiram retirar seus dólares do mercado, como aconteceu no início da crise, o BC pode neutralizar esse movimento vendendo dólares no mercado e impedindo a desvalorização excessiva da moeda. Como já mencionado anteriormente, ao evitar a desvalorização do real, a parcela da dívida indexada ao câmbio não aumenta em relação ao PIB.

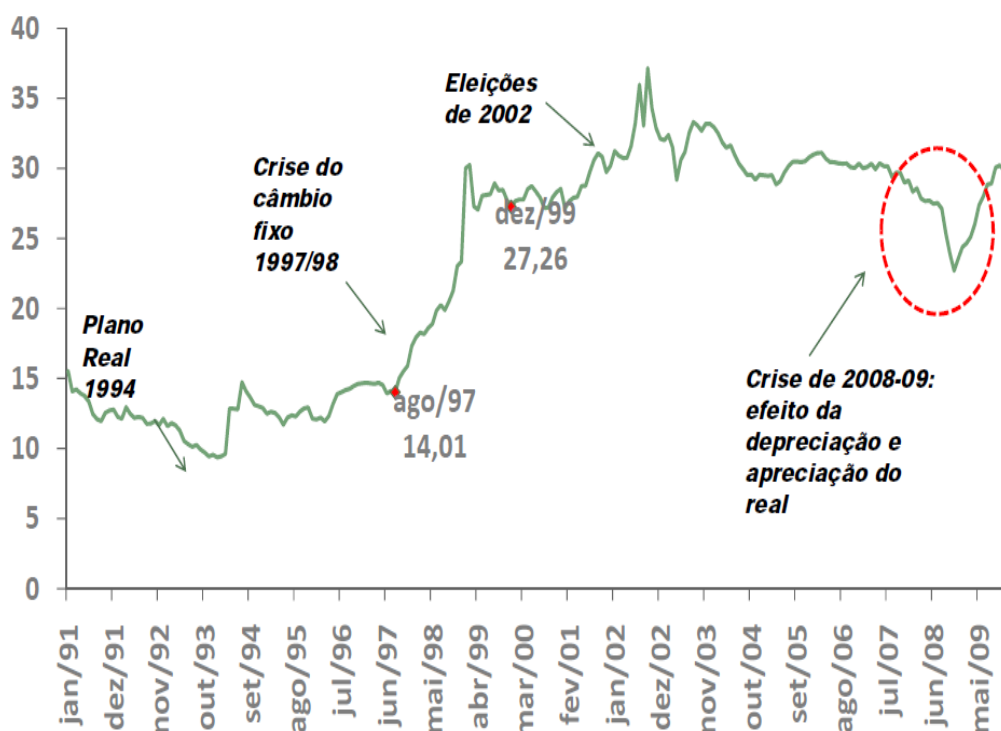


Figura 11: Dívida Líquida do Governo Central (% PIB – PIB valorizado pelo IGP-DI)

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional. Elaboração: Ministério da Fazenda.



Figura 12: Spread do índice Embi⁷ Brasil frente ao título do tesouro americano e do CDS Brasil

Fonte: Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, v 1, nº 1, 2009 (pag. 11), *apud* BC.

⁷ Embi (*Emerging Markets Bond Index*): Índice de mercado calculado pelo banco JP Morgan para custo de captação de países emergentes.

A manutenção de grandes reservas possibilita ao BC uma grande margem de controle sobre a taxa de câmbio, podendo até mesmo tentar manipula-lá. Porém, existe um “custo” em relação a manutenção das reservas, pois o *spread* entre o retorno das aplicações em instituições internacionais e o valor pago aos donos da dívida interna, gera um custo fiscal para o governo. Esse fato faz com que a política do governo em relação ao acúmulo de reservas também seja alvo de críticas.

CONCLUSÃO

Atualmente, o principal debate a respeito da dívida pública interna, principalmente, levando-se em conta o grande aumento ocorrido nos últimos anos, refere-se a sua sustentabilidade.

Entretanto, o aumento da dívida pública interna atingindo o patamar de 39% do PIB em 2010, não pode ser atribuída somente as altas taxa de juros ou pelo processo de substituição da dívida externa pela dívida interna. A análise sobre a composição da dívida interna mostrou que a evolução da dívida no Brasil esteve relacionado a uma série de eventos e fatores internos e externos.

No capítulo 3, observamos que o plano real foi amparado por um “novo” sistema de financiamento externo, baseado em títulos, empréstimos e investimentos de portfólio, onde as altas taxas de juros foram estabelecidas para atrair o capital externo, com o objetivo de aumentar as reservas internacionais do país. O governo buscou um alongamento dos prazos da dívida, e o processo inflacionário foi estabilizado no país. Porém, o novo sistema de financiamento externo em um período de alta instabilidade internacional vivido na época, ocasionou diversos ataques especulativos ao real. O governo usava de taxas de juros cada vez maiores para segurar e atrair o capital especulativo. O momento de instabilidade internacional também serviu para impedir o alongamento dos prazos da dívida. Observamos também que devido a sobrevalorização do câmbio, ocorreram deficits no balanço de pagamentos, prejudicando vários setores empresariais nacionais.

Após três crises internacionais, caracterizando três momentos de ataques especulativos ao real, México (1994), Crise Asiática (1997) e a Crise da Rússia (1998), o governo foi forçado a mudar o regime cambial, passando a ser o regime de câmbio flutuante. Devido a desvalorização no câmbio e aos aumentos na taxa de juros, houve piora na relação dívida pública / PIB. O Brasil recorreu ao FMI para conseguir mais um empréstimo, para pagar a dívida externa. Em contrapartida, o FMI exigiu a realização de um Superávit

Primário de 2,6% do PIB para 1999 (meta ampliada posteriormente para 3,5%), com o objetivo de reduzir a relação dívida / PIB.

O processo de substituição da dívida externa pela dívida interna, denominado de componente dolarizado, ocorreu devido ao processo de abertura financeira, que permitiu que investidores internacionais, atraídos pelas altas taxas de juros, trocassem moeda estrangeira no BC por real, podendo assim comprar títulos da dívida pública interna. Nesse primeiro período, observamos que a taxa de juros, várias vezes superior aos juros internacionais, foi o principal mecanismo de atração de capitais estrangeiros necessários para buscar financiamento externo.

No capítulo 4, vimos que a mudança no regime de câmbio, em 1999, melhorou a balança comercial, porém, não foi suficiente para compensar a desvalorização da moeda que contribuiu para o aumento da dívida, devido aos títulos com indexação cambial. Logo depois, a economia volta a atravessar um novo momento de instabilidade internacional (Crise Argentina, ataque terrorista as torres gêmeas) e nacional (eleições de 2002).

O governo foi obrigado a reconhecer dívidas em dois momentos. O primeiro devido ao reconhecimento de dívidas antigas, os chamados esqueletos da dívida pública, que responderam por um aumento de 6,1% do PIB na dívida pública líquida em 2003. O segundo, ocorreu devido a desvalorização do real, ocorrida em 1999 com a mudança no regime cambial, que colocou em dificuldades empresas que assumiram dívidas em dólares. O governo socorreu tanto as empresas públicas e privadas, dessa forma, assumindo parte de suas dívidas.

Em 2008, ao contrario das crises passadas, o Brasil enfrentou a crise mundial de 2008 sem perder a confiança dos investidores internacionais, e conseguindo manter praticamente estabilizada a dívida pública durante todo o periodo. Esse fato deve-se a politica de aumento das reservas internacionais, que servem como uma especie de seguro para países emergentes atravessarem momentos de crise internacional.

As projeções do governo para a relação à dívida / PIB é de que ela deve começar a declinar ao longo dos próximos anos, sendo essa conclusão

válida observando o comportamento dos determinantes relevantes, como a diminuição na taxa de juros, aumento do crescimento do PIB, e estabilização da taxa de câmbio. Abaixo na figura 13, podemos observar que nos anos recentes houve melhora significativa da dívida pública, foram financiadas com prazos maiores (pré-fixados), taxas de juros mais baixas e diminuição dos títulos atrelados ao câmbio.

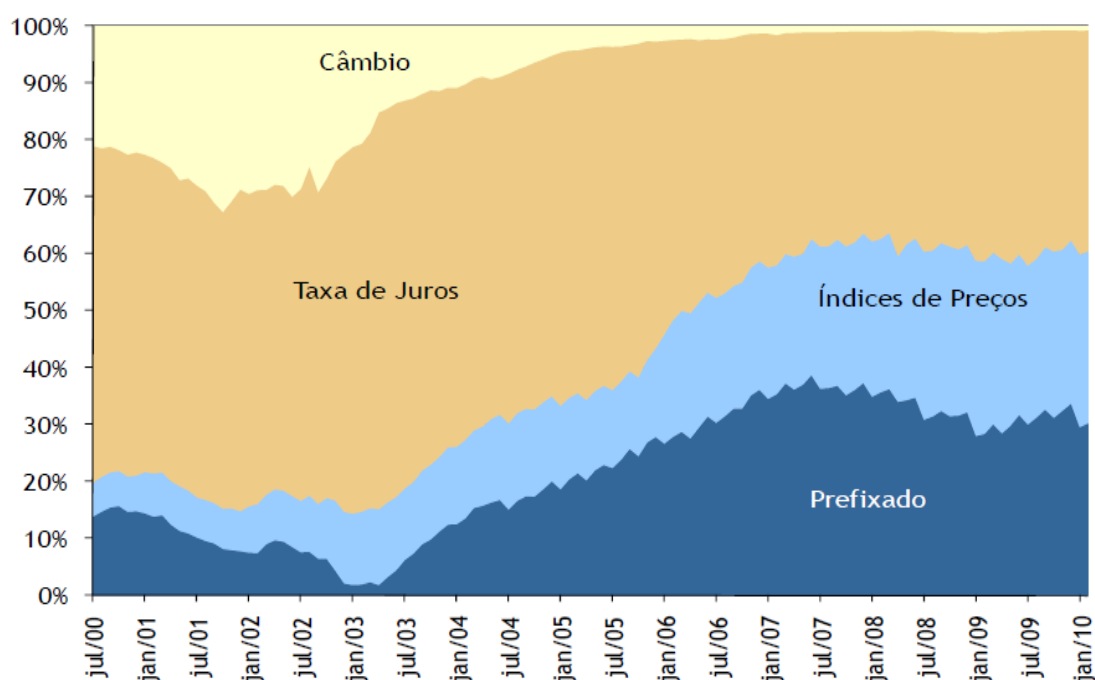


Figura 13: Composição da dívida pública federal por indexador (% da dívida pública federal)

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional. Elaboração: Ministério da Fazenda.

Abaixo na figura 14, podemos observar uma projeção da dívida, feita pelo Ministério da Fazenda, para os próximos quatro anos, onde observa-se uma trajetória declinante da dívida líquida do setor público em relação ao PIB nos próximos anos:

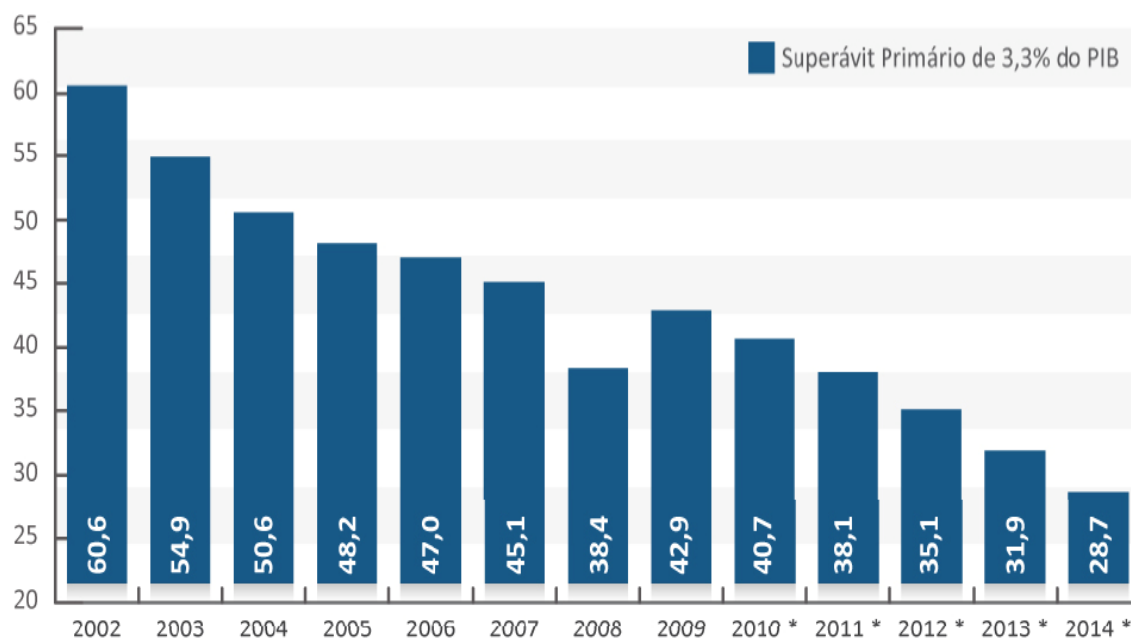


Figura 14: Trajetórias da dívida líquida do setor público (Em % do PIB)

Fonte: Secretária do Tesouro Nacional. Elaboração: Ministério da Fazenda.

Por fim, é importante observar que a obtenção de empréstimos, de curto e longo prazo, através da colocação de títulos públicos, tem sido uma importante fonte de recursos financeiros para o estado, tornando o país menos dependente de empréstimos de países desenvolvidos ou junto as instituições financeiras internacionais, como o FMI. Porém, em razão dessa tendência a essa forma de endividamento, a questão principal está na sustentabilidade desse processo, e na capacidade do estado garantir que os investidores não percam a confiança nos títulos da dívida.

REFERÊNCIAS

ANDIMA, **Dívida Pública**. Séries Históricas. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 1994.

BAER, Monica. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. . **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro (RJ): Civilização Brasileira, 2002.

Cardim de Carvalho, F. *et al.* **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro, Campus, 2000.

CARNEIRO, Ricardo. **A heterodoxia em xeque**. São Paulo: Bienal; Campinas, SP: UNICAMP, 1988.

CARNEIRO, Ricardo. . **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo (SP): Editora UNESP, 2002.

CAVALCANTI, Carlos Brandão. **Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna**. Rio de Janeiro: BNDES, 1988. Originalmente apresentada como tese do autor (Mestrado) - Universidade de Brasília, 1986.

D'OLIVEIRA, Marcelo Castello Branco Pastor. **Dualidade da Política Monetária sob Câmbio Controlado: o Primeiro Quadriênio do Plano Real**. Rio de Janeiro, 2005. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

FERRARI FILHO, Fernando. Uma agenda econômica pós-keynesiana para a economia brasileira: da tríplice mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma estratégia econômica alternativa. In: BENECKE, Dieter W.; NASCIMENTO, Renata. (Orgs). **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Konrad-Adenauer, 2003. p.113-140.

FERREIRA, Alceu Conceição. UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA. Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política. **Os donos da dívida: um enfoque sócio-político da dívida pública interna durante o governo FHC**. Florianópolis, 2005. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Filosofia e Ciências Humanas. Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política.

FRAGA, Armínio. **A economia do Brasil**, 11 de dezembro de 2002. Acessado no dia 9 de outubro de 2010 e disponível no endereço eletrônico:

<http://www.aeconomiadoBrasil.com.br/artigo.php?artigo=31>

GARCIA, Marcio G. P. **Um novo legado de esqueletos?** Artigo de Economia PUC – RJ. 28 de outubro de 2003. Acessado no dia 21 de outubro de 2010 e disponível no endereço eletrônico:

<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Valor031031.pdf>

Giambiagi, F: Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In Giambiagi, F; Villela, A. Barros de Castro, L. e Hermann, J. **Economia Brasileira contemporânea (1945-2004)**. Ed. Campus. 2005.

GONCALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. **A Armadilha da dívida**: como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002.

LEITE, Marcel Guedes; ARVATE, Paulo Roberto. Uma visão institucional para a dívida pública no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 22, 2002.

MANTEGA, Guido; **Evolução da dívida externa e da dívida pública**. Ministério da Fazenda. Abril de 2010. Acessado no dia 31 de outubro e disponível no endereço eletrônico:
<http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2010/p140410.pdf>

MARX, Karl. **O Capital**. Livro 1, Vol. II, 2 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

Mercadante, A. Plano Real e Neoliberalismo Tardio, em Mercadante, A. **O Brasil Pós-Real**: a Política Econômica em Debate, Campinas: IE/UNICAMP, 1998.

NAKATANI, P. e OLIVEIRA, F. Cap. 2 - A de Política Econômica Brasileira de Collor a Lula: 1990 - 2007. **O Brasil sob a nova ordem**: A economia brasileira contemporânea, uma análise dos governos Collor a Lula. Organizado por Rosa Maria Marques e Mariana Ribeiro Jansen Ferreira. Editora Saraiva 2010.

Primeira Leitura. São Paulo: **Primeira Leitura**, n. 29, jul.2004, p. 36

Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, v 1, nº 1, 2009. Acessado no dia 25 de outubro de 2010 e disponível no endereço eletrônico:

<http://www.bcb.gov.br/pom/Gepom/relgestri/2009/08/relgestresint062009.pdf>

Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, v 2, 2010. Acessado no dia 25 de outubro de 2010 e disponível no endereço eletrônico:

<http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2010/08/relgestresint062010.pdf>

SEABRA, F. O modelo de bandas cambiais e a variabilidade da taxa de câmbio. **Estudos Econômicos**, São Paulo, vol. 28, N. 2, 1998.