

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

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E DETERMINANTES DE SUA EXPANSÃO
1994 a 2006

JENIFER GALAFASSI

Florianópolis, setembro de 2006.

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

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E DETERMINANTES DE SUA EXPANSÃO
1994 a 2006

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Jenifer Galafassi

Orientador: Profº Drº Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Finanças Públicas

Palavras - Chaves: 1. Câmbio

2. Déficit Primário
3. Dívida Interna
4. Taxa de Juros
5. Títulos Públicos

Florianópolis, setembro de 2006.

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

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **10** à aluna Jenifer Galafassi na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Profº Roberto Meurer
Presidente

Profº Jaime César Coelho
Membro

Profº Silvio Antonio Ferraz Cário
Membro

“Em economia, não podemos ficar na dúvida entre a origem do ovo e da galinha. A gente, ou cria a galinha ou choca o ovo. O que aparecer primeiro deve dar seqüência ao processo reprodutor, preocupando-se em garantir sustentabilidade ao sistema”.

Johann von Zisch

AGRADECIMENTOS

Difícil lembrar de todas as pessoas importantes que fizeram parte destes quase cinco anos de graduação, tempo suficiente para que eu fizesse amigos, companheiros pra vida inteira. Todos, sem exceção, foram importantes para esta minha trajetória de sucesso, e a estes agradeço de coração. Há, sem dúvida, aqueles que tiveram maior participação em toda esta caminhada, pessoas mais que especiais, as quais gostaria de dedicar algumas linhas de agradecimento.

Primeiramente, a minha família – sem ela, não sei se conseguiria ter chegado até aqui. Foi ela que me deu todo carinho e apoio de que precisei, além da estrutura necessária, mesmo com dificuldades, para que eu não só ingressasse nesta faculdade, como também concluísse este curso - minha mãe, com sua simplicidade e honestidade; meu irmão, com seu bom-humor e disposição para resolver imprevistos de última hora; minha irmã, pelo incondicional apoio nos momentos difíceis; e meu pai, que, de onde quer que esteja, tenho certeza que segue me protegendo e amparando por onde quer que eu vá.

Ao meu namorado, Geraldo, pela amizade e companheirismo. E como não falar da paciência e respeito pelos meus momentos de estudo para aquela prova difícil ou para a própria monografia, temperada com crises de mau-humor e isolamento. Não esperaria outra atitude de uma pessoa tão especial senão seu total apoio.

Ao meu orientador, Roberto Meurer, pela confiança no meu trabalho, desde a elaboração do meu projeto, pela dedicação, reservando tempo para ler meu material e responder meus e-mails cheios de dúvidas, e, claro, pela paciência.

Aos amigos. Impossível esquecer de pessoas tão fabulosas que me trouxeram alegrias nos momentos mais tristes, apoio nos mais difíceis, compreensão nos mais tensos. Que me procuraram para saber o resultado de uma matéria ou para saber como estava a monografia. Que não mediram esforços para me ajudar sempre que necessário. É para Graziela Torres, Erica Nunes, Camila Santos, Antônio Felipe Rodrigues, Rafaela Vitorino, Leonardo Peres e Cintia Conti que dedico esta monografia. Obrigada amigos!

SUMÁRIO

LISTA DE ANEXOS.....	8
LISTA DE FIGURAS.....	9
LISTA DE TABELAS.....	10
LISTA DE SIGLAS.....	11
RESUMO	12
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Contextualização do Problema e sua Relevância	13
1.2 Objetivos	15
1.2.1 Geral.....	15
1.2.2 Específico	15
1.3 Metodologia.....	15
CAPÍTULO 2 – FORMAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	17
2.1 Restrição Orçamentária e Política Fiscal	17
2.2 Política Monetária e Demanda Agregada.....	24
2.3 Déficit Público e Endividamento.....	27
2.4 Efeitos da Dívida Pública	33
CAPÍTULO 3 - CONTEXTUALIZAÇÃO DO CENÁRIO BRASILEIRO – DO REAL ATÉ OS DIAS ATUAIS.....	37
3.1 Implantação do Real e Processo de Estabilização Econômica	37
3.2 Expansão do Mercado de Títulos Federais e Vulnerabilidade Externa	42
3.3 Desequilíbrio das Contas Públicas e Ajustes Fiscais.....	46
3.3.1 Mudança Cambial e a Lei de Responsabilidade Fiscal.....	50
3.4 Crise de Governabilidade e o Novo Governo.....	54

CAPÍTULO 4 – CRESCIMENTO DA DÍVIDA INTERNA BRASILEIRA.....	61
4.1 Crescimento da Dívida Pública	61
4.2 Dívida Interna e Expansão da Dívida Pública Total	64
4.2.1 Dívida Interna e o Mercado de Títulos Públicos.....	68
4.2.2 Perfil da Dívida Interna.....	70
4.2.3 Composição da Dívida e Expectativas dos Agentes	73
4.3 Procedimentos Econométricos	76
4.3.1 Correlação das Variáveis	76
4.3.2 Modelos de Regressão	77
CAPÍTULO 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	81
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	84
ANEXOS	87

LISTA DE ANEXOS

Tabela I: Variação da Dívida Interna – em % do PIB.....	88
Tabela II: Variação Real da Dívida Interna.....	89
Tabela III: Necessidade de Financiamento do Setor Público – em % do PIB.....	90
Tabela IV: Necessidade de Financiamento do Setor Público – Valores Reais.....	91
Tabela V: Juro Real.....	92
Tabela VI: Câmbio Real.....	93

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Saldo da Balança Comercial Brasileira.....	41
Figura 2: Dívida Interna Líquida do Setor Público.....	42
Figura 3: Títulos Federais indexados ao Câmbio.....	52
Figura 4: Reservas Internacionais – Liquidez Internacional.....	55
Figura 5: Evolução da Carga Tributária.....	56
Figura 6: Exportações – Total Geral.....	58
Figura 7: Dívida Líquida do Setor Público – 1981 a 2005 / dezembro.....	62
Figura 8: Evolução da Dívida Líquida do Setor Público.....	65
Figura 9: Dívida Líquida do Setor Público X Impacto do Reconhecimento de Passivos Contingentes.....	66
Figura 10: Participação da Dívida Mobiliária na Dívida Interna.....	69
Figura 11: Crescimento da Dívida Interna Líquida e Dívida Mobiliária Interna.....	69
Figura 12: Composição da DPMFi em Poder Público por Rendimento.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Participação da Dívida Interna na Dívida do Governo Geral.....	67
Tabela 2: Características dos Títulos da Dívida Pública.....	70
Tabela 3: Estrutura de Vencimentos dos Títulos Federais em Poder Público.....	73
Tabela 4: Coeficientes de Correlação Linear.....	77
Tabela 5: Estimativa da Variação Real da Dívida Interna.....	78
Tabela 6: Estimativa da Variação em % do PIB da Dívida Interna.....	79

LISTA DE SIGLAS

- Bacen:** Banco Central
- CDI:** Certificado de Depósito Interbancário
- Copom:** Comitê de Política Monetária
- DLSP:** Dívida Líquida do Setor Público
- DPMFi:** Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
- FCVS:** Fundo de Compensações de Variações Salariais
- FGTS:** Fundo de garantia do Tempo de Serviço
- FHC:** Fernando Henrique Cardoso
- FMI:** Fundo Monetário Internacional
- IPCA:** Índice de Preços ao Consumidor Amplo
- IPI:** Imposto sobre Produtos Industrializados
- LDO:** Lei das Diretrizes Orçamentárias
- LFT:** Letras Financeiras do Tesouro
- LOA:** Lei Orçamentária Anual
- LRF:** Lei de Responsabilidade Fiscal
- NFSP:** Necessidade de Financiamento do Setor Público
- PEF:** Programa de Estabilização Fiscal
- PIB:** Produto Interno Bruto
- PPA:** Plano Plurianual
- PT:** Partido dos Trabalhadores

RESUMO

O objetivo deste estudo é verificar a participação da taxa básica de juros (*Selic*), taxa de câmbio e resultado primário do governo na variação da dívida interna, buscando definir qual o impacto do comportamento seguido por estas variáveis – taxas de juro elevadas, câmbio desvalorizado e déficits primários - no endividamento público brasileiro crescente a partir da década de 90. Ademais, há uma exposição dos referenciais teóricos através dos quais buscou-se identificar os elementos formadores da dívida pública, em especial da dívida interna, seguida de uma contextualização ampla do cenário brasileiro, onde se procurou mostrar sob que condições o endividamento brasileiro explodiu a partir da segunda metade da década de 90.

Palavras – Chave: Câmbio, Déficit Primário, Dívida Interna, Taxa de Juros, Títulos Públicos.

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do Problema e sua Relevância

A dívida pública brasileira é um fator de preocupação para o país e nos últimos anos tem ocupado algumas atenções econômicas. Apesar de ser inegável que o endividamento público apresentou uma trajetória explosiva a partir da década de 90 (o que explica a dívida pública estar tão em evidência no período atual), o problema está longe de ser recente. Desde o início da história de constituição do Brasil como país já podem ser encontrados sinais de desequilíbrios financeiros públicos que necessitavam de recursos para serem resolvidos. É o caso dos gastos da época da Guerra do Paraguai, durante o Segundo Reinado, onde o Brasil, envolvido no conflito, se valeu de recursos externos e também da elevação dos gastos públicos através de empréstimos, emissão de apólices e letras do Tesouro para financiar seus gastos militares, e ainda do período desenvolvimentista de Juscelino Kubitschek, onde o nível de gastos públicos foi elevado para que o objetivo de fazer o país crescer “50 anos em 5” pudesse ser efetivamente cumprido.

Até a década de 60, entretanto, os déficits públicos gerados pelo aumento dos gastos e a necessidade de financiamento criada por aqueles, não se constituíam em um endividamento preocupante, em parte porque o resultado negativo das contas públicas era financiado, principalmente, através de emissão de moeda, que provocava efeitos sobre a economia, mas não incorria em um endividamento crescente – ao contrário, no período de 1946 a 1955, a dívida pública apresentou uma tendência à redução bastante acentuada. O governo militar iniciado em 1964, dessa forma, encontrou uma dívida pública praticamente zerada, mas com a herança de enormes gastos públicos do período desenvolvimentista bastante forte, que precisou ser continuada, principalmente se considerado o crescimento das estatais, no período de 1964 a 1979, que exigia altos níveis de investimentos. A disponibilidade de uma quantidade escassa de recursos no país, entretanto, fez do endividamento uma fonte de financiamento para as empresas em desenvolvimento.

O período de 1985 a 1989 foi um período de contas públicas bastante deterioradas e de um comportamento bastante oscilante do volume da dívida pública. No governo Sarney, ainda que o Plano Cruzado tenha representado uma interrupção (curta) da trajetória de crescimento

da dívida, gastava-se muito - em 1989, os gastos públicos representavam 17,1% do PIB, sem que isto representasse, no entanto, algum crescimento econômico significativo. Foi, no entanto, com a abertura comercial iniciada no governo Collor, que a situação do endividamento público passou a atingir níveis mais alarmantes. A entrada de capitais estrangeiros, facilitada pela abertura, aliada a uma poupança do governo negativa (média de - 2,8% do PIB no período de 1991 a 1994), deixou as contas externas deficitárias pelos anos seguintes e contribuiu para um aumento significativo do endividamento nos anos de 1992 a 1994, que passou a representar, em média, 17% do PIB (GONÇALVES; POMAR, 2002), ainda que o Plano Collor tenha representado, a exemplo do Plano Cruzado, um freio momentâneo para o crescimento da dívida pública, pelo congelamento de preços de 1990/91. Com o Plano Real, que passou a representar um câmbio valorizado, a enorme demanda por importações precisava ser controlada – o que foi feito através de juros elevados que mantinham a atratividade para os capitais estrangeiros entrarem no país e reduzirem os gastos totais com as importações (FEU, 2005).

Instalou-se, a partir daí, uma forte tendência de crescimento acelerado da dívida pública do país, agora com uma distinção importante em relação aos períodos anteriores. Até a década de 90, a dívida pública era formada, em sua maior parte, pela dívida externa, já que grande quantidade dos recursos necessários era obtida no mercado internacional, com dívidas denominadas em dólar. A partir de 1995 o que ocorreu foi um processo de substituição das dívidas, onde a dívida interna passou a crescer aceleradamente, em detrimento à dívida externa. Neste ano, a dívida interna apresentava um valor de R\$ 170,3 bilhões. Em 1999, passou para R\$ 407,8 bilhões, fechando o ano de 2005 em R\$ 952,18 bilhões. Os juros incidentes sobre a dívida interna também preocupam. Em 1998, apesar do relativo equilíbrio primário alcançado nas contas públicas, o pagamento com juros chegou a 7,5% do PIB, equivalente a R\$ 60 bilhões, o que trouxe um déficit operacional de mesmo percentual. Em 2005, os juros da dívida chegaram ao montante de R\$ 157,14 bilhões, equivalente a 8,13% do PIB, um aumento de 22,52% em relação a 2004 (DUARTE, 2006).

1.2 Objetivos

1.2.1 Geral

Analisar o cenário macroeconômico e entender o contexto sob o qual a dívida pública cresceu, bem como dos fatores que determinaram sua expansão.

1.2.2 Específico

- Compreender o crescimento da dívida pública interna;
- Descrever o perfil da dívida interna;
- Analisar os principais instrumentais macroeconômicos ligados à dívida;
- Identificar a participação das variáveis sobre a variação da dívida interna.

1.3 Metodologia

O estudo busca analisar os fatores de crescimento da dívida interna nos últimos anos. Para tanto, é necessário um conjunto de dados eficiente - para entender um crescimento deste tipo é necessário conhecer o comportamento das variáveis macroeconômicas que atuam diretamente sobre o crescimento da dívida já que são elas que vão definir o ambiente em que o crescimento ocorreu e mostrar se as condições existentes eram de um processo de endividamento elevado. São vários os indicadores associados à dívida que, dependendo do comportamento que assumem, podem trazer efeitos de aumento ou queda no volume total do endividamento – por isso, o perfil das variáveis econômicas precisa ser, primordialmente, levado em conta, para que seja possível uma apreciação do resultado final.

Para tanto, o estudo se dará através da observação e experimentação de dados, ou seja, através de um método *indutivo*, que, para Lakatos e Marconi (1991, p. 86) é “um processo mental por intermédio do qual, partindo de dados particulares, suficientemente constatados, infere-se uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas”. Ainda que filósofos como Popper¹ considerem a observação e experimentação como processos

¹ Filósofo austríaco que rejeitava veementemente a idéia de um estudo científico indutivo, em contraposição com a maior parte dos positivistas de sua época. Para ele, partir de um enunciado singular e chegar a um universal

inadequados por não produzirem conhecimento e resultados realmente válidos, as ferramentas da indução, de acordo com Francis Bacon², necessitam de conhecimentos prévios de teorias e pressupostos econômicos, que vão permitir uma avaliação correta do cenário em estudo, além de trazerem conclusões amplas, já que partem de premissas singulares para um todo maior. Além disso, o método indutivo deixa de trabalhar com a especulação, para dar maior importância à observação e mensuração dos fatos econômicos estudados (GIL, 2002).

Com um conhecimento amplo sobre os determinantes do crescimento atual da dívida interna, será possível explorar a relação das variáveis econômicas com a variação da dívida interna. Por isso, pode-se classificar o estudo como sendo do tipo *exploratório*, já que, segundo Selltiz (1974, p. 60), um “estudo exploratório têm como objetivo a formulação de um problema para investigação mais exata ou para a criação de hipóteses”.

Os dados necessários serão do tipo secundários, obtidos em relatórios divulgados pelo Banco Central do Brasil, além de outros órgãos federais que abordem o tema da dívida pública, como o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) e o Tesouro Nacional, e bibliografias especializadas.

através da generalização não tinha nenhuma garantia lógica de que o resultado alcançado fosse realmente verdadeiro e válido (MOTOYAMA, 2002).

² Filósofo inglês que desenvolveu o método indutivo na busca de um conhecimento completo através da pesquisa experimental ao invés da conceitual.

CAPÍTULO 2 – FORMAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Este capítulo busca a apresentação de conceitos ligados às finanças públicas (funções do governo, descrição do orçamento, origem e destino de recursos públicos, formação de déficits) e explicitar os fatores de formação da dívida pública. Por último, são demonstrados os efeitos da dívida pública sobre a economia.

2.1 Restrição Orçamentária e Política Fiscal

As restrições impostas pela situação das contas públicas de um país são pontos que precisam ser levados em conta na condução de processos de estabilidade e desenvolvimento econômico do mesmo. A situação fiscal depende, para sua formação, do valor das receitas e despesas acumulado em cada período. Filellini (1994) destaca que as receitas públicas podem ser obtidas através dos tributos (aplicação de impostos e taxas), vendas de ativos reais e financeiros (terras, prédios, reembolso de empréstimos concedidos), transferências (gerando receitas para as entidades governamentais que as recebe), empréstimos externos (obtidos com organizações multilaterais e agências governamentais estrangeiras, com destaque para os bancos privados e o FMI), venda de serviços públicos (energia elétrica, serviço de esgoto), contribuições parafiscais (recolhimentos não enquadrados no código tributário, como o FGTS), criação de moeda, ou outras receitas diversas (obtidas por doações ou taxas cobradas para a emissão de documentos). O montante arrecadado permitirá a viabilização dos gastos despendidos, gastos estes referentes ao custeio da máquina pública (pagamento de salários, serviços terceirizados), investimentos (referentes a estoque de capital fixo, como construção de pontes ou estradas), transferências (gerando despesas para as entidades governamentais que as desembolsa, onde são incluídas seguridades sociais, subsídios oferecidos e programas sem contrapartida, como o programa Fome Zero) e pagamentos de juros e amortizações.

Um planejamento rigoroso, com base na Constituição Federal, é realizado de forma a explicitar a participação do setor público na captação de receitas e sua política de despesas. O detalhamento dos recursos arrecadados deve mostrar de que forma serão captados (se serão receitas próprias da União ou provenientes de transferências), a origem dos recursos (tributações, contribuições sociais, receitas financeiras ou serviços) e o orçamento ao qual estão vinculadas (seguridade social, onde o financiamento se dá via recursos da sociedade,

fornecidos de maneira direta ou indireta, ou orçamento fiscal, constituído pelos recursos de tributação e contribuições não vinculadas à seguridade social). Já o programa de despesas é relatado através de programas orçamentários – Plano Plurianual (PPA), que estabelece um planejamento de médio prazo, referente a um período de quatro anos, estabelecido em um governo e sendo válido até o primeiro ano de mandato do governo seguinte; Lei das Diretrizes Orçamentárias (LDO), que define os gastos para o ano subsequente, fazendo ligação entre o PPA e o orçamento previsto para o ano; e Lei Orçamentária Anual (LOA), que representa o orçamento propriamente dito, onde é feito o planejamento para o ano em exercício (REZENDE, 2001).

Importa ressaltar que o resultado fiscal é segmentado de acordo com os elementos inclusos e excluídos da sua conta, de forma que o efeito de variáveis econômicas como juros, preços e atividade econômica possam ser devidamente identificados e isolados. Esta distinção diferencia a análise dos resultados. Rezende (2001) aponta os dois critérios analisados – o chamado “acima da linha”, que indica os resultados obtidos da diferença de receitas e despesas, e o “abaixo da linha”, com ênfase nos itens de financiamento do déficit.

Segundo o primeiro critério, quatro categorias são identificadas. O *resultado primário* mostra se o Governo está ou não dentro de seus limites orçamentários através da diferença entre a receita arrecadada com impostos, taxas, contribuições e outras que se incluam dentro do papel arrecadador do Estado, e as despesas orçamentárias do Governo. São excluídas, portanto, do cálculo do resultado primário, as receitas provenientes de aplicações financeiras, bem como as despesas com encargos da dívida (amortizações e juros) e concessão de empréstimos. O *resultado nominal*, por sua vez, acrescenta ao cálculo os valores excluídos do resultado primário, permitindo um conhecimento completo da quantidade de recursos que foi necessário captar para que as despesas do Governo fossem sanadas. O *resultado operacional* soma ao resultado primário as despesas com pagamento dos juros reais, excluindo o efeito da correção monetária sobre os juros nominais. Por último, o *resultado público de pleno emprego* vai representar a diferença entre receitas e despesas hipotéticas, previstas em uma situação de pleno emprego.

Pelo critério abaixo da linha busca-se identificar o desempenho fiscal do Governo com base na variação do endividamento líquido obtido em dado período. São seis os conceitos identificados nesta categoria. A *dívida líquida do setor público* (DLSP - representa a soma da

dívida interna e externa, com inclusão da base monetária e exclusão dos ativos do setor público, tais como reservas internacionais e receitas de privatização), o *ajuste patrimonial* (representa a diferença entre os chamados esqueletos, passivos dos governos passados, reconhecidos em período posterior, e as receitas obtidas com privatizações), a *dívida fiscal líquida* (diferença da DLSP e do ajuste patrimonial), e a *necessidade de financiamento do setor público* (NFSP), analisada em termos *nominal* (mais comum, correspondendo ao resultado nominal do conceito apurado anteriormente), *operacional* (que exclui a correção monetária da NFSP nominal) e *primário* (que exclui gastos e receitas financeiras da NFSP nominal).

Com base na sua NFSP, o Governo vai atuar com uma política fiscal que direcione a economia de acordo com seus interesses econômicos. A política fiscal vai trabalhar com as receitas e despesas do Governo, modificando a definição da carga tributária e dos gastos públicos, conforme o rumo desejado. “(...) tanto gastos como receitas, por si mesmos, são veículos que o Governo utiliza para atingir (suas) metas (...). A política de estabilização, dentro dessa dimensão, consiste na aplicação combinada de gastos e receitas, de forma a impactar ou amortecer as tendências cíclicas da economia” (FILELLINI, 1994, p. 61).

Além e Giambiagi (2000) colocam que é através da realização de política fiscal que o governo executa suas três funções básicas no sistema econômico: a função *alocativa* (através da qual define a quantidade e o tipo de bens públicos que serão oferecidos, de acordo com as demandas da sociedade); a função *distributiva* (com a realização de ajustes na distribuição de renda, de forma a deixá-la mais justa para a sociedade); e a função *estabilizadora* (busca obter certos resultados através da realização de política econômica, como alto nível de emprego, estabilidade dos preços e crescimento econômico).

Diz-se que uma política fiscal tem caráter *expansionista* quando se caracteriza pelo aumento dos gastos públicos como instrumento de ação, e *contracionista* quando atua com a redução das despesas do governo. Notadamente, o efeito de tais políticas na economia é inverso e o caráter que a política fiscal assumirá vai depender dos objetivos que o governo busca alcançar. Uma política fiscal expansionista traz o aumento do produto (visto que gastos maiores estimulam a demanda), e uma conseqüente elevação dos juros (pela maior demanda por moeda trazida por uma demanda pelo produto mais elevada) e valorização cambial (dada a atração do capital pelos juros mais elevados), de forma que, ao final do ciclo, com taxas de

juro maiores e câmbio valorizado, a queda da demanda interna por bens tende a compensar o efeito dos gastos sobre a demanda e produto. Obtém-se, com uma política desta natureza, um incremento na renda e um estímulo às importações (e redução das exportações), visto que seu nível é diretamente (inversamente) proporcional à apreciação cambial. Já os investimentos produtivos terão seu comportamento ditado pela variável de maior efeito – o aumento do produto tende a elevar o nível de investimento, mas, ao mesmo tempo, este apresenta comportamento contrário ao da taxa de juros (BLANCHARD, 2001).

Em países com mercados financeiros pouco desenvolvidos e com restrição ao crédito, o aumento do déficit público e a pressão sobre o mercado monetário para que os juros aumentem fazem com que o efeito dos juros seja maior, trazendo a queda nos investimentos produtivos e no produto em si, no curto prazo (efeito *crowding-out*, com deslocamento do setor privado devido a uma expansão do gasto público). Ao invés do déficit trazer, no curto prazo, um efeito de crescimento do produto (através do estímulo ao consumo) e crescimento econômico, como mostra a teoria convencional keynesiana, ocorre o efeito contrário, dadas as condições do mercado econômico e a alta representatividade do comportamento dos juros (REZENDE, 2001).

A política contracionista, por sua vez, enquanto trabalha com redução dos gastos do governo, vai buscar reduzir o déficit público, ocasionando queda no produto (com conseqüente redução dos juros e aumento do câmbio, trazendo uma moeda nacional desvalorizada). A redução dos gastos, no entanto, tende a ter um efeito multiplicador maior sobre a redução do produto. Por isso, no curto prazo, uma política fiscal contracionista gera aumento de desemprego e redução do crescimento econômico (recessão do produto), só apresentando os efeitos esperados no médio e longo prazo. De qualquer forma, a política de caráter contracionista é eficiente no sentido de gerar superávits na balança comercial, visto que a desvalorização da moeda estimula as exportações (a exemplo da política fiscal adotada no início do governo Lula, focada para o corte de despesas governamentais).

Com base na sua restrição orçamentária, ou seja, no total de recursos de que dispõe, o governo vai atuar de diferentes maneiras. É o quadro fiscal que permitirá definir sob que condições poderão ser formuladas estratégias de crescimento e seus rumos adequados, a serem tomados dentro de cada contexto econômico. Recursos arrecadados em maior volume do que aqueles despendidos formam uma situação de *superávit* para as contas públicas, que significa

um saldo positivo no resultado fiscal. De forma contrária, um *déficit* se forma quando o valor das receitas não é suficiente para cobrir as despesas. Segundo Rezende (2001), no caso de um superávit, o setor público gera poupança e pode emprestar recursos ao setor privado. Já no caso de um déficit, cria-se uma necessidade de financiamento do governo junto ao setor privado e ao Banco Central, que pode levar ao enfraquecimento da restrição orçamentária³ – com a certeza de que o excesso de despesas será coberto por terceiros (agentes econômicos ou a própria União), o setor público pode vir a relaxar no controle da relação entre despesas e receitas, de forma que aquela ultrapasse esta, culminando numa restrição orçamentária fraca (GALL; MENDES, 2000).

Há três maneiras de serem obtidos recursos no caso de déficit nas contas públicas - cobrança de impostos, emissão de moeda ou *seignorage* (através das autoridades monetárias) e venda de títulos da dívida pública.

A tributação representa um meio transparente de se obter recursos, onde um montante de receitas é obtido através de impostos aplicados sobre os agentes econômicos do país. Os tributos, segundo Rezende (2001), são classificados em três categorias – *impostos sobre a riqueza ou patrimônio* (cuja base de cálculo é o estoque acumulado de capital), *impostos sobre a renda* (com base nos fluxos anuais de rendimento) e *impostos sobre vendas de mercadorias e serviços*. O imposto sobre a renda pessoal é a principal fonte de arrecadação em países como Canadá e Estados Unidos. No Brasil, com o aumento das alíquotas nos anos 80 e 90, essa categoria teve sua participação reduzida na arrecadação de receitas, se comparado ao período anterior à implantação de alíquotas maiores.

A *seignorage* representa a habilidade do governo de aumentar sua receita real a partir da emissão de moeda, estando associada ao imposto inflacionário (enquanto a *seignorage* representa quanto o governo recebe, o imposto inflacionário vai representar quanto a população paga). O aumento da oferta de moeda eleva também a demanda por moeda, dadas as previsões de aumento de inflação, quando as pessoas procuram aumentar sua renda nominal para não perder o seu poder de compra. Nem todo aumento de oferta de moeda, entretanto, vira inflação – uma parte vira aumento de renda, que vai compor a *seignorage*. A perda do poder de compra da população será medida pela variação da inflação. Como o governo é

³ O conceito de restrição orçamentária fraca foi criado pelo economista húngaro János Komai enquanto este estudava o excesso de investimentos nas economias do leste europeu.

monopolista da emissão de moeda, se apropria, primeiramente, do poder de compra, exatamente na mesma proporção da variação da inflação, já que esta não incide sobre o governo, obtendo recursos para realizar seu financiamento, como mostra a Equação 1, demonstrada por Rezende (2001):

$$Sh_t = \frac{\Delta M_t}{P_t} = \mu m_t = \Delta m_t + \pi_t m_t \quad (1)$$

Onde:

M_t / P_t : encaixes reais

μ_t : taxa de crescimento da base monetária

m_t : saldos monetários reais

π_t : taxa de inflação

Em um determinado ponto, entretanto, ao invés do aumento da oferta de moeda ser acompanhado por uma elevação na demanda por moeda, esta passa a ser reduzida – o custo de oportunidade da moeda em forma líquida torna-se muito elevado, de forma que a população vai preferir ter menos moeda para recuperar outros ativos que tragam de volta seu poder de compra e que não sofram o efeito inflacionário. Neste ponto, a expansão de moeda não é mais acompanhada por aumento da demanda por moeda, e sim por queda da oferta. Este ápice inflacionário será o limite para o governo se apropriar da *seignorage*, já que a partir daí passará a haver troca de ativos e menor demanda por moeda (BLANCHARD, 2001).

De acordo com o efeito Tanzi, o aumento da inflação reduz a receita tributária em termos reais (e, em conseqüência, o poder de compra do governo com aquilo que já foi pago) em razão da defasagem temporal em que as receitas são recebidas (com os débitos tributários não sendo corrigidos de acordo com a inflação), aliadas à falta de um sistema de indexação eficiente. O efeito *seignorage*, entretanto, normalmente é maior que o efeito Tanzi, ou seja, há elevação da receita tributária através da inflação ocasionada pela emissão de moeda. O efeito *seignorage* só será superado pelo efeito Tanzi quando o aumento da inflação se der sobre uma base inflacionária já bastante alta.

“O financiamento dos gastos do Governo com a colocação de títulos junto ao público embora mais expansionista do que por imposto é (...) bem menos expansionista do que a alternativa da emissão. Seus efeitos inflacionários são, pois, bem mais reduzidos” (HADDAD, 1985, p. 50). Os títulos públicos representam ativos financeiros oferecidos ao público que garantem ao seu proprietário um determinado valor a ser pago pelo governo, de forma que

possam ser captados recursos que financiem o déficit nas contas públicas. Os títulos podem ser emitidos pelo governo federal, estadual ou municipal. No caso do governo federal, os títulos são emitidos pelo Tesouro Nacional ou pelo próprio Banco Central, e possuem um nível de segurança mais elevado, se comparado com os papéis emitidos pelos estados e municípios, já que o risco do país não honrar seus compromissos é considerado pequeno pelos investidores.

O processo de emissão de títulos é, atualmente, o instrumento de maior preferência na captação de recursos no Brasil.

Sua maior vantagem são os incentivos para que os agentes privados transfiram renda para o Estado e a flexibilidade, de modo a satisfazer diferentes (e mutantes) interesses dos aplicadores. (...) obrigações da dívida pública podem ser emitidas em formatos muito variados, passíveis de serem alterados com relativa facilidade, para adequar a oferta aos desejos dos potenciais investidores. Assim, é possível emitir obrigações de longo prazo, capazes de atender a demanda de investidores institucionais ou individuais preocupados em reduzir as incertezas sobre seus rendimentos em datas futuras; ou de curto prazo, para cobrir necessidades de aplicação temporárias ou em maturidades intermediárias. Do mesmo modo, é possível satisfazer as demandas de instituições financeiras por papéis mais líquidos ou, no outro extremo, de investidores que buscam apenas a segurança de rendimentos (...).” (DÍVIDA, 2003, p. 14-15).

A elevada liquidez é fortalecida, ainda, pela alta necessidade de recursos requeridos pelo Estado, o que cria um mercado de títulos perene e muito amplo em termos de negociação de papéis⁴. Títulos de prazos mais longos possuem rendimento mais elevado, mas adiam a necessidade de desembolso pelo setor público para que eles sejam liquidados. De forma contrária ocorre com os títulos de curto prazo – podem ser oferecidos rendimentos menores, mas o custo é maior no curto prazo (já que os rendimentos precisarão ser pagos em prazos mais curtos). Esse comportamento é explicado pela relação risco – retorno. Investimentos longos possuem maior risco e, aquele que corre mais risco, exige remuneração mais elevada para o seu capital.

As limitações, porém, da emissão dos títulos públicos como forma de financiamento, não podem deixar de serem ressaltadas. Primeiramente, “ao vender títulos da dívida pública para financiar seus gastos o Governo pressiona os recursos do mercado financeiro, que só serão canalizados para os novos títulos públicos caso estes ofereçam uma rentabilidade mais atraente” (HADDAD, 1985, p.50). O valor que representará o rendimento do título vai

⁴ A liquidez de um mercado aumenta quanto maior a chamada “demanda de reserva” pelos ativos oferecidos no dado mercado. No caso do mercado de títulos, a credibilidade do governo e a constante oferta de títulos cria uma alta demanda pelos títulos em circulação.

depender da modalidade deste, de data pré (onde se conhece antecipadamente a remuneração do título) ou pós-fixada (onde vale o valor do indexador na data de resgate do título), indexados comumente ao câmbio, taxas de juro ou ao índice de preços. A perspectiva de crescimento do indicador ao qual o título está atrelado vai determinar uma demanda em maior ou menor volume por títulos de natureza distinta. O segundo ponto que merece ser ressaltado quanto aos títulos públicos é que, ainda que eles possuam a total garantia quanto ao pagamento do valor garantido pelo Tesouro Nacional, o que os isenta do risco de crédito, não significa que não estejam sujeitos a outros riscos – o risco de mercado. As constantes oscilações de preço, dadas pelas ações de compra e venda no mercado secundário, e o comportamento dos indexadores, decorrente da política econômica conduzida no país, deixam os detentores de títulos expostos ao risco de mercado, o que pode comprometer seus rendimentos.

2.2 Política Monetária e Demanda Agregada

Mais do que uma fonte de financiamento, o mercado de títulos federais representa um importante instrumento de política monetária. Com a política monetária, através da variação da oferta de moeda, o Banco Central busca controlar a liquidez da economia, atuando sobre a base monetária, tanto no seu conceito restrito (M1), como ampliado (M4). A base restrita é a fonte primária de geração de moeda, formada por instituições emissoras estritamente monetárias, e coordenada pelo Banco Central, que regula a quantidade de moeda da economia através das operações de débito (contração monetária) e crédito (expansão monetária). A base ampliada, por sua vez, inclui, além de moeda em espécie, os depósitos compulsórios e as operações com títulos públicos federais, sendo alterada com a movimentação no mercado primário de títulos públicos e com o recolhimento do compulsório.

Através das operações de mercado aberto o Bacen atua na compra e venda de títulos federais, sendo o instrumento mais importante e mais utilizado pelas autoridades monetárias, pela sua flexibilidade e rapidez de alteração da base monetária. A compra de títulos do mercado representa o aumento da quantidade de moeda em circulação (com elevação da liquidez e meios de pagamento), já que esta é criada e colocada ao mercado para que os títulos adquiridos sejam pagos. Ao contrário, a venda de títulos representa uma retirada de moeda da

economia (redução da liquidez e meios de pagamento), com os compradores de títulos pagando ao Bacen pelos papéis.

Além das operações com títulos no mercado aberto, outros dois instrumentos constituem os três instrumentais clássicos de política monetária utilizados no Brasil pelo Bacen - a determinação do encaixe compulsório bancário e a assistência financeira de liquidez ou taxa de redesconto.

O depósito compulsório representa um instrumento ativo, já que influencia diretamente a demanda de reservas bancárias. Ele funciona como um imposto, instituído pelo Banco Central, que determina a quantidade mínima de recursos, em proporção à quantidade de depósitos à vista, que os bancos comerciais precisam manter em reserva. Na prática, a fixação da taxa do compulsório pelo Bacen vai determinar o multiplicador monetário bancário, ou seja, de quanto os bancos disponibilizarão para realizar empréstimos ao mercado, e assim criarem moeda. Um aumento da taxa do compulsório eleva a demanda por moeda do Banco Central, e também a taxa de juros. Ao contrário, uma redução na exigência das reservas, reduz a demanda e contrai os juros (BLANCHARD, 2001). Ainda que o depósito compulsório atue sobre a demanda por moeda e a taxa de juros, não apresenta, no entanto, resultado imediato, dado o tempo que os bancos necessitam para se ajustarem às limitações impostas pelo Bacen.

A assistência financeira de liquidez representa os empréstimos concedidos aos bancos pelo Banco Central. Quando necessitam de empréstimos, os bancos costumam buscar, primeiramente, o mercado interbancário (CDI). No caso, no entanto, de não conseguirem os recursos de que necessitam por este meio, recorrem ao Banco Central, para que este atue com as chamadas operações de redesconto. O Bacen funciona, desta maneira, como o prestador de última instância, emprestando recursos com prazos e taxas definidos, injetando dinheiro no mercado. As taxas de redesconto, cobradas por estes empréstimos, vão se refletir sobre a taxa de juros. Taxas de redesconto baixas, aliadas a prazos de pagamento longos, aumentam o grau de exposição dos bancos ao risco, com elevação dos empréstimos realizados, o que aumenta a quantidade de moeda no mercado. Medidas mais duras, por sua vez, com prazos mais curtos e taxas altas, tornam a atitude dos bancos mais defensiva em relação à exposição ao risco, reduzindo a liquidez da economia.

A exemplo de uma política fiscal, a política monetária apresenta caráter expansionista e contracionista, a ser definido pela variável que altera – a oferta de moeda. A política monetária

contracionista, por reduzir a oferta de moeda, eleva a taxa de juros, o que tende a atrair capital externo para o país, valorizando o câmbio (pelo excesso de capital internacional no mercado). A demanda e o produto são reduzidos pela combinação de juros altos e câmbio valorizado, de forma que a redução da primeira torna os juros mais baixos, compensando o aumento inicial (BLANCHARD, 2001). A política monetária expansionista, por sua vez, reduz os juros e aumenta o produto. O câmbio, desvalorizado pela escassa quantidade de recursos internacionais no país (dada a baixa atratividade para o capital externo), estimula as exportações. Dois objetivos, portanto, são alcançados com uma política monetária expansionista no curto prazo – reduz-se os juros, aumentando a receita de exportações via desvalorização cambial, e aumenta-se a demanda agregada, dado o aumento do produto e o conseqüente crescimento econômico (considerando a proposição keynesiana de que os preços reagem lentamente à expansão monetária no curto prazo). No longo prazo, os juros voltam a crescer, sintonizados com a inflação, e o produto tende a voltar ao mesmo nível (não há efeitos reais da expansão monetária no longo prazo, seguindo o princípio da neutralidade da moeda).

As políticas econômicas têm impactos decisivos sobre a demanda agregada, ou seja, alteram o resultado do equilíbrio no mercado de bens e no mercado monetário. Isso porque a demanda agregada é uma função de três variáveis, todas controladas por políticas econômicas – oferta real de moeda (diretamente proporcional), gastos do governo (diretamente proporcional) e tributação (inversamente proporcional). Como alternativas de curto prazo para realização de uma política expansionista da demanda agregada, portanto, têm-se o aumento da oferta de moeda e o aumento dos gastos do governo (ou redução da tributação). Com o produto no seu nível natural (onde o nível de preços é igual ao nível de preços esperado - não há surpresas quanto à inflação – e preços e salários se ajustam rapidamente – não há rigidez nominal), a conseqüência de uma política expansionista é o aumento do nível de preços acima da média de preços esperada – no curto prazo, a economia cresce com uma política deste tipo, beneficiando, momentaneamente, a sociedade, com um aumento no nível do produto e também no emprego, dada a demora dos empresários ajustarem suas expectativas de inflação (se há capacidade ociosa, o produto cresce mais aceleradamente, visto que as empresas vão aumentar a oferta de seus produtos com maior rapidez). No período seguinte, com a reação dos agentes, o nível de preços esperado aumenta, retraindo a curva de oferta agregada, já que esta é formulada em cima de uma inflação esperada, ocasionando a queda do nível do produto

(que volta ao seu nível natural). O aumento da expectativa de preços, portanto, traz, no médio e longo prazo, o aumento dos preços e a redução do produto. Ao contrário, no entanto, uma política de demanda agregada contracionista, obtida com austeridade fiscal e monetária, tende a reduzir as expectativas de preço, trazendo um crescimento sem inflação.

Há, portanto, que se ter cuidado com a realização das políticas econômicas, dado o efeito na demanda agregada, em especial, com a monetária, visto que o impacto desta é mais expressivo. Isto se dá pelo fato da taxa de juros, afetada diretamente com a alteração da liquidez da economia, ser o principal elemento que afeta as decisões de demanda agregada, investimento e inflação futura, buscando reagir de forma compensatória ao aumento do desemprego e inflação – seguindo a evidência da Curva de Phillips, uma política macroeconômica terá que priorizar uma ou outra medida (baixas taxas de desemprego ou baixas taxas de inflação), já que altas taxas de juro são necessárias para conter o aumento do nível de preços, mas reduzem o investimento produtivo, ocasionando queda da produção e baixo nível de emprego. Ao contrário, taxas de juro mais baixas dão mais dinâmica à produção (elevando a oferta de empregos), mas, entre outros motivos, permitem o aumento dos preços. A escolha entre os dois resultados macroeconômicos vai depender das preferências da sociedade, manifestadas via processo político.

2.3 Déficit Público e Endividamento

De maneira simples, o déficit das contas públicas pode ser definido pela diferença entre os gastos do governo e as receitas resultantes da tributação, conforme a Equação 2.

$$\text{Déficit Primário} = (G_t - T_t) \quad (2)$$

Onde:

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

T_t : receita tributária (líquida, descontadas as transferências)

A colocação de títulos federais junto ao mercado para que sejam obtidos recursos destinados a financiar o déficit nas contas públicas eleva o endividamento do governo junto aos agentes econômicos. A dívida pública, portanto, representa o somatório de tudo aquilo que os órgãos do Estado (governo federal, estadual, municipal e empresas estatais) devem. E, de acordo com a moeda em que ela deve ser paga, a dívida vai assumir uma classificação

importante - se o pagamento é denominado em moeda estrangeira, a dívida é chamada de *dívida externa*; ao contrário, a parcela da dívida que pode ser paga em reais é denominada *dívida interna* (GONÇALVES; POMAR, 2002).

Para Além e Giambiagi (2000), há três restrições que limitam o déficit e o endividamento público. O primeiro deles é o *mercado* – não é possível que uma dívida seja formada sem que existam credores que aceitem financiá-la. A compra de títulos pelo mercado é voluntária – não existe pressão para que os títulos do governo tenham necessariamente compradores. Mas, por representar um investimento lucrativo, o mercado de títulos federais possui uma alta demanda. O não cumprimento dos compromissos assumidos pelo governo em relação a dívida pública, entretanto, podem tornar o mercado hostil e não disposto a financiar novos déficits.

A segunda restrição é o *risco de inflação*, corrente no caso de não ser possível financiar o déficit através do endividamento, sendo necessário recorrer à emissão de moeda (que, conforme explicitado anteriormente, acaba afetando o nível de preços). Por último, há a restrição imposta pelas *instituições* atingidas pela política fiscal – em economias desenvolvidas, os agentes tendem a oferecer com mais facilidade seus recursos para financiamento dada a credibilidade do setor público, possibilitando níveis de endividamento bastante elevados. Em economias menos desenvolvidas a solução da dívida pública é preferida por ser a alternativa mais fácil, visto a falta de condições econômicas da sociedade de suportar um aumento da carga tributária, mas o endividamento não tende a atingir níveis muito elevados, dada a baixa predisposição dos agentes econômicos em emprestar seus recursos.

O déficit público, definido pelo excesso dos gastos governamentais sobre a arrecadação, fornece a pré-condição para a criação da dívida pública. O déficit não é sinônimo de dívida, pois pode ser financiado também pela elevação dos tributos ou criação de moeda. A dívida é uma das alternativas possíveis. Baseia-se na aquisição voluntária de títulos governamentais, pela coletividade, com os respectivos direitos de pagamento de juros e reposição oportuna do principal. (FILELLINI, 1994, p. 115)

Blanchard (2001) admite o crescimento da dívida como consequência do déficit público com a ocorrência de três fatores: se o déficit for financiado por emissão de moeda, onde se considera que há um aumento de dívida junto ao Banco Central; se for financiado junto ao público, por empréstimos; e se não for financiado via venda de ativos do governo, com o processo de privatização. Dentro dessas condições, portanto:

$$B_t - B_{t-1} = \text{Déficit} \quad (3)$$

Onde:

$B_t - B_{t-1}$: crescimento da dívida

Se o governo escolhe a opção do endividamento, seu resultado fiscal vai passar a representar não só a diferença entre os gastos e as receitas, mas também o pagamento dos juros que incidem sobre a dívida, acumulada até o ano anterior, lançada para obtenção de financiamento. Portanto, a restrição orçamentária do governo, segundo Blanchard (2001) altera o formato demonstrado em (2), passando a incluir a taxa de juros real (r , de forma que esta vai representar a taxa de juros nominal sem o efeito da inflação) e o estoque da dívida pública total (B_{t-1}), como mostra a Equação 4:

$$\text{Déficit Total} = (G_t - T_t) + r B_{t-1} \quad (4)$$

Onde:

$r B_{t-1}$: pagamento de juros reais sobre a dívida do governo no final do período t-1

Substituindo a Equação 3 em 4, têm-se a dinâmica da dívida dada por:

$$B_t - B_{t-1} = (G_t - T_t) + r B_{t-1} \quad (5)$$

Reorganizando os termos, a dívida ao final do período t corresponde a $(1+r)$ vezes a dívida do final do ano t-1 acrescido do déficit primário no tempo t (BLANCHARD, 2001):

$$B_t = (1 + r) B_{t-1} + (G_t - T_t) \quad (6)$$

Ainda que a equação acima demonstre claramente o nível da dívida, Blanchard (2001) coloca que a dívida analisada em termos do PIB da economia torna mais competente a análise da dívida pública, já que esta passa a incorporar o crescimento do produto ao longo do período em questão. A Equação 6, portanto, passa por algumas modificações para que a análise possa ser alcançada:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t} \quad (7)$$

Onde:

Y_t : produto real

Com a multiplicação do coeficiente que representa a incidência dos juros reais sobre a dívida pelo fator Y_{t-1} / Y_{t-1} , todos os termos passam a estar em proporção do PIB:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1+r) B_{t-1} Y_{t-1}}{Y_t Y_{t-1}} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t} \quad (8)$$

Considerando g como a taxa de crescimento do produto, de modo que Y_{t-1} / Y_t seja representado por $1 / (1+g)$, e se valendo da aproximação de que $(1+r) (1+g) = 1 + r + g$, a equação pode enfim ser reescrita como:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_t} = (r-g) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (9)$$

“A variação do coeficiente da dívida é igual à soma de dois termos. O primeiro é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento vezes o coeficiente inicial da dívida. O segundo é a razão entre o déficit primário e o PIB” (BLANCHARD, 2001, p. 579).

A equação acima mostra a trajetória da dívida de acordo com a variação do PIB. Segundo ela, o coeficiente da dívida leva em conta a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento do produto ($r - g$), que mostra quanto custa administrar a dívida em termos de bens, onde um crescimento do produto vai representar um aumento da riqueza governamental e redução do custo da dívida em termos reais. Há um problema, neste caso, na utilização da taxa real de juros – o governo controla a taxa nominal de economia, agindo através dela em instrumentos de política monetária. Assim, ao mesmo tempo em que um aumento da taxa de juros nominal controlada é capaz de produzir um efeito redutor na inflação, eleva a taxa de juros real se bem sucedida, mas sem que haja controle direto sobre esta.

A equação considera ainda a dívida no período anterior (B_{t-1}/Y_{t-1}), de forma a ponderar o valor total pelo que já se devia, e o déficit primário em proporção do produto ($G_t - T_t/Y_t$). Dependendo do comportamento dos componentes, portanto, a relação dívida / PIB aumenta ou diminui. Nos Estados Unidos, o crescimento do PIB é maior que o juro real (g maior que t), o que faz com que o peso da dívida faça a relação dívida / PIB diminuir. Já no Brasil ocorre o contrário, visto que g é menor que r .

Pela Equação 9 é possível identificar elementos importantes no processo de estabilização ou aceleração da relação dívida / PIB:

- Um superávit primário obtido nas contas públicas é capaz de produzir um efeito estabilizador no crescimento da dívida, ao passo que um déficit primário eleva o montante da dívida.
- Quanto maior o crescimento do PIB, menor o efeito crescente da dívida pública.
- A taxa de juros real da economia, por sua vez, apresenta um efeito ampliador, por isso, quanto menor a taxa de juros, maior será a redução do montante da dívida.

- Os passivos anteriores têm um alto peso, ou seja, o montante de dívidas passadas e dos chamados “esqueletos” da dívida eleva o crescimento do endividamento.

A obtenção de um resultado primário superavitário é importante para o decréscimo da relação dívida / PIB, já que um resultado deste tipo proporciona recursos para serem utilizados no pagamento do saldo devedor presente, e também do montante da dívida passada não paga. Tem-se, com o valor do superávit primário, o quanto foi economizado para que os juros da dívida possam ser pagos.

Quanto maior o coeficiente dívida / PIB, dessa forma, maiores terão que ser os esforços fiscais do governo para obter superávits. E, quanto maiores e mais consecutivos os superávits alcançados nas contas públicas, maior a credibilidade do governo quanto ao pagamento da dívida junto aos credores. Afinal, superávits consecutivos sinalizam uma preocupação do governo em realmente pagar os compromissos assumidos no tocante à dívida. Com um clima de maior confiança instalado no país, as expectativas dos agentes econômicos melhoram e cria-se uma tendência de queda de muitos indicadores (com uma maior certeza de cumprimento do compromisso por parte do governo, as taxas de juro que remuneram os títulos da dívida, por exemplo, podem passar a sofrer redução). A falta de superávits crescentes, por sua vez, costuma atingir negativamente alguns agentes econômicos, preocupados com o risco de *default* da dívida.

É importante que o resultado fiscal positivo esteja aliado a um certo nível de crescimento econômico, ou a um aumento do produto. “(...) quanto maior é o crescimento da economia, mais ‘fácil’ é manter a dívida constante como proporção do PIB, pois maior pode ser o crescimento dessa dívida e portanto menor a necessidade de gerar superávits primários”(ALÉM; GIAMBIAGI, 2000, p. 227). Além de ter o poder de estabilizar a dívida juntamente com um superávit, um crescimento do produto ainda é capaz de fornecer um saldo nas contas e favorecer a confiança dos investidores, estimulando a formação de expectativas futuras positivas em relação ao PIB.

O superávit primário necessário, dessa forma, terá que ser igual ao nível da dívida, excluindo a base monetária, multiplicada pela diferença entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento real do PIB. O resultado representa um limite mínimo de crescimento, cujo valor servirá para manter o nível da dívida estável. Um valor abaixo do calculado aumenta a relação dívida / PIB e tem impactos ainda sobre a taxa de juros (CORREIA, 2005).

A taxa de juros de uma economia define a remuneração do capital (estimulando ou não a poupança) e o custo de capital (para realização de investimentos). O Bacen, através da realização da política monetária, interfere na liquidez da economia, colocando ou retirando moeda do sistema econômico, e também no comportamento da taxa básica de juros – a *over Selic*, utilizada para reajustar o preço dos títulos públicos, diariamente. A Selic é considerada a taxa básica da economia por ser utilizada em operações bancárias, transmitindo a posição das instituições financeiras. A remuneração média dos títulos da dívida é dada pela Selic - a qual boa parte dos títulos está indexada. Por isso, as oscilações da taxa de juros ocasionadas pela política monetária em questão afetam tanto o mercado da dívida pública.

Com a redução da taxa básica, o Bacen estimula o consumo e os investimentos produtivos, mas reduz a atratividade dos papéis da dívida. São, portanto, taxas mais elevadas que permitem um grau maior de endividamento, através da captação de recursos para o país, importantes para o financiamento das contas do governo, dada a atratividade que os títulos públicos adquirem, se comparados ao rendimento médio de outras aplicações (como caderneta de poupança). Taxas mais altas ainda são importantes na contenção do processo inflacionário, a exemplo do que foi feito pelo Brasil no início da década de 90, já que não permitem que os empresários repassem um aumento nos custos para o preço final do seu produto dada a retração da demanda pelos altos juros. Pelo outro lado, os empresários, obrigados a vender seus produtos aos preços ajustados dadas as altas taxas de juro, reduzem seu quadro funcional para poder manter certa margem de lucro (elevando o desemprego). Há também reflexos dos altos juros nos setores da economia, com a inibição do investimento e da formação de poupança, além de elevar a taxa de crescimento da dívida pública, a qual é diretamente proporcional, conforme visto anteriormente.

Por fim, os passivos contingentes da dívida têm, nos últimos anos, impulsionado o crescimento da dívida pública. Estes “esqueletos” como são comumente chamados, foram formados em grande parte na época de alta inflação e planos de choque no país e, ainda que muitos deles já tenham sido extintos, outros tantos continuam entrando na conta, além de alguns ainda não estarem sendo contabilizados por não-reconhecimento de seus valores. Uma vez reconhecidos pelo governo federal, estes esqueletos passam a assumir papel representativo, estatisticamente, dentro do montante da dívida pública federal. Ao contabilizá-

los, no entanto, o governo brasileiro ganhou mais transparência e credibilidade nas suas contas públicas.

A LDO classifica os esqueletos em seis níveis distintos por aquilo a que se referem: passivos resultantes de indexações ou planos econômicos (correção dos valores bloqueados pelo Plano Collor ou reajustes de FGTS); passivos de ordem tributária e previdenciária (ações de reivindicação de créditos fiscais do IPI ou ação sobre cobrança de tarifas); questões judiciais de responsabilidade da administração do Estado (obrigações trabalhistas); dívidas passadas não reconhecidas; ativos de operações de liquidação extrajudicial de instituições financeiras (decorrentes da extinção de bancos públicos); e operações prestadas pela União às demais esferas federais e empresas estatais (reivindicações de funcionários e ex-funcionários de empresas estatais quanto à correção do salário pelos planos de estabilização).

Os principais passivos reconhecidos foram referentes: 1. ao Fundo de Compensações de Variações Salariais (FCVS), criado pelo já extinto Banco Nacional de Habitação, que favorecia, em meio a um cenário de altas taxas de inflação da década de 80, os mutuários do Sistema Financeiro de Habitação, de forma a evitar a elevação das prestações acordadas em contrato. O saldo devedor crescente foi assumido pelo FCVS e resultou numa dívida acumulada bastante elevada. 2. à Superintendência de Incentivo à Marinha Mercante (Sunamam), que, quando extinta, deixou uma das maiores dívidas já registradas por empresas estatais, dados os sucessivos prejuízos acumulados nos últimos anos de funcionamento. 3. à Rede Ferroviária Federal (RFFSA), que, quando extinta devido aos processos de privatizações de ferrovias que já vinham ocorrendo desde 1996, deixou dívidas ao governo referentes a ações trabalhistas e débitos com a própria União (BRASIL, 2002).

2.4 Efeitos da Dívida Pública

A dívida pública constitui um importante instrumento de condução das políticas econômicas, uma vez que a colocação de títulos no mercado se mostra um instrumento de política monetária altamente eficiente e os recursos arrecadados são parte integrante da política fiscal escolhida.

Rezende (2001) aponta duas discussões importantes a respeito dos efeitos da dívida pública. Pela análise convencional, impactos positivos podem ser gerados no curto prazo, mas

no médio e longo prazo os efeitos são danosos para a economia como um todo. Já a teoria da Equivalência Ricardiana defende a idéia de neutralidade do déficit público.

Segundo a primeira linha de pensamento, a dimensão dos efeitos da dívida pública no curto prazo vai depender da sua origem, ou, da origem dos gastos do governo. Se o crescimento da dívida se der por causa de uma redução de tributos (sem alteração no nível dos gastos do governo) é capaz de estimular o consumo e a demanda agregada e trazer crescimento do produto no curto prazo (se não houver efeito deslocamento em consequência da alta dos juros, decorrente da venda de títulos no mercado). Da mesma forma, quando a venda de títulos se dá para financiar investimentos a serem realizados pelo governo, os investimentos privados não sofrem alteração e o produto da economia tende a aumentar dado o nível de investimentos (apenas estabelece-se uma tendência de longo prazo de aumento de bens de capital público em detrimento aos de capital privado). Quando o endividamento ocorre para financiar gastos públicos referentes ao consumo do governo, entretanto, há efeitos sobre o crescimento da economia, já que o capital privado vai ser utilizado para financiamento do setor público (ao invés de ser destinado a investimentos produtivos), sem que haja uma contrapartida do capital público. Se a natureza do gasto, portanto, for a elevação dos gastos do setor público, a economia sofre o efeito *crowding-out*, com queda nos investimentos privados, ocasionada pela alta dos juros, pressionados com a venda de títulos públicos (FILELLINI, 1994).

“No longo prazo, a economia funciona próxima ao modelo clássico, em que os preços e salários são plenamente flexíveis e o aumento da dívida pública tem repercussões sobre a poupança nacional e formação do estoque de capital” (REZENDE, 2001, p. 290). Uma dívida pública elevada, no longo prazo, faz com que a capacidade de solvência do governo seja posta em dúvida, afetando a credibilidade do setor público. Em ambiente mais hostil, os investidores podem passar a exigir prêmios de risco maiores e, com taxas de juros mais elevadas, pressiona-se a dívida pública, além de reduzir o estoque de capital e o produto. A opção de redução da venda de títulos da dívida, ainda que contribua para frear o crescimento do volume do endividamento, deixa como alternativa o financiamento via emissão de moeda, com risco da inflação elevada.

Pela teoria da Equivalência Ricardiana, uma redução nos tributos, no curto prazo, pode não gerar aumento imediato no consumo, dado que os agentes têm a percepção de que essa

redução no presente será compensada por um aumento de tributos no futuro – se no presente o aumento da renda disponível se dá exatamente na proporção daquilo que foi reduzido de tributação, no futuro os tributos vão aumentar mais do que a redução, por causa dos juros reais. Ao invés, portanto, de aumentar o consumo, o excesso de renda disponível é poupado. Dessa forma, “o consumo, acumulação de capital e o crescimento econômico não serão alterados em função de um aumento do déficit que envolve cortes de impostos(...). O aumento da dívida pública será irrelevante, pois a redução da carga tributária, hoje, significa maiores impostos no futuro” (REZENDE, 2001. p. 293).

Em países desenvolvidos o princípio da Equivalência Ricardiana encontra condições para ocorrer - os indivíduos, conscientes de que a dívida foi gerada por uma redução nos tributos, poupam, para que possam enfrentar um aumento futuro nos tributos, ainda que não tenham conhecimento preciso de como isto será feito – mas não se sustenta por muito tempo. No Brasil, tem-se uma renda média baixa, portanto, um aumento de renda vai estimular o consumo, dada a elevada propensão marginal a consumir. Por isso, o princípio da Equivalência Ricardiana não se aplica – o excesso de renda ocasionado pela queda nos impostos vai, sim, provocar um aumento no consumo presente. Excluindo a evidência Ricardiana, portanto, déficits financiados através do endividamento reduzem a formação de capital e o produto, no longo prazo (BLANCHARD, 2001).

Segundo Blanchard (2001), estes efeitos adversos de longo prazo não impedem que os déficits sejam utilizados para estabilizar o produto. Em momentos de recessão econômica, a retomada do crescimento pode ser feita através de aumento de gastos e redução de impostos (compensados por superávits em épocas de crescimento acelerado), que ajudem a economia a sair da recessão, permitindo o financiamento de bancos e empresas, para que o crescimento da produção possa ser gradualmente reconquistado.

Em países em desenvolvimento, entretanto, as condições formadas normalmente não permitem que o comportamento da política fiscal se dê desta maneira - elevando gastos em períodos difíceis, que serão controlados em períodos favoráveis. Em momentos recessivos, as economias emergentes costumam perder o acesso que possuem ao mercado internacional, dada a crise de confiança que normalmente se instala no país, limitando os recursos para financiamento de déficits que venham a ser gerados. Outro argumento para o comportamento fiscal contracionista das economias em desenvolvimento em períodos recessivos diz respeito à

condução da política fiscal em momentos anteriores. Se, em períodos de prosperidade, o excesso de receitas é gasto ao invés de ser poupado, a atuação de políticas fiscais contracionistas em períodos de recessão se faz necessária para fazer frente à restrição orçamentária, dificultando a saída do momento de crise, visto que modelos fiscais contracionistas são, segundo os modelos keynesianos, ineficazes em meio à uma situação de recessão econômica.

O excesso de gastos em períodos de prosperidade, portanto, forçam medidas contracionistas em momentos recessivos. Este comportamento tende a aumentar a dívida pública, uma vez que o excesso de gastos precisa ser financiado. Com uma relação dívida / PIB elevada em meio a um cenário de recessão econômica, com o crescimento do produto estagnado, a estabilização da taxa de crescimento do endividamento se torna mais difícil e a necessidade de superávit primário aumenta. A geração de superávits em meio a uma crise econômica, no entanto, tende a aprofundar a recessão e o desemprego, enquanto a não existência de superávits eleva a dívida (aumentando o déficit nominal, o risco de *default* e os juros), formando um ciclo vicioso.

De acordo com a visão heterodoxa, a saída para esse ciclo seria o não pagamento da dívida. Medidas desta natureza, entretanto, normalmente levam a uma perda de credibilidade, afetando a economia como um todo com a decorrente falta de confiança dos investidores. Em países com dívida pública elevada, a credibilidade é um fator importante, para afastar o risco de um possível “calote”- nestes casos, a falta de credibilidade tende a resultar em níveis de risco mais altos, fuga de capitais e crise no sistema bancário (uma vez que os bancos são os grandes detentores dos títulos da dívida)⁵.

Para tanto, segundo Garcia (2003), o problema da dívida precisa ser encarado sem “mágicas” – com esforços persistentes e no sentido correto. No curto prazo, superávits primários são capazes de promover uma estabilização na relação dívida / PIB; no médio prazo, níveis de risco menores e queda no juro real podem trazer a redução sustentável na dívida pública em relação ao PIB.

⁵ Apesar da perda de credibilidade, normalmente, implicar em queda do risco país, o fato não foi verificado após a crise da Argentina, quando o risco-país foi reduzido (apesar da comercialização de títulos públicos argentinos estar prejudicada desde então), nem após a moratória russa (que resultou, no entanto, em outras retaliações, como a obrigatoriedade de realização de ajustes fiscais).

CAPÍTULO 3 - CONTEXTUALIZAÇÃO DO CENÁRIO BRASILEIRO – DO REAL ATÉ OS DIAS ATUAIS

O presente capítulo tem por objetivo fazer uma contextualização ampla do cenário econômico brasileiro desde a implantação do Real, identificando o comportamento das principais variáveis ligadas à dívida pública (câmbio, juros) e também os fatores de formação de déficits públicos ao longo deste período.

3.1 Implantação do Real e Processo de Estabilização Econômica

O ano de 1994 pode ser considerado uma espécie de “divisor de águas” para a economia brasileira. Foi o ano em que políticas adotadas pelo país mudaram o caráter que vinham assumindo até então, dada a percepção da necessidade de reorientação da política econômica, onde reformas iniciadas a algum tempo (em especial a partir de 1990) foram coroadas através do Plano Real e onde a estabilização da economia passou a ser priorizada.

A própria economia demonstrava a necessidade de um período estável e de crescimento, após três décadas marcadas pela hiperinflação (que chegou a alcançar, um ano antes da implantação do Real, 5000% a.a) e recessão contínua, com baixo crescimento do PIB. Ao longo da década de 80, o que se tinha era um nível de preços assustador para o mercado, marcado pela constante ameaça de explosão da hiperinflação.

Cabe salientar que nessas condições era impossível o movimento na direção oposta, vale dizer, um processo que recompusesse os critérios adequados de formação de preços, restaurasse as dimensões relativas dos mercados financeiros e recuperasse os padrões de avaliação e risco da posse das diferentes classes de ativos. Um “efeito riqueza” de enorme potencial instabilizador poderia ser desencadeado se a tentativa de reordenamento fosse abrupta, buscando, de um só golpe, alterar radicalmente as expectativas. (...) Resultado igualmente incerto poderia ser esperado de uma política gradualista. (BELUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 278)

Para tanto, o processo de estabilização foi colocado desde o início como o objetivo primordial da inserção do novo plano econômico em 1994. Ainda, portanto, que o Plano Real tenha se apresentado como um programa de estabilização de preços, com o combate à inflação sendo seu enfoque mais divulgado, ele buscava mais que isso. Visava uma reforma do Estado, para que este pudesse desempenhar um novo papel dentro da economia (VIEIRA, 2001).

O modelo previa taxas de inflação mais baixas obtidas através de uma âncora cambial, com apreciação do câmbio, que pressionava os preços dos bens comercializáveis para baixo. A âncora utilizada buscava, via competição com os produtos importados, estabilizar os preços internos dos produtos nacionais similares, reduzindo a demanda e criando uma tendência de queda dos preços. Isso foi possível graças ao incremento das reservas internacionais do país, obtido com a farta entrada de capitais estrangeiros e a valorização da moeda nacional.

O “desaparecimento” do risco de desvalorização cambial aumentaria o grau de substituição entre ativos domésticos e ativos estrangeiros. Ou seja, a redução drástica do risco cambial determinaria uma maior integração entre o mercado financeiro nacional e o mercado internacional, melhorando, aos olhos dos investidores estrangeiros, a qualidade dos nossos ativos reprodutivos e dos títulos de dívida emitidos para possuí-los. Se assim fosse, dentro de um prazo razoável, a ação dos novos investimentos e a melhoria da eficiência imposta pela concorrência externa levariam à recuperação da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes. (BELUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 369)

Vieira (2001) coloca que, ainda que as condições fossem extremamente incentivadoras para que a âncora fosse utilizada, a intenção maior do governo ao anunciá-la era dar uma maior credibilidade inicial ao novo modelo que estava sendo implantado. Afinal, as contínuas implantações de planos e modelos econômicos por quais o país tinha passado nos últimos anos serviram para criar uma economia descrente de que alguma coisa realmente pudesse surtir efeito no combate à inflação.

O modelo adotado trouxe, nos seus primeiros meses de atuação, resultados realmente surpreendentes. Houve um processo de desinflação progressiva, que interrompeu a ascendência insistente do indicador que persistia durante anos e que deu início a uma estabilização dos preços que perdura até hoje. A economia voltou a crescer, com uma inflação mais baixa e com uma demanda crescente dos consumidores, fazendo a atividade econômica ganhar novo vigor com resultados que há muito tempo não se via – aumento do nível de emprego, elevação da renda e redução da pobreza. “Além disso, (...) a redução da incerteza quanto à trajetória da inflação futura possibilitava aos ofertantes de crédito operar com uma taxa nominal de juros compatível com a rentabilidade necessária, oferecendo recursos com uma taxa nominal de juros fixa aos consumidores” (CORREIA, 2005, p. 10).

Manter o Real valorizado, entretanto, exigiu recursos de que o país não dispunha. Como o Brasil é um país historicamente carente de formação de poupança interna, a dependência de recursos internacionais para seu financiamento próprio sempre o deixou vulnerável ao fluxo de

capital externo. E, ao contrário dos anos 80, na década de 90, estando esgotado o modelo de substituição de importações, formaram-se, sob a inspiração do Consenso de Washington, elementos para que várias mudanças ocorressem via capital externo, que entrou em abundância no país devido a uma alta liquidez internacional proporcionada pelos processos de desregulamentação e globalização financeira, dando condições para que a abertura comercial pudesse ser efetivada e para que o programa de estabilização fosse realizado de acordo com as normas impostas pelos mercados financeiros internacionais.

Os tropeços nas políticas (...) poderiam ser evitados ou minimizados e as políticas mais bem concebidas não estivesse o governo tão pressionado a mostrar para um público interno e externo sua conduta liberalizante (...). A propósito, é curioso observar que a equipe econômica que iniciou o governo Collor nunca se notabilizou pela defesa dos princípios da doutrina econômica liberal e, no entanto, sob seu comando, assistiu-se em 1990 à mais ampla liberalização econômica já empreendida no Brasil. (BELUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 293-294)

Mas, a elevada entrada de divisas associada a uma política monetária de caráter restritivo, teve um alto custo - trouxe como conseqüência uma elevada taxa de juros interna. Na realidade, segundo Vieira (2001), “(...) o ingresso de capitais externos, sobretudo os de natureza especulativa, já era resultado do diferencial de taxas de juros desde os primeiros meses do Plano Real”. Aliada com a abertura comercial iniciada no país em 1991, a taxa de juros estimulou ainda mais a entrada de capitais, essenciais para manter uma inflação controlada através de uma âncora cambial como estava sendo feito. Esse movimento de ingresso de recursos externos no país, que em 1994 foi equivalente a 2% do PIB, contribuiu para elevar o número de operações financeiras externas realizadas no Brasil (LOUREIRO; BARBOSA, 2003).

Cabe ressaltar que, ainda que a política de juros altos tenha sido colocada como necessária para manutenção de uma inflação baixa, sua utilização sempre esteve mais voltada aos fundamentos da ortodoxia convencional (segundo o qual taxas de juro elevadas são necessárias para que o país possa atrair capitais e combater a inflação), buscando evitar a saída dos capitais externos que ingressavam no país e servindo como prêmio para os investidores estrangeiros que optassem por manter seus recursos em títulos federais (e dessa forma financiassem os déficits fiscais) e desestimular agentes (famílias e empresas) a procurarem crédito no mercado, como tentativa de contenção da demanda.

Dado, portanto, o “modelo” de política econômica adotado, a taxa de juros básica na economia brasileira passou a ter um piso que resultava da agregação do componente cambial, da taxa de juros internacional (...), do

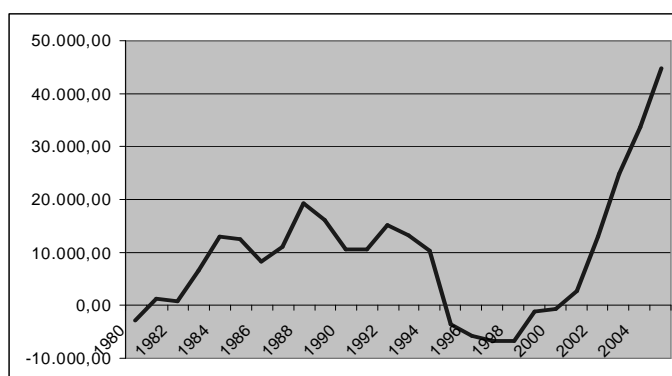
spread de financiamentos a tomadores do país, refletindo o “risco-país” (...), além de impostos, o que totalizava algo como 22% ao ano. (BELUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 370)

Foi com o diferencial na taxa de juros, portanto, que o país conseguiu aumentar o ingresso e elevar a permanência do capital investido aqui em busca da alta remuneração. Em junho de 1994, a média do mês da taxa Selic estava num patamar de, nada menos, que 50,62% a.m. O excesso de recursos externos acabou por atingir justamente o câmbio, que estava sendo tão excessivamente controlado. O aumento das reservas levou a uma apreciação cambial tal (R\$ 0,84 para cada US\$ 1,00 em janeiro de 1995) que a balança comercial foi afetada – as exportações foram reduzidas, dado o alto nível de valorização da moeda nacional, e as importações sofreram uma enorme alta, gerando um déficit na conta corrente brasileira, o que não ocorria há 14 anos.

A mencionada conjugação da apreciação do câmbio no início do plano com a abertura comercial acarretou, por um lado, drástica redução da inflação, mas, por outro, esteve associada à deterioração expressiva das contas externas do país no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso [Castro (1998)]. Em particular, os megassuperávits comerciais da segunda metade da década de 80 foram transformados em déficits importantes a partir de 1994. Essa transformação foi desencadeada, em especial, pelo rápido crescimento das importações, uma vez que a expansão das exportações brasileiras não foi suficiente para compensar o aumento de suas compras externas. Enquanto as importações cresceram 77%, no comparativo 1998-1994, as exportações aumentaram apenas 17%. (PINHEIRO, 1999, p.24)

A mudança de comportamento do resultado comercial sofrida a partir do Real fica clara na Figura 1. Até 1994, o país conseguia manter níveis de superávit graças a contenção do nível de importações, freado pelo desempenho negativo do PIB que o país apresentava. Com o certo nível de crescimento obtido com o início do Plano Real, aliado a um incentivo cambial, as importações passaram a crescer muito mais do que era esperado, ao contrário das exportações, cujas condições eram bastante desfavoráveis. “(...) com o consumo elevado e esse coeficiente de abertura e de importação, os saldos comerciais brasileiros, que eram mais ou menos equilibrados, mergulharam num negativo de US\$ 3 bilhões a US\$ 6 bilhões por ano” (DUPAS, 2006, p. 19). O total de importações em 1989 chegou a US\$ 18,3 bilhões, passando para US\$ 21 bilhões em 1991, US\$ 33 bilhões em 1994, atingindo US\$ 61,4 bilhões em 1997. Por sua vez, o superávit comercial de US\$ 16 bilhões em 1989 caiu para US\$ 10,4 bilhões em 1994, e se transformou em um déficit que percorreu todo o período 1994-2000. Em 1997, esse déficit totalizou US\$ 8,4 bilhões.

Figura 1: Saldo da Balança Comercial Brasileira - FOB(US\$ - milhões)



FONTE: Ipea. Elaboração Própria

O aumento de reservas ocasionado pela sobrevalorização da moeda, ainda que tenha reduzido o risco de uma crise cambial, criou, portanto, um elevado déficit na conta corrente, de difícil sustentabilidade, forçando o governo a realizar um processo de esterilização tal que mantivesse a base monetária rígida. Este processo pressionou os juros internos e aumentou o diferencial da taxa de juros brasileira, estimulando a entrada de mais capital internacional e proporcionando um acúmulo ainda maior de reservas, que deteriorou os números do quadro fiscal. Como consequência imediata, o que passou a se ter com este processo foi um aumento no custo da dívida interna do país, atrelada a títulos do Tesouro, indexados a juros *overnight* e oferecidos no mercado (FRANCO, 1995).

A valorização do câmbio esteve intimamente associada aos influxos de capitais e a uma absorção de recursos reais inferior à absorção de recursos financeiros, redundando em acumulação de reservas. Esses fluxos de capitais tiveram como peculiaridade a maior importância dos fluxos de portfólio. Dentre as várias alternativas postas para a compra de títulos no mercado doméstico, destacava-se a possibilidade de compra de títulos de curto prazo do governo (...). (CARNEIRO, 1999, p. 30)

Ainda, portanto, que o programa de estabilização tenha sido muito bem sucedido em fatores como controle da inflação e retomada do crescimento econômico, deixou pra trás a resolução de certos problemas que continuaram persistindo mesmo durante os chamados “anos de ouro” do Plano Real – o déficit nas contas públicas permaneceu, os instrumentos de política monetária traçavam uma trajetória de descontrole e a dívida pública cresceu aceleradamente. Neste cenário, a política monetária se tornou o principal instrumento de ajuste utilizado pelo governo. Tentava-se, com ajustes monetários, conter a demanda explosiva surgida no início do Real, impedir que os déficits comerciais assumissem valores ainda mais elevados e combinar a

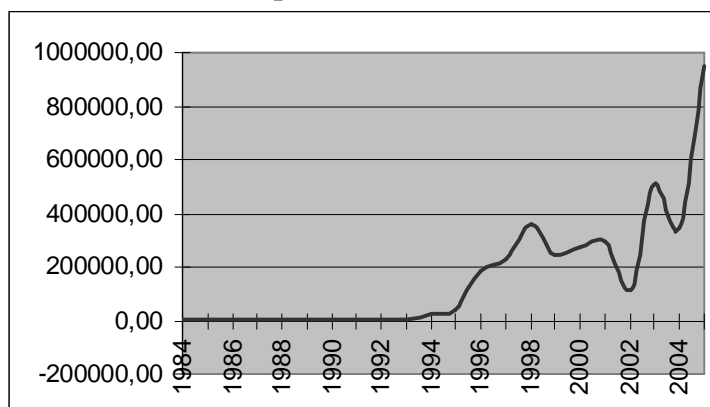
atração de capitais estrangeiros para o país (realizada através de taxas de juro altamente atraentes) com o controle da dívida pública interna (CORREIA, 2005).

(...) com a despoupança do setor público e com o regime de taxa de câmbio fixa, restava apenas um instrumento – a política monetária e creditícia do Banco Central – para atuar tendo em vista dois objetivos: a garantia de estabilidade econômica, agindo sobre o consumo privado e o nível de renda, e o equilíbrio do balanço de pagamentos, atuando sobre a taxa de câmbio e reservas internacionais sem que provocasse o aumento do desequilíbrio das contas do setor público. (MARQUES, 1998, p. 35)

3.2 Expansão do Mercado de Títulos Federais e Vulnerabilidade Externa

Durante a década de 80 e início de 90, o valor assumido pela dívida interna era muito baixo, como mostra a Figura 2. Até então, esta era vinculada aos déficits fiscais do governo e originária da busca por financiamento do resultado governamental. O Banco Central era, neste período, o grande financiador do governo, visto que o baixo estímulo à compra de títulos públicos na década de 80, decorrente principalmente do fracasso das medidas adotadas em relação aos juros, câmbio e correção monetária para conter o movimento inflacionário, fazia com que os títulos federais permanecessem, quase que em sua totalidade, em posse do Banco Central.

Figura 2: Dívida Interna Líquida do Setor Público (R\$ - milhões)



FONTE: Ipea. Elaboração Própria

Para conter o excesso de recursos externos no país desde a abertura econômica, o início do Plano Real trouxe consigo a tentativa do Tesouro Nacional de utilizar a emissão de títulos públicos (sob sua responsabilidade desde 1988, quando o Banco Central deixou de emitir

títulos) como instrumento de política monetária para controlar a liquidez da economia. Diante da incerteza quanto ao comportamento inflacionário e da baixa credibilidade do governo depois de sucessivas medidas econômicas adotadas nos períodos anteriores, os agentes econômicos exigiram, para a aquisição dos títulos oferecidos pelo Tesouro, prêmios de risco mais elevados. O primeiro efeito desta exigência foi sentido pelo aumento da taxa de juros, e representou a perda do poder de barganha do Estado, com os indexadores que garantiam a remuneração dos títulos oscilando de acordo com as exigências do mercado primário de títulos. E, com a emissão de um volume maior de títulos (a chamada financeirização da dívida⁶), o governo passou a financiar seus vultuosos déficits com a elevação da dívida pública interna e não mais com a receita proveniente da seignorage.

(...) com a emissão de moeda indexada ou títulos dolarizados o governo garantiu aos agentes privados a possibilidade de arbitragem entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxa de juros e o risco cambial. No caso brasileiro, a concentração dos riscos no Estado garantiu o poder de compra de riqueza financeira, mas provocou outras conseqüências. Uma delas, talvez a mais importante, é que, ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, o Estado determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido desperta as atenções do mercado, sua demanda sobe e é satisfeita por oferta correspondente, sua remuneração se eleva, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 18-19)

Importa ressaltar que o caráter dos títulos comercializados no momento pós-Real diferencia-se daquele característico até o início da década de 90. Antes de 1994, os títulos eram, em sua maioria, de natureza pré-fixada, com prazos curtos, graças (principalmente) à elevada incerteza quanto ao comportamento da inflação futura. Já o processo recente de financeirização da dívida é caracterizado por títulos de prazos longos, pós-fixados. “Se, por um lado a estabilização reduz a volatilidade dos ativos e, conseqüentemente, o risco de mercado, o alongamento nos prazos das operações de renda fixa, aliado ao aumento do volume, atua no sentido contrário, elevando o risco a que o mercado está exposto” (BARCINSKI, 1999, p. 69).

A instabilidade macroeconômica sofrida pela economia brasileira ao mesmo tempo alimentou o mercado de títulos públicos, em função dos

⁶ O fenômeno da financeirização da dívida, que caracteriza o país a partir de 1995, materializou-se quando a títulos públicos passaram a ser emitidos pelo governo para que os recursos fossem obtidos. A dívida, a partir daí, passou a pertencer aos detentores dos recursos financeiros, que aceitavam assumi-la em troca de um vultuoso rendimento, chamado prêmio de risco, fazendo do mercado de títulos, desde então, uma oportunidade bastante lucrativa para quem investe.

repetidos déficits fiscais a que deu origem, e o distorceu, impondo uma situação em que os riscos de capital, de juros, de liquidez e, por vezes, até mesmo de crédito (como no Plano Collor) tornaram-se suficientemente altos para que os aplicadores somente aceitassem considerar papéis que oferecessem condições excepcionais em termos de combinação risco/retorno. Assim, papéis com taxas de juros prefixadas foram marginalizados, tornando-se dominantes os títulos indexados à taxa de juros de curto prazo (SELIC) e à taxa de câmbio. A necessidade de colocação de um volume cada vez maior de papéis levou o Tesouro a oferecer combinações de risco e retorno crescentemente desfavoráveis à emissão de papéis privados. (DÍVIDA, 2003, p. 7-8)

O crescimento do mercado de títulos a partir da segunda metade da década de 90, portanto, veio acompanhado de uma trajetória de ascendência vultuosa da dívida interna pública, uma vez que os recursos obtidos para o financiamento das contas negativas passaram a vir do mercado e com um custo elevado, uma vez que os detentores exigiam rendimentos e prêmios de risco elevados para continuarem com tal investimento. O processo de deterioração das contas públicas, por sua vez, apareceu simultaneamente com a prática monetária dos juros altos, sendo difícil, entretanto, definir causa e conseqüência - numa espécie de ciclo vicioso, os juros altos continuavam necessários dentro da política adotada, para que fossem obtidos recursos para financiar o mau resultado primário, elevando a montante da dívida interna com os títulos oferecidos no mercado.

Marques (1998) coloca ainda que o rápido desenvolvimento do mercado de títulos públicos só se tornou possível graças a dois fatores - a política conduzida pelo Banco Central e o comprometimento do Tesouro Nacional, capaz de garantir uma demanda para estes títulos, e a expansão de um mercado secundário onde eles pudessem ser amplamente transacionados, de forma a reduzir o risco para os detentores dos papéis. “O Banco Central tem se utilizado preferencialmente do monitoramento diário sobre a taxa de juros básica da economia (...) e tem atualizado o preço unitário dos títulos públicos. Essa tem sido a variável de ajuste macroeconômico fundamental no recente processo de estabilização econômica”(MARQUES, 1998, p. 18).

Os sucessivos desequilíbrios fiscais aumentaram não só a necessidade de recursos para financiamento por parte do setor público como também a dependência do país em relação aos recursos estrangeiros. A vulnerabilidade externa ficou comprovada com as crises internacionais que passaram a ocorrer a partir de 1995. Alguns países começaram a ter suas economias abaladas a partir do ano citado, e os efeitos das crises foram propagados não só para a economia brasileira, acelerando a volta de um ambiente mais hostil contrário aos dos

primeiros meses do Real, mas para todas as chamadas economias emergentes, ou, países em desenvolvimento.

A crise de confiança dos investidores devido à crise mexicana, na transição de 1994 para 1995, foi o primeiro destes efeitos negativos, já que provocou uma fuga de capitais em massa. Afinal, a crise do México se deu em meio a uma tentativa de implantação de um programa de estabilização cujas bases eram a valorização da moeda e o ingresso de capitais estrangeiros de curto prazo, caso que se repetia no Brasil. As políticas macroeconômicas brasileiras precisaram ser rapidamente alteradas - numa tentativa desesperada de conter os efeitos dessa crise e acabar com os desequilíbrios financeiros resultantes da sobrevalorização do Real (que já não podiam mais ser mantidos), o governo atuou com medidas extremamente recessivas, com choques nos juros mais intensos dos que os que vinham sendo feitos (de forma que eles atingissem 85,47% a.a no começo de 1995), para que houvesse incentivo ao capital externo a permanecer no país, corte nos gastos públicos e na concessão de crédito⁷ (limitando o nível de investimento e comprometendo o ritmo da atividade produtiva), e mudança no regime de câmbio, em março de 1995, com instalação de um regime de bandas cambiais flexíveis⁸. O preço do câmbio passou, com a mudança, a ser determinado no próprio mercado de câmbio, mas contando com a intervenção do Banco Central – sempre que as flutuações cambiais ultrapassavam a faixa estabelecida, o Bacen intervia, com a compra ou venda da moeda estrangeira.

Todavia, os efeitos colaterais do choque dos juros não demoraram a serem sentidos. Os juros altos, aliados com as outras medidas altamente recessivas, elevaram o custo da dívida pública interna, que alcançava, em 1995, o montante de R\$ 153 bilhões, dos quais R\$ 66 bilhões estavam sob responsabilidade do governo federal e do Bacen. Esta parcela pertencente à esfera pública cresceu aceleradamente nos anos seguintes, chegando, no ano de 2000, ao valor de R\$ 353 bilhões (do total de R\$ 563 bilhões da dívida interna). Além disso, o conjunto

⁷ O comprometimento do crédito pelo governo se deu de diversas maneiras – o IOF e a taxa do compulsório foram elevadas, para que, respectivamente, empréstimos bancários deixassem de ser tão atrativos e o montante de recursos destinados a empréstimos fosse reduzido, as empresas foram proibidas de negociarem commercial papers e de abrirem novos consórcios que facilitassem a retirada de mercadorias e a taxa básica da economia ficou mais alta (CRISE, 1998).

⁸ De acordo com Baumann (1996), um regime de bandas flexíveis busca dar certa flexibilidade ao câmbio nominal, de forma que este não só reflita as condições externas e internas, como também mantenha o mercado devidamente informado sobre a situação cambial, de forma a estabilizar as expectativas dos agentes. Em meio a um ambiente de confiança abalada, era importante que os agentes econômicos formassem expectativas favoráveis a respeito do futuro da economia brasileira.

de medidas trouxe conseqüências negativas para a atividade produtiva, que tinha retomado seu fôlego, mas que passou a apresentar um desempenho declinante, ainda que esta queda tenha se mostrado bastante lenta de início.

3.3 Desequilíbrio das Contas Públicas e Ajustes Fiscais

“A conjugação de uma dívida alta (...) foi o grande passivo do governo FHC” (DUPAS, 2006, p. 20). Para que a inflação continuasse controlada e o fantasma da hiperinflação não viesse assombrar o país novamente, o governo continuou mantendo na segunda metade da década de 90 o câmbio extremamente controlado (ainda que dentro de um regime de bandas mais flexíveis), o que era feito com taxas de juros elevadas. As condições para que fosse mantida a estabilidade macroeconômica e fosse alcançado um significativo crescimento da economia do país eram cada vez mais insustentáveis, uma vez que a dívida era crescente por causa da situação fiscal do governo.

Se considerado, ainda, o problema do déficit primário, a própria queda da inflação contribuiu, de certa forma, para a dificuldade nas contas do governo. No período de inflação elevada, tinha-se através do nível de preços altos um mecanismo (ainda que artificial e ilusório) de controle dos gastos públicos – o chamado imposto inflacionário.

(...) tínhamos um volume de recursos que a própria coletividade entrega ao governo, o que é importante nesse debate: o governo federal, estadual e municipal não produz recursos. (...) Era a inflação que nos permitia, ao cabo de um exercício fiscal, dar a entender ou parecer que nós tínhamos atendido aquelas demandas através da inflação, que erodia, em termos reais, os gastos nominais previstos e programados no orçamento. E nós chegávamos ao final do exercício aparentemente com o resultado, em termos de desequilíbrio fiscal ex-post que não parecia tão elevado assim. (...) Nós usávamos a inflação para, ao longo do exercício, adequar demandas nominais em termos reais à disponibilidade de recursos existentes. (MALAN, 1998)

Com o ajustamento do nível de inflação do país, e o conseqüente fim do imposto inflacionário, então, o que se viu foi um mecanismo de financiamento se esvaír e a elevação do poder de compra dos assalariados. Os gastos nos diferentes níveis de governo (federal, estadual e municipal) sofreram um incremento⁹ tal que as receitas produzidas foram reduzidas

⁹A expansão dos gastos se deu devida à transferência para esferas estaduais e municipais, benefícios pagos pelo INSS e despesas de custeio e capital. Ainda que o país contasse com instrumentos de contenção fiscal, como o CPMF (ainda denominado IPMF), os mecanismos eram de natureza provisória, e não eram capazes de gerar recursos suficientes para equilibrar as contas do governo (BRITO, 2004).

para menos da metade do que aquelas geradas no período pré-Real. Os estados, ainda, tinham quase que 90% de sua receita comprometida com despesas de pessoal e, com os juros altos correndo sobre suas dívidas contratadas, ficaram sem recursos para honrar seus compromissos, contribuindo para a formação de rumores negativos sobre a sustentabilidade da dívida pública crescente. (BRITO; MENDES, 2004).

Desde a década de 80 podem ser observados esforços para que o desequilíbrio das contas públicas fosse resolvido, através da realização de reformas estruturais. No período de 1974 – 1984, medidas centradas na esfera federal buscaram aumentar a arrecadação de receitas. De 1985 – 1987, foram promovidas, entre outras medidas, a reorganização da administração financeira, buscando melhorar a gestão de recursos públicos e eliminar recursos ociosos. As reformas instituídas, entretanto, representaram reformas parciais, capazes de dar novo fôlego às contas públicas, mas ineficientes no sentido de impedir desequilíbrios futuros (OLIVEIRA; SILVA, 2000).

Com a volta da redemocratização do país, a Constituição de 1988 instituiu mudanças na estrutura fiscal do país, aumentando a participação dos estados e municípios nos tributos federais - um maior volume de recursos passou a ser destinado a estas esferas públicas, que passaram a ter também a capacidade de geri-los. Além de reduzir a receita disponível do Tesouro, o endividamento, principalmente dos estados, assumiu uma trajetória de crescimento intensificada ao longo da primeira década de 90.

Na tentativa de resolver a situação fiscal dos estados, o governo anunciou, ao final de 1995, um conjunto de reformas institucionais a serem implementadas com o objetivo de reduzir o desequilíbrio das contas do setor público (em especial, o endividamento dos estados) que revertessem o quadro a que se havia chego e criasse condições de sustentabilidade do equilíbrio fiscal (o que não foi obtido com as reformas fiscais realizadas nos períodos de 1979 – 1984 e 1985 – 1987, que representaram esforços significativos na geração de superávits mas se mostraram reformas parciais, uma vez que se foram insuficientes para impedir desequilíbrios futuros). Foram elas: 1. a redução da capacidade dos bancos estaduais de oferecerem financiamento aos acionistas controladores; 2. a renegociação das dívidas externas e internas, dos estados com instituições financeiras; 3. imposição de limites para a expansão da dívida bancária dos estados; e 4. privatização de empresas públicas estaduais (GIAMBIAGI; RIGOLON, 1999).

Os bancos privados passaram a ter sua participação na dívida estadual restrita para que fossem reduzidas direta e drasticamente as fontes de financiamento dos estados e eliminadas fontes potenciais de déficit. Com a intervenção federal na renegociação das dívidas estaduais, por sua vez, tentou-se resolver a situação crítica dos estados devedores, ainda que esta medida fosse envolvida por um alto risco de que os estados, por saberem que poderiam contar com o auxílio federal em dívidas futuras que viessem a contrair, adquirissem certo grau de comodidade. Os limites impostos para endividamento, por sua vez, deveriam ser estritamente cumpridos. Já o assunto das privatizações merece maior destaque.

O processo de privatização da década de 90 teve dois momentos distintos. No primeiro, com o Plano Nacional de Desestatização e que se deu de 1990 até meados de 1994, setores específicos foram sendo vendidos a particulares, com destaque ao ramo siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes. Nesta fase, “o Estado abandona suas funções empresariais, em prol de maior eficiência do setor privado nestas funções” (VELASCO, 1997, p. 5). Eram segmentos já desenvolvidos, de grande interesse para o setor privado, cuja venda atenderia alguns dos principais interesses do governo na época – abertura econômica, aumento da concorrência e realização de reformas estruturais.

Já a privatização que se deu a partir de 1995, liderada pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, teve características distintas. Primeiramente, foram oferecidas para venda empresas de serviços públicos que, na sua origem, representavam monopólios naturais¹⁰, indispensáveis para o bem-estar da população, mas altamente custosos. Considerando o fator de não exclusão dos bens públicos, ainda que assumir uma empresa que produza este tipo de bem tivesse custo elevado para quem a comprasse, não havia desincentivo para que o setor privado a assumisse, já que não haveria concorrência neste mercado. Neste caso, “o Estado, na qualidade de poder concedente, permanece como o responsável, ainda que indiretamente, pela qualidade e adequação destes serviços; deste Estado, espera-se capacitação para exercer as atividades de regulação e fiscalização” (VELASCO, 1997, p. 5). No momento em que optou por vender empresas que prestavam serviços de utilidade pública, portanto, o governo precisou montar uma estrutura de regulação, saindo de seu papel de concedente, e passando a exercer a função de Estado regulador.

¹⁰ Entende-se como empresas de monopólios naturais aquelas residentes no mercado, que operam com um custo médio mínimo e atendem a quase toda a demanda pelo bem que produzem. Nos serviços classificados nessa categoria, não costuma haver espaço para uma concorrente, por isso a denominação.

É, portanto, a partir de 1996 que o processo de privatização começou a desempenhar seu papel macroeconômico de maior importância. Primeiramente, porque um grande volume de capitais externos foi utilizado na compra das estatais brasileiras que estavam a venda. Com esta entrada de recursos no país, foi possível reduzir o montante de empréstimos financeiros tomados no exterior para que o déficit do governo pudesse ser financiado. E, em meio à situação de déficits elevados e crescimento do endividamento do país, a sustentabilidade da dívida pública pôde ser mantida graças às receitas geradas com a privatização, o que contribuiu para deixar a relação dívida / PIB mais branda (BRITO, 2004).

Os recursos decorrentes da privatização ainda tiveram outro papel importante. Uma nova crise externa veio abalar os ânimos das economias do mundo globalizado quando os chamados Tigres Asiáticos passaram a ter depressões em suas Bolsas de Valores em outubro de 1997. O fato trouxe problemas para o sistema financeiro destes países e incertezas mundiais quanto às políticas que seriam adotadas por eles. A Bolsa de Valores de São Paulo sofreu, em consequência, uma das maiores baixas do mundo, o que aumentou a especulação de investidores internacionais contra o Real. Com a confiança dos investidores internacionais abalada e a fuga dos capitais investidos em países em desenvolvimento pelo suposto risco que estes apresentavam, a receita oriunda do processo de privatização de estatais deu ao Brasil uma proteção contra o estrangulamento externo.

Por algum tempo, então, o processo de privatização foi capaz de financiar o país e se tornou um recurso capaz de reduzir os déficits. Ainda que o volume arrecadado não tenha sido suficiente para que o profundo desequilíbrio fiscal e o montante explosivo da dívida fossem plenamente resolvidos, os recursos serviram para que o governo não precisasse recorrer à seignorage ou emissão de títulos para obter o financiamento de que necessitou, além de adiar a necessidade de realização de ajustes fiscais. O que deve ser ressaltado, no entanto, é que o papel macroeconômico de um processo de privatizações é de curto prazo. Os ajustes necessários precisam ser realizados antes que os recursos se esgotem, para que os seus ganhos e aplicações para as quais foram destinadas possam realmente se tornar um diferencial dentro do processo de reversão de uma crise instalada. Afinal, ainda que o crescimento da dívida e o saneamento das contas possam ser efetuados via privatização, nada impede que o desempenho negativo seja retomado no momento pós-privatização.

O que aconteceu no Brasil é que o debate sobre o esgotamento das receitas do processo começou a ser feito tardiamente, e a então necessidade de ajustes fiscais se tornou urgente. A situação do endividamento e do déficit primário e em conta corrente, que estiveram maquiados até 1998 graças aos recursos obtidos com as vendas das estatais, voltou a se tornar preocupante devido aos conseqüentes desequilíbrios econômicos que voltaram a aparecer no cenário macroeconômico do país.

Durante o período 1995/98, a política monetária foi conduzida no intuito de impedir que possíveis excessos de liquidez pressionassem a demanda agregada e, conseqüentemente, o nível de preços. O principal instrumento utilizado foi a taxa de juros, que permaneceram elevadas para conter o nível da atividade econômica nas épocas de maior expansão e impedir fugas de capitais nos momentos de crise internacional. (LOUREIRO; BARBOSA, 2003, p. 23)

3.3.1 Mudança Cambial e a Lei de Responsabilidade Fiscal

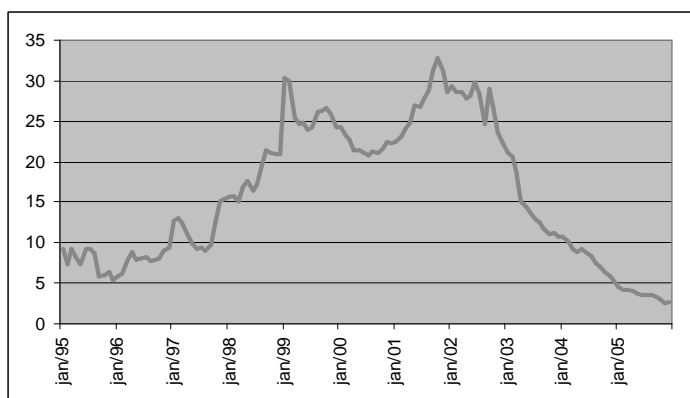
As sucessivas crises internacionais ocorridas desde 1995, com respaldos na economia brasileira tiveram como resultado, além da fuga de capitais de investimento e a crise de confiança, uma queda no elevado nível das reservas internacionais do país obtido com a abertura comercial e o início do Plano Real. As crises na Ásia e Rússia, em 1997 e 1998 respectivamente, foram responsáveis pela perda de cerca de US\$40 bilhões do montante de reservas, que em agosto de 1998 representavam US\$70 bilhões. A dificuldade de sustentar a política cambial, com isso, também crescia, pois com a valorização do Real, o saldo deficitário na conta comercial (devido à queda das exportações amplamente dificultadas com a apreciação do câmbio) precisou ser corrigido com a aplicação de dólares retirados das reservas internacionais do país. Com as reservas sendo reduzidas, manter um Real tão valorizado frente ao dólar deixou o país sem recursos suficientes para que o buraco fosse tapado. O país precisou, em 1997, de cerca de US\$33,4 bilhões para que o resultado deficitário da conta corrente fosse corrigido.

Assim, a maior flexibilização nas bandas cambiais a partir de 1998 foi realizada exatamente na tentativa de conter esta perda de reservas, mas não trouxe os resultados devidamente esperados - os recursos continuaram saindo do país e, em 15 de janeiro de 1999, o Brasil adotou o sistema de câmbio totalmente flutuante, buscando, com isso, uma desvalorização da moeda que trouxesse um incremento tal para os produtos nacionais frente a mercados estrangeiros que fosse capaz de gerar recursos suficientes para a recuperação do

nível de reservas através das receitas de exportação. As depreciações cambiais não demoraram para acontecer. A cotação de R\$1,21/US\$ do período de bandas passou rapidamente para R\$1,52/US\$ ao final do mês de janeiro, R\$1,91/US\$ em fevereiro, com pico de R\$ 2,10/US\$, para só a partir de março entrar numa trajetória de redução, fechando 1999 em R\$1,72/US\$. A desvalorização conseguiu elevar o nível de exportações, contribuindo para aumentar a competitividade da indústria brasileira no exterior, mas elevou a inflação acumulada de janeiro a maio para 3,89%. Se observados os números de abril e maio, no entanto, nota-se uma redução inflacionária, de 0,1% e 0,2% respectivamente, sendo possível afirmar que o impacto da desvalorização sobre os preços foi absorvido pela recessão.

A depreciação da moeda nacional em relação ao dólar favoreceu ainda os investidores com recursos aplicados no mercado de títulos. Com as crises externas e pressão do mercado para um aumento do câmbio, o governo vendeu títulos da dívida com remuneração atrelada ao dólar, buscando evitar que os agentes econômicos comprassem diretamente dólares e remetessem sua cotação para cima. Os títulos dolarizados, eminentemente pós-fixados, com a instalação da política de câmbio flutuante, representavam, em meados de 1999, 2/3 do total de reservas internacionais que se tinha no país. Considerando as sucessivas desvalorizações cambiais, a relação dívida/PIB deu um salto neste período (chegando a 36,3% em julho de 1998, 40% ao final do ano e a 51,6% em abril de 1999), só começando a ser reduzida com o relativo processo de apreciação do câmbio, que, de qualquer forma, continuou bastante desvalorizado frente ao dólar (a dívida representava, ao final de 1999, 37% do PIB). Os choques nos juros realizados pela política monetária para conter as especulações contra o Real também auxiliaram no crescimento da dívida, aumentando os encargos do governo para pagamento da mesma através dos títulos indexados à taxa básica – o que aumentou o rombo nas contas públicas.

Figura 3: Títulos Federais indexados ao Câmbio – fim do período (%)



FONTE: Funcex. Elaboração Própria

As exigências do FMI, após a concessão de um empréstimo de US\$40 bilhões ao Brasil, em relação a situação das contas públicas para que o resultado fosse revertido levaram o governo brasileiro a adotar novas medidas de controle fiscal a partir de 1999. A transformação do regime fiscal foi feita, inicialmente, através do Programa de Estabilização Fiscal (PEF), anunciado em outubro de 1998, com o objetivo não só de realizar um saneamento das contas públicas das diferentes esferas federais através do corte de gastos e elevação das receitas, mas principalmente de reverter a tendência de crescimento da dívida pública. Os governos estaduais, mesmo após o refinanciamento de suas dívidas em 1995, quando foram implantadas as medidas de saneamento dos endividamentos estaduais, acumulavam em 1997 déficits no montante de US\$139 bilhões, dada a certeza de que seriam socorridos pelo governo federal quando necessário. Aliado ao anúncio do PEF, a chamada “Lei Camata”, aprovada em 1995, passou a vigorar a partir de 1999, onde restrições eram impostas sobre as contas públicas das esferas federais. Uma nova renegociação das dívidas estaduais foi feita, mas sob a exigência de que novos títulos não fossem emitidos descontroladamente para cobrir eventuais déficits, sendo que qualquer descumprimento às normas estabelecidas implicava em aumento da taxa de juros de refinanciamento das dívidas. Além disso, as despesas com pessoal foram limitadas em 60% das receitas correntes líquidas, sob pena de retenção dos fundos federais. A base da nova política fiscal implantada pelo PEF passava a se dar, ainda, pela fixação de metas mínimas de superávit. A idéia era que nos 3 anos seguintes – 1999, 2000 e 2001 – fossem obtidos expressivos superávits que contribuíssem não só para melhorar a saúde das contas públicas, trazendo o devido equilíbrio entre as despesas e receitas públicas, como também

reduzissem o montante da dívida pública, através da contração da emissão de títulos federais pela menor necessidade de recursos para financiamento.

As medidas contempladas no PEF buscavam, portanto, uma austeridade fiscal que deveria ter respaldos para todas as esferas. As restrições impostas pela União realmente foram aplicadas sob os estados – prova disso foi no início de 1999, quando governadores recém-empossados apresentaram reclamações sobre o refinanciamento realizado e anunciaram a suspensão do pagamento das prestações. O governo rapidamente suspendeu o repasse de recursos aos estados e proibiu bancos estaduais de oferecerem recursos que cobrissem as parcelas não-pagas.

A credibilidade do governo em relação à seriedade do ajuste fiscal aumentou quando foi lançada, em 4 de maio de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal. Ela representou um mecanismo de gestão ainda mais disciplinada e responsável dos recursos públicos pelos órgãos federais, através da qual não só o governo se comprometia a gerar superávits para que os desequilíbrios pudessem ser resolvidos, como forçava o restante das esferas a adotarem políticas de geração de recursos e contenção de gastos. Foi com a LRF que, mecanismos legais de coordenação da gestão dos gastos e de cumprimento das metas mínimas de superávit estabelecidas e restrição da capacidade de financiamento por parte das esferas públicas, foram devidamente instituídos e amplamente divulgados.

A LRF contou com normas bem organizadas e restritas: 1. nova limitação do gasto com pessoal; 2. limitação do montante de endividamento público que poderia ser assumido pelas esferas públicas, com o limite a ser definido pelo Senado; 3. estabelecimento de metas fiscais de superávit primário, que deveriam ser cumpridas ao longo do mandato do gestor político; 4. identificação das fontes de financiamento no caso de despesas contínuas (superiores a 2 anos); e 5. controle dos gastos em períodos de campanhas eleitorais, já que são utilizados recursos de finanças públicas.

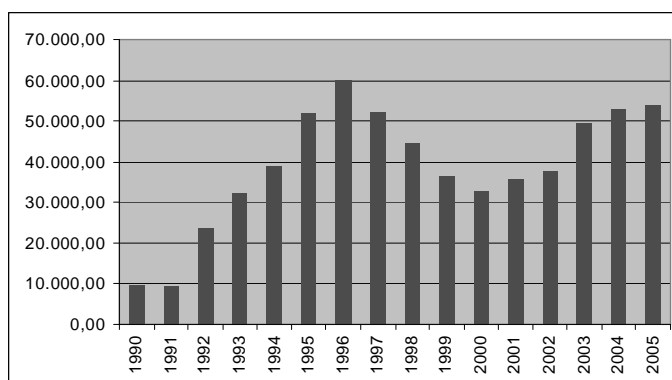
O ajuste fiscal de 1999 se beneficiou das reformas estruturais realizadas desde o início do Plano Real, pela adoção de uma postura fiscal mais rigorosa por parte do governo que não era assumida desde a década de 80, mesmo com a evidência da necessidade de reformas, pelos déficits acumulados pelo setor público. Alesina e Drazen *apud* Giambiagi e Rigolon (1999) explicam que o retardo da realização do ajuste fiscal pode estar na distribuição dos custos deste ajuste – quando os diferentes grupos sociais percebem que vão ter que arcar com parte

dos custos através da transferência de parte de sua fatia para outros grupos, tendem a relutar em agirem e esperam que outros grupos iniciem o processo. Segundo os autores, o ajuste só acontece quando a esfera federal intervém e define de que forma a distribuição será realizada ou quando ocorre uma crise econômica, que aumenta de tal maneira os custos para os grupos que um acaba cedendo em favor do outro. Este era o quadro em 1999, com uma economia estagnada e uma elevada necessidade de crescimento e geração de superávits expressivos para que o crescimento da relação dívida / PIB pudesse ser freado. As reformas implantadas em anos anteriores, reforçadas pela maior disciplina imposta aos níveis públicos federais na segunda metade da década de 90, serviram para que as metas fossem levadas com rigor e cumpridas, principalmente pelos estados, trazendo um superávit primário consolidado já em 1999 e 2000 e contribuindo na formação de expectativas positivas em relação às metas futuras.

Através da LRF, ainda, a dificuldade de os estados formarem novos “esqueletos” aumentou. Os esqueletos foram recuperados pelo Governo Federal com o objetivo de dar mais transparência e credibilidade ao novo regime fiscal que estava sendo instalado – e elevou de uma maneira estrondosa o montante da dívida, já que as pendências foram reconhecidas e assumidas pelo governo e o volume passou a fazer parte estatisticamente da sua já enorme dívida interna pública (cerca de R\$128 bilhões formavam o passivo dos estados e municípios não contabilizado). Ainda que não tenham sido emitidos novos contratos de dívida, a reação do mercado ao “novo” endividamento público foi a pressão por uma elevação dos juros.

3.4 Crise de Governabilidade e o Novo Governo

A relativa estagnação econômica observada entre 1999 e 2000, cujo crescimento econômico obtido se deu graças ao alto desempenho do mercado de commodities, pode ser explicada, em parte pela elevação da relação dívida / PIB, que alcançou 55,5% em outubro de 2000, (cerca de US\$300 bilhões) e a desvalorização do câmbio. Foi em 2000 que o nível de reservas atingiu seu pico mais baixo desde a implantação do Plano Real, com pouco mais de 4% do PIB.

Figura 4: Reservas Internacionais – Liquidez Internacional (US\$)

FONTE: Banco Central. Elaboração Própria

As políticas cambial e monetária conduzidas, de custo elevado, foram responsáveis por um incremento de mais de R\$180 bilhões ao endividamento público - os juros continuaram sendo mantidos elevados, para que não só os temores inflacionários não fossem despertados como o capital aqui investido não incorresse numa fuga que complicaria ainda mais a situação das reservas internacionais do país (o gasto originário da manutenção de juros elevados ultrapassou os R\$110 bilhões, fato decorrente de boa parte da dívida estar atrelada à taxa básica da economia). A desvalorização assumida pelo Real a partir da mudança de regime cambial em 1999 foi responsável por um incremento de mais de R\$72 bilhões à dívida até 2002, devido à alta participação de títulos dolarizados (de prazo cada vez mais curto) no montante total da dívida. Para Samuels (2003), os superávits obtidos de 1999 a 2001 contribuíram para abater cerca de R\$76 bilhões do montante da dívida com as receitas geradas. E, se este valor for somado aos recursos obtidos com a receita das privatizações, de R\$58,9 bilhões, o total contribuiu para que o crescimento da dívida não fosse ainda maior. Ao final de 2001, o volume da dívida pública era de R\$623,9 bilhões, da qual metade refere-se ao refinanciamento dos estados e municípios. O governo, ao cumprir os termos da renegociação das dívidas estaduais, assumiu um déficit elevadíssimo, ainda que tenha melhorado a situação fiscal das esferas públicas.

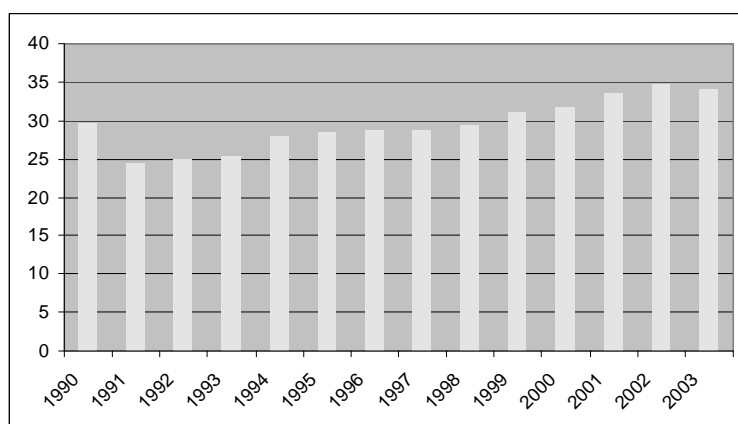
Ao final do segundo mandato do governo FHC o que se tinha era uma situação distinta daquela característica do início do Plano Real. A análise em função do déficit se mostra positiva - até 1994 tinha-se superávits operacionais e significativos superávits primários, resultado que assumiu trajetória inversa de 1994 a 1998, com resultados operacionais

negativos e déficits primários, em média. A partir de 1999, por sua vez, dados os ajustes fiscais realizados, o país apresentava uma tendência à redução do déficit operacional e alcançava níveis de superávit primário.

O comparativo pré e pós-Real do restante do quadro macroeconômico se mostra menos positivo – a partir de 1994, têm-se o retorno da instabilidade da moeda ao invés da estabilidade monetária do início do governo, um nível de dívida pública interna mais elevado (63% do PIB contra os 30% que a dívida representava em 1995, e uma dívida interna que representava 81% do total da dívida pública), e uma economia que pouco cresceu, apesar da queda da inflação e do processo de abertura econômica.

A taxa de juros, até então mantida elevada para atrair poupança externa, passou a prejudicar a balança de pagamentos do país, pela enorme saída de recursos para que fossem pagos os juros da dívida. Em 2002, calcula-se que o pagamento com juros, despendido pelas três esferas de poder, tenha alcançado R\$114 bilhões. De acordo com o Orçamento Geral da União feito para o ano de 2002, do total de receitas de R\$638 bilhões, R\$ 278 bilhões eram decorrentes de emissão de papéis para rolar a dívida interna. O valor gasto com pagamento de seus juros líquidos, para tanto, superava a soma dos gastos do Ministério da Educação e da Saúde no ano em questão. E, com uma maior necessidade de geração de resultados fiscais positivos, as despesas foram reduzidas através de cortes nos recursos destinados a gastos essenciais para a população, enquanto as receitas tentavam ser geradas com o aumento da carga tributária.

Figura 5: Evolução da Carga Tributária (% PIB)



FONTE: Ipea. Elaboração Própria

O ano de 2002, portanto, foi caracterizado por aspirações de mudanças que pudessem reverter o quadro de estagnação do país – transformações estas que eram esperadas como resultado do processo eleitoral do ano em questão. Nesta data, no entanto, o país passou por uma crise que não esperava – pelo menos não com tanta grandeza e intensidade. A concorrência ao cargo presidencial pelo PT através de seu candidato, Lula, despertou nos credores internacionais um grande temor de que este pudesse vir a ganhar e dessa forma alterar a forma como as políticas econômicas vinham sendo conduzidas nos últimos anos. Cabe ressaltar que este temor não se despertou de maneira aguda no mercado interno, que não viu ameaças plausíveis para formação de expectativas adversas. Ele se manifestou justamente nos investidores e credores internacionais, trazendo novamente para o país uma crise de confiança internacional (desta vez por motivos genuinamente brasileiros, e não por respaldos de crises estrangeiras) aliada à suspensão de investimentos e fuga de capitais.

A crise de governabilidade provocou a desconfiança quanto ao cumprimento de contratos e compromissos assumidos pelo governo brasileiro, o que elevou a classificação de risco do país, alastrando o medo entre os investidores estrangeiros que até então deixavam seus recursos em aplicações de alta rentabilidade por aqui. Com a saída de dólares em massa e a escassez da moeda estrangeira, que trouxeram, sem dúvida, a redução das reservas internacionais, o que se viu foi uma desvalorização cambial cujo controle escapava do poder do Bacen, ao contrário da desvalorização que vinha sendo praticada desde 1999, controlada, e com o objetivo de recuperar receitas de exportação e evitar o avanço da dívida pública. Com o câmbio desvalorizado e os preços dos produtos importados elevados, os importadores passaram a colocar seu produto no mercado interno a preço de exportação, desencadeando a volta de certo nível inflacionário e um conseqüente aumento dos juros na tentativa de conter o avanço da inflação. A associação de uma alta dos juros e do câmbio não só aumentou a dívida pública através dos altos encargos dos títulos dolarizados e vinculados a juros *overnight*, como elevou a necessidade de implementação de superávits ainda maiores do que aqueles que vinham sendo alcançados desde a realização do ajuste fiscal.

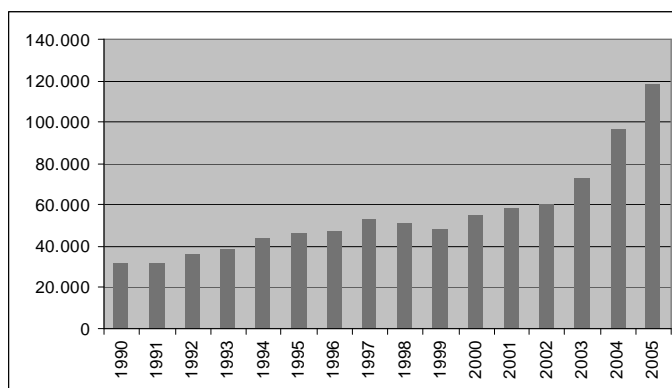
A dimensão econômica, que impulsionou por duas vezes a eleição do sociólogo Fernando Henrique Cardoso para a presidência, embalada pelo controle da inflação via Plano Real, exerceu também em 2002 papel preponderante na escolha do operário Luiz Inácio Lula da Silva para presidente do Brasil. (...) A perspectiva de que um novo modelo poderia ter mais sucesso na condução da política econômica norteou também o apoio de empresários de vários setores ao candidato petista. (...) uma

explicação para a vitória de Lula está em ter agregado novos segmentos eleitorais que não conseguia conquistar antes. Tal feito foi possível ao mostrar que seu projeto era mais de uma esquerda em direção ao centro do que de esquerda propriamente dito. (RAFFAELLI, 2002).

De fato, logo de início ficou claro que o posicionamento do novo governo eleito, ainda que apresentasse propostas de mudanças, não seria de ruptura e conflito, conforme as expectativas internacionais no período pré-eleitoral. Segundo Dupas (2006), com a apresentação da “Carta ao Povo Brasileiro” os programas de reorientação econômica foram expostos, apoiados em bases totalmente realistas no que diz respeito à inflexibilidade da economia mundial quanto a mudanças radicais em países em desenvolvimento. O ano de 2003, para tanto, foi caracterizado pela manutenção de medidas que vinham sendo adotadas nos anos anteriores, visto que o Real ainda sofria dos efeitos da alta necessidade de capitais externos que financiassem os problemas de déficit na conta corrente do país. As políticas macroeconômicas continuaram com suas bases centradas nos três eixos – política fiscal contracionista, câmbio flutuante e regime de metas de inflação - e em dois objetivos – estabilidade inflacionária e da dívida pública.

A baixa inflação (comprovada pela recuperação do poder de compra do assalariado), o certo nível de crescimento econômico (registrados pela produtividade industrial e crescimento do salário mínimo, ainda que a taxa continuasse abaixo de países emergentes de mesmo nível que o Brasil), a redução do nível de desemprego (graças ao desenvolvimento da economia industrial, com a maior queda registrada em 10 anos), o fim do ciclo de privatizações e valores recordes na balança comercial caracterizaram as ações do governo a partir de 2003. O câmbio continuou desvalorizado, com seu comportamento flutuante, acelerando a formação de receitas de exportação cujo nível deu um salto a partir de 2003.

Figura 6: Exportações – Total Geral (FOB – US\$)



FONTE: Funcex. Elaboração Própria

O esperado crescimento da dívida pública dada a desvalorização do câmbio foi atenuado pela redução da participação de títulos dolarizados no total dos papéis da dívida. Ainda que incentivos fiscais continuassem a ser dados para a compra de títulos federais, o total de superávits obtidos com a fixação de metas para o resultado primário e a conseqüente elevação das reservas internacionais conseguiram formar recursos para que o endividamento começasse a ser, gradativamente, reduzido. De qualquer forma, a tarefa não era fácil, visto que juros altos continuavam sendo mantidos para que a inflação ficasse dentro das metas, o capital internacional voltasse ao país, o risco-país fosse reduzido e a depreciação cambial fosse amenizada, com a entrada de recursos e elevação do nível das reservas internacionais (CARNEIRO, 2005/2006).

Os superávits em transações correntes, obtidos já no primeiro ano do governo Lula e apoiados sob os superávits comerciais que já vinham sendo gerados desde o governo anterior resultou num saldo na balança de pagamentos importante para o acúmulo de recursos, ainda que a conta financeira só tenha tido resultado positivo em 2003 e permanecendo deficitária nos anos seguintes, dado o pagamento dos compromissos assumidos com o FMI (ainda que esta medida tenha sido bastante controversa, visto que o governo optou por pagar uma dívida de juros baixos, enquanto os investimentos públicos estavam altamente carentes), possível graças a alta liquidez internacional de 2004 e 2005 que proporcionou a entrada de investimentos diretos externos e de capital de *portfólio*.

Os esforços econômicos do governo Lula, portanto, foram voltados para a formação de superávits fiscais, com contração de investimentos públicos e aumento da carga tributária, de forma que fossem reservados recursos para que o pagamento dos juros da dívida pública pudesse ser realizado. Desde 2003 o país tem conseguido alcançar suas metas fiscais, em muitos casos até com antecedência, como aconteceu com a meta prevista para 2005, quando se alcançou o maior resultado desde 1994, com a meta sendo cumprida com 3 meses de antecedência. Até setembro, os recursos economizados foram de R\$86 bilhões, valor já acima da meta de 4,25% do PIB, equivalente a R\$ 82 bilhões, com os números alcançando ao fim do ano R\$ 93,5 bilhões. Ainda que os esforços realizados pelo governo ao longo destes últimos anos sejam de extrema importância para a construção da estabilidade econômica, não tem sido, no entanto, suficientes, se forem considerados os juros da dívida que precisam ser pagos. Se analisado o mesmo período citado anteriormente, referente aos nove primeiros meses de

2005, ainda que a economia de recursos tenha sido elevada, o pagamento com juros totalizou mais de R\$120 bilhões, somando, no acumulado do ano, R\$ 157,1 bilhões (8,13% do PIB), 22% acima dos R\$128,3 bilhões registrados ao fim do ano de 2004.

Os números permitem concluir que o pagamento de juros tem assumido cifras cada vez mais crescentes à medida que os anos passam, um reflexo da taxa básica alta (que deprimem o superávit fiscal alcançado), cujos valores também aumentaram se comparado um período e outro (16,25% a.a em 2004 contra 19,05% a.a em 2005). Em dezembro de 2005, o total da dívida pública mobiliária fora do Bacen alcançava R\$ 979,7 bilhões (50,5% do PIB) e a dívida pública líquida fechou o ano ultrapassando R\$1 trilhão. Quanto à dívida interna, após apresentar queda na sua relação com o PIB em 2004, voltou a crescer em 2005 pela rigidez da política monetária conduzida no país.

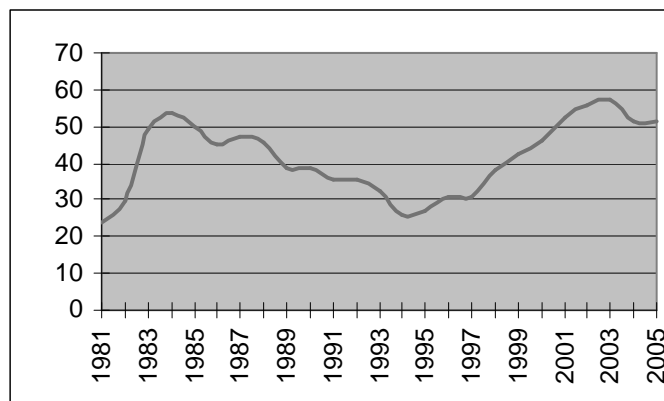
CAPÍTULO 4 – CRESCIMENTO DA DÍVIDA INTERNA BRASILEIRA

Este capítulo busca compreender a dívida pública interna. Primeiramente aponta-se sua origem e de que forma tem se dado seu crescimento nos últimos anos. Posteriormente, são apresentadas suas características (perfil, prazo e custo) no período atual. Por último, buscou-se identificar a participação de variáveis selecionadas na variação da dívida interna, através de modelos econométricos.

4.1 Crescimento da Dívida Pública

Os números referentes à dívida pública da década de 80 permitem afirmar que houve, neste período, níveis de endividamento público elevados, principalmente se considerados em relação ao PIB. É a segunda metade da década de 90, no entanto, que pode ser considerada o marco de expansão da dívida pública brasileira. O caráter do endividamento dos dois períodos supracitados é distinto. No período anterior à década de 90, o crescimento da dívida pública era determinado pelos níveis insustentáveis da dívida externa, que trouxeram a perda de fontes de financiamento (pelo país não ter condições de honrar os compromissos assumidos com credores internacionais), aumento da vulnerabilidade externa (com o aumento do endividamento externo), baixo desenvolvimento econômico (pela falta de recursos que financiassem processos de crescimento), problemas de gestão fiscal (já que grande parcela dos recursos era destinada à dívida) e uma inflação elevadíssima. O endividamento da década de 90, por sua vez, é marcado pela trajetória explosiva da dívida interna, cuja dinâmica esteve associada à NFSP.

Figura 7: Dívida Líquida do Setor Público – 1981 a 2005 / dezembro (% PIB)



FONTE: Banco Central. Elaboração Própria

Para Além e Giambiagi (2001), o comportamento da dívida pública ao longo da década de 80 ainda deve ser dividido em dois períodos – a primeira metade dos anos 80 e a segunda metade. A trajetória de ascendência da relação dívida / PIB no início da década de 80 se deu em resposta à estagnação econômica, que interrompeu uma trajetória de crescimento que vinha se manifestando na economia brasileira a quase um século. O ajustamento nas contas externas com a crise do petróleo, os resultados fiscais deficitários que marcaram os primeiros anos da década de 80 e, principalmente, a desvalorização cambial de fevereiro de 1983, visando a elevação das exportações (e, dessa forma, a reversão do déficit operacional registrado), serviram para elevar os encargos da dívida externa, de alto peso na economia no período. O resultado deste conjunto de fatores foi o salto da relação dívida / PIB – em 1981, a dívida líquida do setor público representava 23,7% do PIB, passando para 55,5% em 1984. A segunda metade da década de 80, por sua vez, continuou registrando resultados fiscais deficitários (com a NFSP operacional alcançando 7% do PIB ao final da década), mas a trajetória da relação dívida / PIB foi de queda, como mostra a Figura 7. Três motivos principais contribuíram para este resultado – a elevação do PIB em 1989, de 3,3% (taxa que, apesar de parecer modesta, reverteu o quadro dos anos anteriores, onde se chegou a registrar uma taxa de crescimento negativa de 0,1% em 1988), o aumento da receita obtida com a seignorage e a subindexação da dívida pública (para os títulos com cláusulas de correção cambial, provenientes das trocas de planos econômicos, que resultou na desvalorização da dívida expressa em títulos). Ao final da década de 80, a dívida representava 38,9% do PIB.

O alto peso da dívida externa começou a ser reduzido nos anos seguintes. Com o início da década de 90, o processo de abertura econômica trouxe a valorização da moeda nacional frente ao dólar que, associada aos acordos de refinanciamento da dívida externa, iniciou o processo de redução do endividamento externo e mudança na composição da dívida pública, com a dívida interna assumindo maior importância. Ainda, entretanto, que a dívida interna estivesse apresentando trajetória de crescimento, a queda na NFSP (conceito operacional) para 0,4% do PIB na média de 1990 a 1994, ao invés dos 5% registrados entre 1985 e 1989, e a continuidade da geração de receitas elevadas com a *seignorage* (facilitando o processo de monetização¹¹ da dívida) fizeram com que o resultado da dívida pública total do período de 1990 a 1994 se mantivesse em queda, acompanhando a tendência da segunda metade da década de 80, de forma que o endividamento total alcançou 26% do PIB em 1994.

A implantação do Plano Real em 1994 veio acompanhada da utilização de políticas monetárias caracterizadas por medidas de caráter estabilizador, principalmente no que diz respeito à inflação e contenção do excesso de liquidez ocasionado pela abertura econômica, baseada, entre outros fatores, em juros reais mais altos. As receitas obtidas via *seignorage*, para tanto, não conseguiram mais alcançar os níveis elevados que vinham atingindo desde a década de 80, dado o fim do imposto inflacionário, com o processo de estabilização da inflação. A queda das receitas aliada à retomada de déficits fiscais elevados tiveram como resultado a retomada do crescimento da dívida pública, como mostra a Figura 7. Ainda que as receitas geradas pelo processo de privatização tenham representado um crédito no valor do endividamento, este não foi, no entanto, suficiente para que o montante da dívida pública fosse sanado. Em 1999, a dívida voltava a representar mais de 40% do PIB, resultado que não era visto desde 1988.

A Figura 7 ainda mostra que a trajetória de ascensão da relação dívida / PIB que marcou a segunda metade da década de 90, persistiu até 2003 (onde a dívida representava 57,2% do PIB). Ainda que este período tenha sido marcado por esforços do governo de criar superávits consistentes, impulsionado pela fixação das metas de superávit primário, o quadro de relativa estagnação que perdurou nos anos de 1999 e 2000, decorrente da política de mudança cambial, pode explicar, em parte, o crescimento da relação dívida / PIB. Aliados a

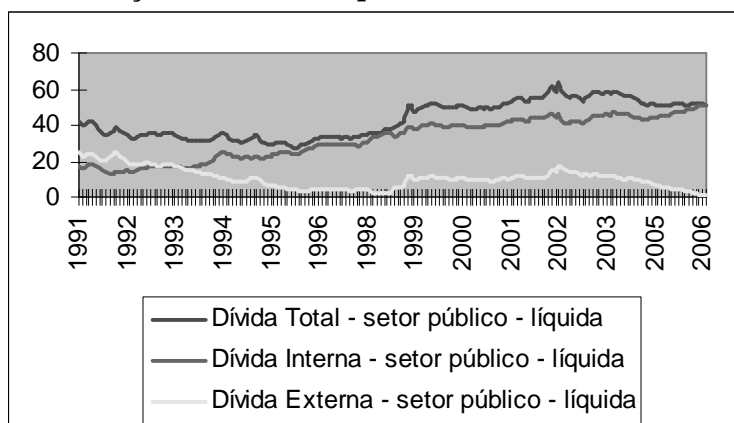
¹¹ O processo de monetização da dívida representa o seu pagamento imediato com dinheiro impresso, situação facilitada no período graças à prática da *seignorage*.

isto, a queda nas reservas internacionais e os juros elevados também contribuíram para o incremento - ainda que os juros altos não fossem mais utilizados para manter o câmbio fixo, o perene desequilíbrio fiscal, associado ao fim do imposto inflacionário, impediu a queda da taxa de juros básica da economia, pela necessidade de obtenção de recursos, contribuindo para um incremento do endividamento público.

Com a valorização cambial que passou a ser obtida a partir de 2003, foi possível reduzir parcela significativa da dívida atrelada ao câmbio. Deste momento em diante, a relação dívida / PIB passou a ter seus valores reduzidos (alcançando, em dezembro de 2005, 51,5%). A recuperação do nível de reservas internacionais também teve papel importante, atenuando o impacto das crises internacionais sobre o país e evitando a necessidade de choques brutais nos juros. Mas os fatores mais relevantes para o declínio da relação dívida / PIB, foram, sem dúvida, a retomada do crescimento econômico a partir de 2004, onde o PIB cresceu cerca de 5% em relação a 2003 (em função, dentre outros fatores, da elevação do nível de emprego, ampliação do comércio internacional, redução da taxa de juros e aumento dos investimentos produtivos, estimulados pelo aumento do volume de crédito dada a retração dos juros), e a disciplina fiscal assumida pelo governo que, em 2004, alcançou um superávit primário de 4,6% do PIB, resultado que refletiu para o mercado o compromisso do governo de honrar sua dívida pública. O déficit nominal, em dezembro de 2004, ficou em 2,67% do PIB (contra 5,08% em dezembro de 2003).

4.2 Dívida Interna e Expansão da Dívida Pública Total

O aumento do nível de reservas internacionais diante de uma moeda nacional valorizada em relação ao dólar e os acordos de refinanciamento da dívida com os credores constituíram-se em fatores determinantes para a redução da dívida externa, reduzindo as pressões sobre a cotação do câmbio, e o número de empresas com endividamento externo, (de forma que estes passaram a ser assumidos pelo governo federal). “(As) reservas eram aplicadas em títulos públicos gerando uma remuneração que, convertida em dólares, era muito superior a obtida pelas reservas em bancos no exterior” (FEU, 2005). Estas medidas de saneamento do endividamento externo fizeram a dívida externa líquida ser, a partir da década de 90, substancialmente reduzida e substituída pela dívida interna.

Figura 8 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

FONTE: Ipea. Elaboração Própria

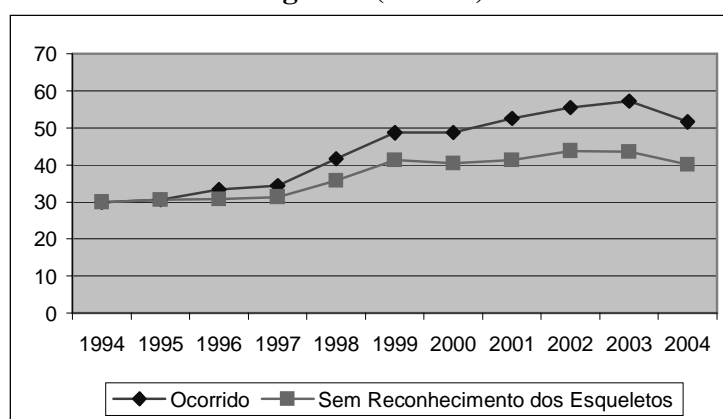
A falta de geração de superávits no início do plano Real foi, ainda, um fator determinante para que o crescimento da dívida interna fosse muito maior que a redução da dívida externa, uma vez que a busca por recursos para financiamento dos déficits públicos passou a ser feita no mercado interno, sem pressionar o montante da dívida externa, em processo de declínio, evidenciando o processo de substituição de uma (externa) pela outra (interna). A Figura 8 torna evidente o processo de substituição das dívidas, bem como o crescimento da dívida interna, que passa, a partir de 1994, a ter uma trajetória coincidente a da dívida pública total. O que impulsionou, portanto, o aumento da dívida pública total na segunda metade dos anos 90 foi, sem dúvida nenhuma, o crescimento do endividamento interno.

Três elementos contribuíram para a explosão da dívida interna a partir da década de 90 – 1. os acordos de refinanciamento com os estados e municípios; 2. o reconhecimento dos chamados esqueletos da dívida; e 3. o programa de fortalecimento dos bancos federais.

O refinanciamento das dívidas dos estados e municípios, realizado entre os anos de 1994 e 1997, representou um incremento de quase R\$300 bilhões no montante da dívida do país, e foi assumida junto aos credores originais pelo governo federal. Os acordos, que buscavam, além do saneamento das contas públicas, o retorno da capacidade de investimento dos estados e municípios, deram às esferas federais um prazo de 30 anos para quitar suas dívidas, a taxa de juros reduzida.

O reconhecimento de passivos contingentes que passou a ser realizado a partir de 1996 pelo Banco Central, e que durou até 2005, representou um aumento da dívida de cerca de 10% do PIB (cerca de R\$ 103 bilhões). A Figura 9 mostra o comportamento da dívida caso os esqueletos não tivessem sido reconhecidos pelo governo. Ainda que o impacto dos passivos tenha sido grande sobre o montante da dívida, sua incorporação nas estatísticas fiscais representou uma maior transparência do governo em relação às suas contas públicas.

Figura 9 - Dívida Líquida do Setor Público X Impacto do Reconhecimento de Passivos Contingentes (% PIB)



FONTE: Banco Central

Por último, o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF), iniciado em 1995, representou um incremento no endividamento público de R\$ 69,5 bilhões. Iniciado com recursos destinados ao Banco do Brasil, foi estendido nos anos seguintes à Caixa Econômica, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia, com o objetivo de sanear a situação financeira dos mesmos (para que não houvesse agravamento da crise e, dessa forma, conseqüências negativas para a economia) e enquadrá-los nas normas impostas pelo Acordo da Basiléia.

A Tabela 1 deixa mais clara a participação da dívida interna no montante total da dívida pública. Desde 1995, a dívida interna representa, pelo menos, 75% do total da dívida pública, representando, em maio de 2006, 99% do total. A dívida dos estados e municípios, por sua vez, tem reduzido sua participação na dívida interna em relação àquela do Governo Federal e Banco Central a partir de 1996. Segundo dados de 2006, a dívida das esferas federais

representavam pouco mais de 30% do total da dívida interna, enquanto o montante do Governo e Bacen representaram pouco mais de 65% do total.

Tabela 1: Participação da Dívida Interna na Dívida do Governo Geral (% do PIB)

Passivos Período	Dívida Líquida do Setor Público Consolidado	Dívida Interna Setor Público Consolidado	Dívida Interna Estados e Municípios	Dívida Interna Governo Federal e BC
Dez / 94	30,01	21,32	9,66	6,54
Dez / 95	30,56	24,97	10,29	9,78
Dez / 96	33,28	29,38	11,17	14,31
Dez / 97	34,35	30,05	12,43	16,73
Dez / 98	41,71	35,53	13,49	20,8
Dez / 99	48,68	38,43	15,21	21,96
Dez / 00	48,78	39,14	15,09	23,18
Dez / 01	52,63	42,21	17,24	24,57
Dez / 02	55,5	41,21	17,11	22,88
Dez / 03	57,18	45,51	18,64	26,21
Dez / 04	51,67	44,17	17,95	25,72
Dez / 05	51,49	48,91	17,2	31,71
Jan / 06	51,75	49,8	17,04	32,61
Fev / 06	51,97	50,44	17,11	33,2
Mar / 06	51,74	50,66	17,02	33,72
Abr / 06	50,98	50,42	16,83	33,61
Mai / 06	50,73	50,61	16,71	34,02

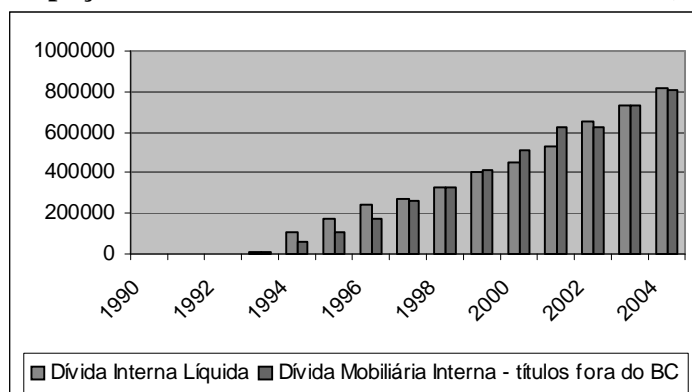
FONTE: Banco Central

Após dez anos de crescimento contínuo a dívida interna apresentou, em 2004, uma trajetória declinante, ainda que suave, de seu valor em comparação ao PIB. O fato se deve a três motivos principais - ao aumento da carga tributária, que elevou as receitas recebidas pelo governo; ao aumento do PIB, decorrente, principalmente, do ótimo desempenho do setor de serviços no ano supracitado; e à extraordinária expansão das exportações, que não só reduziu a instabilidade externa como serviu para trazer certa valorização ao câmbio, valorização esta com comportamento distinto daquela que se tinha no início do Real, que precisava ser mantida artificialmente. Deste período em diante, pode ser observada uma redução contínua do coeficiente dívida interna / PIB, ainda que, em valores absolutos, o montante esteja crescendo. Após ter seu valor total reduzido por dois meses consecutivos (abril e maio), ao final de junho de 2006 a dívida interna voltou a crescer (1,7% em relação ao mês de maio), alcançando o montante de R\$ 1,016 trilhão.

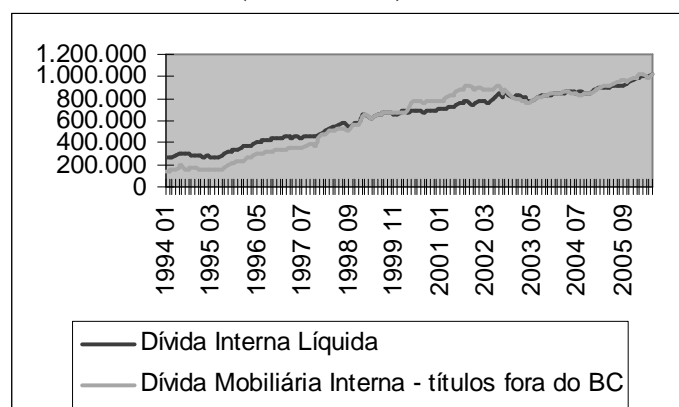
4.2.1 Dívida Interna e o Mercado de Títulos Públicos

A dívida pública interna é composta por um conjunto de itens pertinente a todas as esferas públicas (federal, estadual, municipal, Banco Central e empresas estatais). Vai ser formada, para tanto, do somatório da dívida mobiliária (expressa pelos títulos federais em poder público), dívida bancária (referente ao endividamento de aplicações do setor público em instituições financeiras), depósitos à vista (recursos dos estados, municípios e empresas estatais mantidas sob a forma de depósitos a vista nos bancos), assunção de passivo (reconhecimento de dívidas antigas não contabilizadas) e renegociação da dívida (referente ao endividamento dos estados e municípios) (GONÇALVES; POMAR, 2002).

O volume total da dívida interna é, entretanto, quase que integralmente representado pela dívida mobiliária (DPMFi), como mostra a Figura 10. Desde os primeiros anos do Plano Real é possível observar esta relação, com os títulos federais representando mais de 90% do total do endividamento interno. Com o movimento de contenção da inflação e o conseqüente fim do imposto inflacionário (que restringiu a receita de seignorage), aliados à escassez de recursos e deterioração do resultado nominal, agravada pela crise mexicana (cuja fuga de capitais do período precisou ser contida com juros altos) e superaquecimento da atividade econômica (provocando também juros elevados dada a maior demanda por moeda estimulada pela demanda pelo produto mais elevada), as operações de mercado aberto se constituíram no principal instrumento de política monetária utilizado pelo Bacen e a alternativa utilizada para que os recursos necessários ao setor público pudessem ser obtidos. A venda de títulos da dívida atuou ainda em outro sentido, em especial, em 1996, contraindo a base monetária e reduzindo os efeitos expansionistas do capital externo sobre ela.

Figura 10: Participação da Dívida Mobiliária na Dívida Interna (R\$ milhões)

FONTE: Ipea. Elaboração Própria

Figura 11: Crescimento da Dívida Interna Líquida e Dívida Mobiliária Interna (R\$ milhões)

FONTE: Ipea. Elaboração Própria

Esta composição explica a íntima relação entre o crescimento do mercado de títulos e a elevação da dívida interna. Um comparativo entre o crescimento da dívida interna total e da DPMFi, como mostra a Figura 11, deixa claro a rápida evolução do mercado mobiliário da dívida, de forma tal que, em determinado momento, a taxa de crescimento da DMFi é superior ao crescimento da dívida pública total. A partir de 1999 pode ser observada a existência de um mercado sobrevendido de títulos federais fora da carteira do Bacen (em relação às reservas bancárias livres), como estratégia adotada pelo Banco Central, caracterizando uma situação de *oversold*, que persiste até 2002. O excesso de títulos era facilmente absorvido pelas instituições financeiras, que o aceitavam dada a garantia de que o Bacen, ao final do dia, interviria e estabeleceria a taxa de juros diária através de operações compromissadas. Ainda

que uma situação desta natureza tenha facilitado a execução de políticas econômicas, ofereceu um incremento ao endividamento pela quantidade de papéis colocados à disposição do poder público.

4.2.2 Perfil da Dívida Interna

O perfil da dívida interna é levado em conta na decisão dos investidores e afeta a percepção de risco do país. Como a dívida interna brasileira é fortemente concentrada em títulos, o seu perfil segue as características dos títulos negociados.

A Tabela 2 apresenta os principais títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional. Cada modalidade de título apresenta características distintas, a serem definidas, principalmente, pelo indexador que garante sua rentabilidade. Conforme o indexador do título e a participação de cada modalidade no total da dívida pública, serão variados os encargos do endividamento.

Tabela 2 – Características dos Títulos da Dívida Pública

Título	Indexador	Prazo	Característica
LFT – Letras Financeiras do Tesouro Séries A e B	Taxa SELIC / Pós-fixado	Médio e Longo Prazo	Rentabilidade diária, com resgate definido pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento.
NTN-B – Notas do Tesouro Nacional Série B	Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
NTN – C – Notas do Tesouro Nacional Série C	Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
NTN-D – Notas do Tesouro Nacional Série D	Câmbio (dólar comercial) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
LTN – Letras do Tesouro Nacional	Pré-fixado	Curto Prazo	Rendimento definido pelo deságio sobre o valor nominal (diferença entre o preço de emissão e valor de resgate)

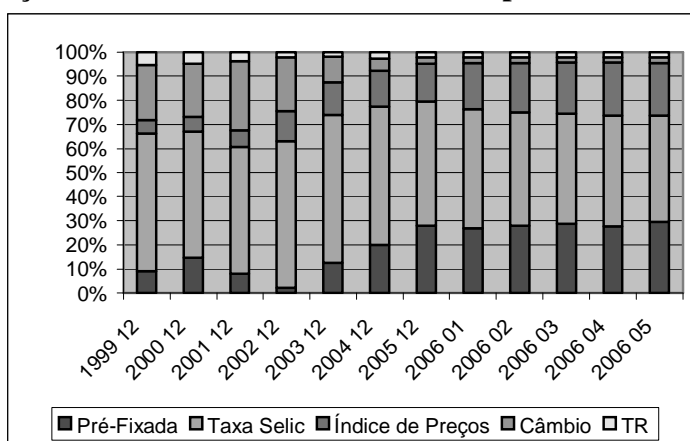
FONTE: Banco Central

A Figura 12 mostra a composição da DPMFi, por rendimento. Os títulos indexados à Selic sempre representaram a maior parte dos títulos do mercado se comparados aos demais indexadores. A preferência por títulos indexados à taxa de juros se dá por eles serem duplamente indexados, já que oferecem rendimento pela inflação e pelos juros - para manter

as metas de inflação fixadas, o governo mantém taxas de juro elevadas, estes títulos acabam se tornando menos arriscados do que os demais (já que o rendimento fica “assegurado” por dois lados – ou com as taxas de juros altas ou com a inflação elevada, no caso dos juros serem reduzidos drasticamente), com rendimentos elevados.

Os dados da Figura 12 também evidenciam a queda na participação de títulos indexados ao câmbio no total da DPMFi, e a conseqüente redução da exposição cambial da dívida interna. Esse processo se deu com a substituição de títulos dolarizados por outros papéis, fazendo sua participação cair consideravelmente – ao final de 2000, os títulos atrelados ao câmbio representavam mais de 20% do total da DPMFi, participação reduzida para menos de 4% atualmente.

Figura 12: Composição da DPMFi em Poder do Público por Rendimento (R\$ bilhões)



FONTE: Banco Central. Elaboração Própria

O processo de substituição de papéis pré-fixados (que no início da expansão do mercado de títulos eram maioria) pelos pós-fixados exigiu que rendimentos mais levados fossem oferecidos (pelo prazo mais alongado oferecer mais risco) e deu aos títulos da dívida interna um caráter indexado. O perfil pós-fixado é preocupante para o governo, visto que, dada sua volatilidade, seus encargos não podem ser devidamente previstos, como é feito com a parcela da dívida ligada a títulos pré-fixados. Mas o comparativo da figura 12 evidencia que o percentual de títulos pré-fixados está crescendo dentro do total da DPMFi – em dezembro de 1999, esta modalidade representava apenas 9% dos títulos em poder público, e, em maio deste ano, representaram 29,55% do total. Há esforços do governo nesta direção, de forma que este

percentual se eleve cada vez mais (com uma conseqüente redução da participação dos títulos pós-fixados). Esta mudança de perfil, entretanto, não é instantânea, visto que os depende daqueles que detém os títulos atualmente – eles precisam se desfazer dos que possuem e aceitarem adquirir títulos de modalidade pré-fixada. Dentre estes detentores de títulos destacam-se as instituições financeiras nacionais que se mostraram, de acordo com dados de maio de 2006, as maiores compradoras de títulos públicos, representando 65% do total de compradores (só os bancos comerciais foram responsáveis pela compra de 59,8% deles).

Quanto ao prazo, a dívida interna é majoritariamente de curto prazo (com vencimento em até 1 ano), como mostra a Tabela 3, mas esta característica também está sendo modificada nos últimos anos. Em julho de 2006, 41,20% dos títulos federais em poder público se enquadraram na categoria de curto prazo, o que representa uma diferença significativa se este resultado for comparado ao de dezembro de 1999, onde mais da metade dos títulos em poder público venciam em períodos inferiores a um ano. Títulos com prazo de vencimento superior a três anos ainda representam a minoria, mas a participação de títulos com vencimento entre 4 e 5 anos vem crescendo de uma maneira gradual. Em dezembro de 2001 registrou-se um pico na participação dos títulos desta modalidade no total dos títulos federais em poder público, de 17,05%, que, no entanto, voltou ao nível de participação que vinha tendo no ano seguinte, de 3,27%. O fato se deu pela forte demanda pelas LFT em 2001 (entre novembro e dezembro de 2001, a participação das LFT aumentou de 50,34% para 52,79%). Pela elevada volatilidade que os preços das LFT assumiram, a forte demanda foi contida, de forma que o Tesouro Nacional refinanciou a dívida com títulos de vencimento inferior a 1 ano, com a esterilização feita pelo Banco Central através da recompra de boa parte dos títulos de longo prazo. Ainda que a medida tenha aumentado o prazo médio da dívida e elevado, no ano seguinte, a parcela de títulos com vencimentos até 1 ano em poder público (de 27,74% em dezembro de 2001 para 41,06% em dezembro de 2002), evitou a maturação dos elevados custos de captação presentes, neste período, em títulos de prazo mais longo.

Tabela 3: Estrutura de Vencimentos dos Títulos Federais em Poder do Público (em R\$ bilhões)

Período	Total	Até 1 ano	De 1 a 2 anos	De 2 a 3 anos	De 3 a 4 anos	De 4 a 5 anos	Acima de 5 anos
Dez / 99	441,41	242,51	102,68	10,89	9,97	9,48	65,88
Dez / 00	510,70	224,90	63,24	102,06	32,23	16,64	71,62
Dez / 01	624,08	173,12	146,67	75,98	47,29	106,42	74,61
Dez / 02	623,19	255,90	106,93	72,42	90,22	20,38	77,34
Dez / 03	731,43	258,52	187,49	137,27	52,89	27,77	67,48
Dez / 04	810,26	373,33	227,36	72,56	39,58	16,45	80,98
Jun / 05	905,51	409,83	237,98	132,72	31,97	10,67	82,34
Jul / 05	915,67	404,26	239,36	134,45	38,10	17,11	82,39
Ago / 05	920,79	393,23	241,38	136,66	44,23	22,80	82,48
Set / 05	933,22	382,83	270,54	136,54	50,42	10,89	82,00
Out / 05	937,34	391,09	244,90	141,76	61,88	16,47	81,24
Nov / 05	959,50	408,64	231,59	150,49	70,14	18,72	79,92
Dez / 05	979,66	407,91	253,36	150,81	67,33	18,46	81,79
Jan / 06	984,93	399,58	246,52	141,94	74,34	40,79	81,75
Fev / 06	1.010,20	388,26	259,09	146,63	79,80	47,10	89,32
Mar / 06	1.021,22	409,50	261,19	133,23	84,52	39,72	93,06
Abr / 06	1.002,78	403,98	254,09	122,79	86,56	41,56	93,79
Mai / 06	999,10	400,53	249,25	155,87	57,07	46,91	89,48
Jun / 06	1.016,10	417,97	250,45	141,89	57,79	57,77	90,24
Jul / 06	1.013,93	417,70	243,29	139,74	58,44	62,47	92,31

FONTE: Banco Central

Os títulos com vencimento superior a 5 anos, por sua vez, vem apresentando queda gradual (de 14,92% em dezembro de 1999, representam, hoje, pouco mais de 9% no total dos títulos em poder público).

4.2.3 Composição da Dívida e Expectativas dos Agentes

A principal dificuldade de se alterar o perfil da dívida pública está no fato da estrutura dos títulos, principalmente aqueles atrelados aos juros, ser fortemente influenciada pelas expectativas dos agentes, o que força o governo e Banco Central a adequarem a composição da dívida às preferências dos investidores, tanto em termos de rendimento, quando em títulos de curto ou longo prazo.

O caráter instável das expectativas de longo prazo vai orientar as decisões de investimento dos agentes – a formação das expectativas dos investidores, portanto, vai estar sempre sujeita à confiança destes em relação ao futuro, sendo, para tanto, extremamente volátil e subjetiva. É importante, para tanto, que determinado clima de confiança seja mantido no país, a fim de evitar a formação de expectativas adversas sobre o futuro da economia.

Afinal, alterações nas expectativas dos agentes econômicos podem desencadear fuga de capitais, dúvidas sobre a estabilidade do país e crises de confiança refletidas em escala mundial. A instabilidade do câmbio, incertezas quanto a condução de políticas econômicas e medidas governamentais que serão adotadas para conter a inflação e o próprio comportamento da inflação são alguns dos fatores de risco que afetam os investimentos no Brasil e que deixam o país muito sujeito à formação de expectativas desfavoráveis, uma vez que altos níveis de incerteza e risco condicionam o processo de formação de expectativas.

A demanda por títulos da dívida está também atrelada às expectativas dos agentes. Se há expectativa de que os indexadores que garantem a remuneração dos títulos irão sofrer uma queda, vai haver uma preferência maior por títulos pré-fixados, que vão garantir a rentabilidade com as taxas daquele momento (que, no caso da confirmação das expectativas no futuro, representará um investimento mais lucrativo). Expectativas de alta dos indexadores dos títulos públicos, por sua vez, vão elevar a demanda por títulos pós-fixados que, se confirmadas as expectativas, serão remunerados por taxas maiores. Uma ou outra alternativa, entretanto, apresentam suas doses de risco - no caso das expectativas não se confirmarem e os indicadores que apresentarem comportamento contrário ao que era esperado, a modalidade do título escolhida representará uma perda para seu detentor, se comparada à modalidade preterida.

Por toda década de 90, a instabilidade macroeconômica serviu para deteriorar a confiança dos agentes, principalmente privados. A falta de confiança e as incertezas em relação ao comportamento das variáveis econômicas estimularam a demanda por títulos pós-fixados (que, em meio a uma trajetória de alta dos indexadores, como é o caso dos juros, oferecem rendimentos mais elevados) e de prazos mais curtos, preferências transferidas para o caráter da dívida pública. Com expectativas negativas em meio a uma economia incerta, os prêmios de risco exigidos pelos investidores se tornam maiores, para que seus rendimentos sejam garantidos. O grande volume de títulos pós-fixados, portanto, acabou por elevar os encargos do endividamento do país.

É possível afirmar que a composição da dívida pública interna vem sendo gradativamente e expressivamente alterada a partir de 2002, no que diz respeito ao prazo dos títulos e aos seus indexadores – os papéis pré-fixados vem aumentando sua participação no total e houve queda (e, praticamente, eliminação) dos títulos cambiais no montante total da dívida. A redução dos títulos indexados à Selic também vem ocorrendo nos últimos anos,

ainda que os papéis atrelados à taxa básica continuem representando 42,52% (participação em junho de 2006) da dívida DPMFi, segundo dados do Banco Central.

A mudança na composição da dívida que está sendo, aos poucos, incorporada, tem afetado as variáveis reais da economia. Após a crise de confiança de 2002, o país tem conseguido maior credibilidade junto aos agentes econômicos, melhorando a formação das expectativas destes e conseguindo alterar sensivelmente o caráter do seu endividamento. A emissão de títulos pré-fixados, com prazos gradualmente mais elevados, que vem sendo feita com mais afinco a partir de junho de 2004 tem encontrado uma demanda, cada vez mais cativa, por parte dos agentes econômicos, o que demonstra um ambiente de maior confiança e incertezas menores sobre a condução de políticas e comportamento de variáveis econômicas. Os investidores estão se mostrando mais dispostos a colocarem seus recursos em investimentos com prazos de maturação mais longos.

É importante ressaltar ainda que a combinação de uma dívida pré-fixada e prazos maiores só tem encontrado espaço para se desenvolver de dois anos para cá. Em 1996 e 1997, os papéis pré-fixados representavam boa parte da dívida, mas era uma dívida pré-fixada de curto ou até curtíssimo prazo, que não passava, em média, de seis meses. A mudança do regime cambial, aliada a um rígido programa de estabilização fiscal começou a alongar os prazos da dívida, pela credibilidade alcançada, aos poucos, pelos programas governamentais, que se mostraram sérios e eficazes, mas os papéis pré-fixados haviam perdido espaço, após a crise asiática e os sucessivos choques nos juros (que resultaram em prejuízos para os detentores de títulos indexados ao câmbio, com a forte alta do indexador). Com o ambiente hostil trazido pela crise eleitoral de 2002, o cenário só voltou a ficar propício para a mudança do perfil da dívida a partir de 2004, quando os ânimos do mercado se acalmaram e não só os títulos pré-fixados voltaram a ter compradores, como o prazo médio pôde começar a dar sinais de alongamento.

4.3 Procedimentos Econométricos

4.3.1 Correlação das Variáveis

Para a definição das variáveis a serem utilizadas num modelo de regressão, a análise de correlação se mostra importante, uma vez que identifica o grau de associação linear entre duas medidas quantitativas. Variando entre -1 e $+1$, o valor do coeficiente de correlação (r) vai indicar, portanto, uma associação positiva ou negativa entre as variáveis em questão. Uma correlação positiva ($r > 0$) indica que, a medida que a variável dependente cresce, o valor da variável explicativa segue o mesmo movimento, em média. Por sua vez, uma correlação negativa ($r < 0$) mostra que, o crescimento da variável dependente implica num decréscimo da variável explicativa, em média. Um coeficiente de correlação igual a zero indica a ausência de correlação linear entre as variáveis (GUJARATI, 2000).

Para este estudo, foram analisados dados referentes à variação da dívida interna (com valores em variação real e em % do PIB), resultado primário do governo (com valores reais e em % do PIB), taxa real de juros (variação percentual ao mês) e taxa de câmbio, do período de janeiro de 1994 a junho de 2006. Para os dados da dívida pública interna utilizou-se a variação da dívida líquida interna do setor público consolidado, obtida através das séries temporais do Banco Central nº 4524 (para o resultado em % do PIB) e 4489 (para o resultado em milhões de reais), estes últimos deflacionados com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), expresso em variação percentual ao mês, cujos dados foram obtidos na série nº 433; os dados do resultado primário utilizados são referentes à NFSP primária do setor público consolidado, sem desvalorização cambial, em fluxo mensal corrente, obtidos nas séries nº 5364 (para o resultado em % do PIB) e 4649 (para o resultado em milhões de reais), estes últimos deflacionados IPCA. A taxa real de juros foi obtida com base na taxa de juros Selic acumulada no mês, em variação percentual mensal (expressa pela série nº 4390), deflacionada com base IPCA. Para a taxa de câmbio, foi utilizada como base a taxa de câmbio livre (dólar americano – venda) do fim do período, disponível na série nº 3696, cuja variação nominal foi transformada em variação real através do IPCA. Os coeficientes de correlação seguem explicitados na Tabela 4.

Tabela 4: Coeficientes de Correlação Linear

Variáveis	Coefficiente de Correlação (r)	Resultado
Variação da Dívida Interna (% PIB) e NFSP (% PIB)	0,2262	Correlação positiva
Variação da Dívida Interna (% PIB) e Taxa Real de Juros	0,1819	Correlação positiva
Variação da Dívida Interna (% PIB) e Taxa de Câmbio	0,4676	Correlação positiva
Variação Real da Dívida Interna e NFSP (real - R\$ milhões)	-0,0236	Correlação negativa
Variação Real da Dívida Interna e Taxa Real de Juros	0,1518	Correlação positiva
Variação Real da Dívida Interna e Índice da Taxa de Câmbio	0,0124	Correlação positiva

Os resultados obtidos permitem afirmar que o aumento da taxa de juros real tende a ocasionar um aumento, em média, na variação da dívida interna (tanto em % do PIB como na sua variação real). A relação da dívida interna com a taxa real de juros mostrou coeficientes de correlação bem próximos mesmo com a diferença de unidade da variação da dívida interna, ainda que r tenha se mostrado um pouco mais expressivo com a variação da dívida interna expressa em % do PIB.

Considerando a NFSP no seu conceito primário expressa em % do PIB, a correlação também é positiva, mas o aumento da NFSP em valores reais, no entanto, apresenta uma correlação negativa com a variação real da dívida interna, onde um aumento da NFSP ocasiona, em média, uma redução na variação real da dívida. Cabe destacar, no entanto, que o valor de r ficou muito próximo a zero (-0,023).

Quanto à dívida interna e a taxa de câmbio, a correlação se mostrou positiva - o aumento da taxa de câmbio tende a ser seguido, em média, por um aumento da variação da dívida interna. A relação da taxa de câmbio com a variação real da dívida interna, entretanto, apresentou um valor de r muito próximo a zero (0,0124), podendo ser desconsiderada a presença de alguma correlação. Já o r obtido para a relação entre taxa de câmbio e variação da dívida em % do PIB se mostrou bastante significativo, com o resultado de 0,4676.

4.3.2 Modelos de Regressão

Com base em dados de janeiro de 1994 a junho de 2006 (150 observações) referente às três variáveis explicitadas na seção anterior, foram utilizados dois modelos de regressão para

verificar o impacto da NFSP (primário), juros reais e câmbio sobre a variação da dívida interna. Para tanto, as hipóteses utilizadas nos modelos são as seguintes:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$$

Como as variáveis incluídas no modelo vão permitir identificar a sua participação no processo de variação da dívida interna, a aceitação da hipótese nula significa dizer que a variação da dívida interna, no período em questão, não está sendo explicada pelas variáveis em análise, de forma que existem outros fatores que afetaram sua variação no período em questão. Ao contrário, ao rejeitar a hipótese nula, admite-se que a variação da dívida interna pode ser explicada pelas variáveis inclusas no modelo.

$$\Delta \text{REALDI} = \beta_1 \text{NFSP} + \beta_2 \text{JUROS} + \beta_3 \text{CÂMBIO} + \mu \quad (10)$$

Onde:

ΔREALDI : variação real da dívida interna

NFSP: resultado primário do governo

JUROS: juros reais

CÂMBIO: Taxa de câmbio

$$\Delta \text{DI} \% \text{PIB} = \beta_1 \text{NFSP} \% \text{PIB} + \beta_2 \text{JUROS} + \beta_3 \text{CÂMBIO} + \mu \quad (11)$$

Onde:

$\Delta \text{DI} \% \text{PIB}$: variação da dívida interna, em % do PIB

NFSP % PIB: resultado primário do governo, em % do PIB

JUROS: juros reais

CÂMBIO: Taxa de câmbio

O resultado do 1º modelo, explicitado pela equação 10, é demonstrado na Tabela 5:

Tabela 5: Estimativa da Variação Real da Dívida Interna

Variável	Coefficiente	Erro - Padrão	Estatística t	Probabilidade
NFSP (valores reais)	-0,0011	0,0014	-0,8286	0,4086
Juro Real	22,4803	11,177	2,0111	0,0462
Câmbio	0,0000035	0,0173	0,0020	0,9984

O valor de R^2 foi de 0,027, e somente o coeficiente da variável juros se mostrou significativo, a um nível de significância de 5% (mas não a um nível de 1%). A probabilidade t de 0,40 para a NFSP e de 0,99 para o câmbio excluem estas variáveis da construção do modelo, sob as condições analisadas, visto que há, respectivamente, 40% e 99% de cometer o Erro do Tipo I (onde se rejeita a hipótese nula, sendo esta verdadeira).

Considerando a significância dos juros na variação real da dívida interna, o aumento de 1 ponto percentual na variação dos juros reais no período de janeiro de 1994 a junho de 2006 foi acompanhado, em média, por um aumento de 22,48 pontos percentuais na variação real da dívida interna.

Pelo 2º modelo, identificado pela equação 11, o resultado também foi um pouco melhor do que aquele obtido com o modelo anterior, ainda que não tenha se mostrado totalmente satisfatório, como mostra a Tabela 6. A regressão não se mostrou apropriada para explicar a variação da dívida interna, visto que o valor de R^2 foi de 0,28. O resultado da causalidade entre as variáveis e a variação da dívida interna foi de acordo com o esperado e as variáveis NFSP e câmbio se mostraram estatisticamente significantes, a um nível de significância de 5% e 1%, ainda que a variável juros não tenha tido o mesmo comportamento, não se mostrando significativa (com níveis de significância de 5% e 1%) e com uma probabilidade t igual a 0,15 (15% de chance de cometer o Erro do Tipo I). Sob as condições propostas neste modelo, portanto, a variável juros não deve ser utilizada na construção da função de variação da dívida interna, pela grande probabilidade de se cometer o Erro do Tipo I.

Tabela 6: Estimativa da Variação em % do PIB da Dívida Interna

Variável	Coefficiente	Erro – Padrão	Estatística t	Probabilidade
NFSP (% PIB)	0,0421	0,0144	2,921	0,004
Juro Real	0,1116	0,0772	1,444	0,150
Câmbio	0,0008	0,00012	6,601	0,000

Considerando a significância da NFSP e do câmbio na explicação da variação da dívida interna expressa em % do PIB, é possível afirmar que, no período de janeiro de 1994 a junho de 2006, um aumento de 1 ponto percentual no resultado primário do governo em relação ao PIB foi acompanhado, em média, pelo aumento de 0,0421 pontos percentuais na variação da dívida interna expressa em % do PIB. Da mesma forma, o aumento de 1 ponto percentual na

variação real do câmbio no período analisado foi acompanhada, em média, pelo aumento de 0,0008 pontos percentuais na variação da dívida interna expressa em % do PIB.

De qualquer forma, os dois modelos apresentados não se mostraram bons para explicar a variação da dívida interna. Não foi possível identificar de uma maneira relevante o peso do resultado primário, dos juros e do câmbio na variação da dívida interna no período em estudo. Alguns motivos explicitados na seção 4.2 podem explicar estes resultados insatisfatórios. Nos últimos oito anos a variação do montante da dívida foi provocada, em grande parte, por alguns fatores especiais - acordos de refinanciamento de estados e municípios, contabilização dos esqueletos da dívida e programas de fortalecimento dos bancos federais. Ainda que não se possa deixar de ressaltar a importância dos juros altos, desvalorizações cambiais e déficits primários no crescimento do endividamento, o montante acrescido à dívida com a realização das medidas saneadoras foi bastante elevado e responsável pela explosão da dívida interna no período em estudo.

De acordo com Goldfajn (2002), os motivos explicitados acima como os grandes responsáveis pelo crescimento da dívida interna tratam-se de fatores não-recorrentes. Se os outros fatores forem analisados, portanto, pode-se esperar uma trajetória declinante da dívida interna em relação ao PIB nos próximos anos, uma vez que a gestão fiscal praticada tem dado resultados, com as metas de superávit sendo alcançadas, os juros vem sendo gradativamente reduzidos e o câmbio, ainda que desvalorizado, tem tido oscilações cada vez menores. E, com a redução da relação dívida / PIB, fica mais fácil alterar o perfil da dívida, a exemplo do que vem sendo feito desde 2004.

CAPÍTULO 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescimento da dívida interna na década de 90 esteve associado ao resultado orçamentário do governo. As políticas fiscais austeras adotadas em muitos momentos contribuíram para formar superávits e para que fossem cumpridas as metas para o resultado, mas não conseguiu que os resultados fiscais positivos fossem suficientes para estabilizar, de maneira definitiva, a trajetória de crescimento da dívida interna.

A dívida interna é um instrumento útil através do qual é possível obter recursos que contornem dificuldades orçamentárias do governo, no curto prazo. É interessante, entretanto, que o endividamento resultante do desequilíbrio seja resolvido ainda no curto prazo. Vários são os problemas envolvidos num processo perene de endividamento do país – perda de credibilidade do governo frente a investidores, falta de recursos para custeio de novos investimentos públicos e comprometimento do crescimento econômico, com a restrição dos recursos que seriam inseridos no processo produtivo, e alto custo para pagamento da dívida, visto que os juros incidem sobre valores elevados.

O aumento da dívida interna restringe o crescimento econômico do país, impedindo seu desenvolvimento, já que o Estado tem suas contas públicas deterioradas e fica sem recursos para realização de investimentos importantes. A situação se torna mais preocupante se for considerado que este aumento não tem se dado para financiar novos investimentos, para aumentar a renda da população ou porque nada foi pago de seu valor. Seu caráter é estritamente financeiro, ou seja, pagamento dos juros e amortização do principal, empréstimos para pagamento de dívidas antigas e sanção dos custos de políticas monetárias e cambiais que têm sido aplicadas. Dentre estes motivos, a maior parcela é composta pelos juros, onde se utilizam os recursos direcionados para o pagamento da dívida para cobrir os juros incidentes sobre ela mesma.

O alto custo do endividamento é resultado do seu perfil - os títulos públicos que compõem a dívida interna são indexados a variáveis altamente influenciadas pelas expectativas de mercado. Os juros, utilizados desde o processo de abertura econômica para atrair capitais para o país, além de remunerar quase 50% dos títulos da dívida, têm sua elevação utilizada em momentos de ameaças de fuga de capitais, de forma que as taxas maiores justifiquem a permanência do capital do investidor, em termos de rendimento, no país. Por último, ao contrário da dívida externa, a dívida interna não só tem custo mais elevado,

como um prazo mais curto, pela incerteza dos investidores em aplicarem seus recursos em investimentos com prazo de maturação elevado. Os títulos com vencimento até um ano são maioria no total de títulos em poder do mercado, enquanto aqueles com prazos superiores a cinco anos têm baixa representatividade.

É importante ressaltar, entretanto, que o perfil da dívida está sendo gradualmente modificado. Títulos com prazo mais longo estão cada vez mais presentes no total de títulos ofertado. Alguns indexadores vêm reduzindo sua participação (como vem ocorrendo com a taxa de câmbio, cujos títulos indexados correspondem, atualmente, a menos de 1% do total) e outros vêm apresentando trajetórias declinantes (como a taxa básica de juros que, que tem sido fixada, em média, em níveis mais baixos pelo Copom). Há, também, menos incertezas no país – desde a crise de governabilidade de 2002 as expectativas dos agentes econômicos tem se mantido de acordo com o esperado. O aumento da participação dos títulos pré-fixados comprova esta confiança – ainda que títulos pós-fixados tenham um risco mais elevado, a expectativa dos agentes de alta das variáveis utilizadas como indexadores dos títulos faz com que a maior demanda seja por esta modalidade, pela possibilidade de ganhos mais elevados. Ainda que continuem representando a maioria, os títulos pós-fixados têm reduzido sua participação no montante total, dando mais lugar aos pré-fixados, cujo custo é, para o governo, previsível. A relação da dívida interna / PIB também vem modificando seu comportamento, registrando, principalmente a partir de 2004, quedas contínuas (ainda que o valor nominal continue apresentando montantes cada vez mais elevados).

Ainda que a redução do coeficiente dívida / PIB venha ocorrendo desde 2004, é difícil atribuir a redução do endividamento em relação ao PIB exclusivamente ao governo Lula, num comparativo com o governo FHC. É inegável que o incremento das exportações promovido pelo governo Lula tem reduzido a vulnerabilidade externa, bem como os desajustes nas contas públicas, com o alcance das metas fiscais, e a relação dívida / PIB. Além disso, a colocação de títulos de caráter diferenciado no mercado pelo Banco Central tem se mostrado mais eficaz nos últimos dois anos, favorecida pelas condições de menor incerteza dos investidores inexistentes em períodos anteriores. Em termos de política econômica, no entanto, não se pode afirmar que as políticas em questão desde 2002 tenham apresentado um caráter totalmente novo em relação ao que já vinha sendo feito em termos de macroeconomia, pelo menos em relação ao segundo mandato de FHC. A política econômica continuou atendendo os interesses

do capital estrangeiro, com juros elevados, e o estímulo às exportações realizou-se com uma política externa até mais agressiva. O endividamento interno continuou, portanto, encontrando condições para se desenvolver, em meio à restrição orçamentária do governo e oferta de capital externo em busca de altos rendimentos. Além disso, o aumento explosivo da dívida interna no governo de FHC se deve, em grande parte, a fatores considerados como não-repetitivos – os esqueletos da dívida já forma, em grande parte, reconhecidos e as regras fiscais mais rígidas não indicam que um novo refinanciamento de estados e municípios de grande porte precisará ser realizado. Há, portanto, poucas chances de que novas medidas saneadoras sejam realizadas e que o endividamento seja elevado demasiadamente como aconteceu a partir da segunda metade da década de 90.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **Finanças Públicas: Teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

BARCINSKI, Alexandre de Medeiros e Albuquerque. **Risco de taxa de juros e a dívida pública federal no Brasil pós-real**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. 105p.

BAUMANN, Renato. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

BELUZZO, Luis Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Julio Gomes. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. 412p.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia: teoria e política econômica**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

BRASIL 1994 – 2002: a era do Real. Brasília: **SECOM**, 2002. Disponível em: <http://www.psdb.org.br/biblioteca/era_do_real/25.pdf>. Acesso em: 03 ago. 2006.

BRITO, Érico Henrique Garcia de Brito. **Os impasses da política econômica brasileira nos anos 90**. 17 set. 2004. Disponível em: <http://www.fAAP.br/revista_faap/rel_internacionais/rel_04/garcia.htm>. Acesso em: 12 maio 2006.

CARNEIRO, Ricardo. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Out. 1999. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto90.pdf>. Acesso em: 07 maio 2006.

CARNEIRO, Ricardo. A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. **Política Econômica em Foco**, n. 7, nov. 2005/abr. 2006, p. 1-23. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim7/Versao_Integral_7.pdf>. Acesso em 04 jun. 2006.

CORREIA, Fernando Motta. **Política Fiscal e sustentabilidade da dívida pública: uma análise para o período pós 1994 no Brasil**. Florianópolis, 2005, 67f. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Economia.

CRISE financeira e vulnerabilidade do Real. **Dieese**: on line. 22 set. 1998. Disponível em: <<http://www.dieese.org.br/esp/real/crisereal.xml>>. Acesso em: 07 maio 2006.

DÍVIDA pública: propostas para ampliar a liquidez. Rio de Janeiro: **ANDIMA**, 2003.

DUARTE, Patrícia. Superávit Primário de 2005 foi o maior desde 94, mas insuficiente para gastos com juros. **O Globo**: on line. 30 jan. 2006. Disponível em:

<<http://oglobo.globo.com/online/economia/mat/2006/01/30/190124611.asp>>. Acesso em: 01 fev. 2006.

DUPAS, Gilberto. **Economia, política e ética no Brasil**. Problemas Brasileiros, São Paulo, v. 43, n. 373, p. 19-22, jan./fev. 2006.

FEU, Aumara. Evolução da Dívida Pública Brasileira. **CMI Brasil**. 27 out. 2002. Disponível em: <<http://midia independente.org/pt/blue/2002/10/40022.shtml>>. Acesso em 04 nov. 2005.

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

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

GALL, Norman; MENDES, Marcos J. O que é Federalismo. **Braudel Papers nº 24**. Instituto Fernand Braudel, 2000. Disponível em:<http://www.braudel.org.br/novo/publicacoes/bp/bp24_pt.pdf>. Acesso em 18 jul. 2006.

GARCIA, Márcio G. P. Dívida Pública e Crescimento Sustentado. **Valor Econômico**: on line. 3 out. 2003. Disponível em:<<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=83590>>. Acesso em: 21 ago. 2006.

GIAMBIAGI, Fábio; RIGOLON, Francisco. A renegociação das dívidas e o regime fiscal dos estados. **Texto para Discussão 69**. BNDES, jul. 1999. Disponível em:<www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_04.pdf>. Acesso em: 14 maio 2006.

GIL, Antonio Carlos. **Técnicas de pesquisa em economia e elaboração de monografias**. São Paulo: Atlas, 2002 (p. 31-43).

GOLDFAJN, Ilan. Há Razões para Duvidar de Que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?. **Nota Técnica 25**. Banco Central do Brasil. 2002.

GONÇALVES, 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.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

HADDAD, Cláudio L. S. **A dívida pública no Brasil e outros textos**. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado, 1985. 109p.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1991.

LOUREIRO, André Soares; BARBOSA, Fernando de Holanda. Dívida Pública e prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil. **Nota Técnica 42**. Banco Central do Brasil, 2003.

- MALAN, Pedro. **Discurso de Abertura**. In: Teleconferência “Pacto Fiscal: Fortaleza, Debilidades e Desafios”. 23 jun. 1998. Disponível em:<<http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/1998/P980623.asp>>. Acesso em: 12 maio 2006.
- MARQUES, Newton Ferreira da Silva. **O Relacionamento entre política monetária e a dívida pública no Brasil: o período pré e pós-real**. Rio de Janeiro: Banco Safra, 1998. 56p.
- MOTOYAMA, Shozo. **O legado do filósofo da ciência Karl Popper, que completaria cem anos hoje**. 18 out. 2002. Disponível em:<<http://www.herbario.com.br/cie/universi/artigos/1018filo.htm>>. Acesso em: 08 fev. 2006.
- OLIVEIRA, José Carlos de; SILVA, Paulo Fontenele e. **Reformas das instituições fiscais: Reflexo sobre o caso do Brasil**. Santiago de Chile, abr. 2000. Disponível em:<www.eclac.cl/publicaciones/DesarrolloEconomico/6/lcl1366/lcl1366e.pdf>. Acesso em 23 jul. 2006.
- PINHEIRO, Armando Castelar. Privatização no Brasil: por quê? até onde? até quando? **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- RAFFAELLI, Eliana. Um operário na presidência. Jornal da Universidade, **UFRGS**, nov. 2002, p. 5. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/jornal/novembro2002/pag05.html>>. Acesso em 04 jun. 2006.
- REZENDE, Fernando. **Finanças Públicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- SAMUELS, David. **A economia política da reforma macroeconômica no Brasil, 1995-2002**. Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0011-52582003000400006>. Acesso em 30 maio 2006.
- SELLTIZ et al. **Método de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: E.P.U., 1974.
- VELASCO, Licínio. A economia política das políticas públicas: as privatizações e a reforma do Estado. **Texto para Discussão 55**. BNDES, maio 1997. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/Td-55.pdf>>. Acesso em: 14 maio 2006.
- VIEIRA, José Guilherme Silva. **O Plano Real: Ajuste ou Reforma?**. 2001. Disponível em:<<http://www.economia.ufpr.br/publica/textos/2001/txt0301%20Guilherme%20plano%20real.doc>>. Acesso em 07 maio 2006.

ANEXOS

TABELA I

Variação da Dívida Interna - em % do PIB							
jan/94	0,51	mar/97	-0,02	mai/00	0,12	jul/03	1,19
fev/94	0,09	abr/97	-0,19	jun/00	-0,31	ago/03	0,8
mar/94	0,76	mai/97	0,18	jul/00	-0,38	set/03	0,04
abr/94	1,49	jun/97	-0,95	ago/00	-0,46	out/03	0,08
mai/94	0,96	jul/97	0,64	set/00	-0,14	nov/03	0,33
jun/94	0,37	ago/97	0,18	out/00	-0,05	dez/03	0,23
jul/94	0,31	set/97	0,37	nov/00	-0,13	jan/04	0,29
ago/94	-0,43	out/97	-0,86	dez/00	0,51	fev/04	-0,12
set/94	-0,42	nov/97	-0,17	jan/01	0,72	mar/04	-0,7
out/94	-0,46	dez/97	1,62	fev/01	0,35	abr/04	0,01
nov/94	0,07	jan/98	0,73	mar/01	-0,12	mar/04	-0,29
dez/94	-0,24	fev/98	1,24	abr/01	-0,06	jun/04	-0,58
jan/95	-0,55	mar/98	1,26	mai/01	0,52	jul/04	-0,53
fev/95	0,22	abr/98	0,8	jun/01	0,77	ago/04	-0,17
mar/95	-1,46	mai/98	0,21	jul/01	0,69	set/04	-0,2
abr/95	-0,38	jun/98	1,08	ago/01	0,72	out/04	-0,24
mai/95	0,05	jul/98	0,26	set/01	0,04	nov/04	-0,15
jun/95	0,43	ago/98	0	out/01	-0,14	dez/04	1,34
jul/95	1,39	set/98	-1,99	nov/01	-1,14	jan/05	0,21
ago/95	1,44	out/98	0,79	dez/01	0,72	fev/05	0,6
set/95	0,79	nov/98	0,93	jan/02	1,33	mar/05	0,43
out/95	0,64	dez/98	0,17	fev/02	0,21	abr/05	-0,18
nov/95	0,54	jan/99	3,4	mar/02	0,03	mai/05	0,46
dez/95	0,54	fev/99	-0,02	abr/02	-0,31	jun/05	0,87
jan/96	0,53	mar/99	-1,76	mai/02	0,58	jul/05	0,74
fev/96	0,37	abr/99	-0,05	jun/02	0,74	ago/05	0,13
mar/96	0,18	mai/99	1,1	jul/02	1,05	set/05	-0,06
abr/96	0,7	jun/99	-0,01	ago/02	-2,81	out/05	0,31
mai/96	0,99	jul/99	0,46	set/02	1,54	nov/05	0,47
jun/96	0,68	ago/99	0,51	out/02	-2,61	dez/05	0,76
jul/96	0,15	set/99	-0,3	nov/02	-1,28	jan/06	0,82
ago/96	0,19	out/99	0,08	dez/02	0,53	fev/06	0,58
set/96	0,12	nov/99	-0,64	jan/03	0,26	mar/06	0,19
out/96	0,13	dez/99	0,13	fev/03	0,1	abr/06	-0,14
nov/96	0,27	jan/00	0,7	mar/03	-0,07	mai/06	0,07
dez/96	0,1	fev/00	0,63	abr/03	-0,94	jun/06	-0,09
jan/97	-0,06	mar/00	-0,03	mai/03	1,37		
fev/97	-0,07	abr/00	0,25	jun/03	0,91		

TABELA II

Variação Real da Dívida Interna*							
jan/94	820,726	mar/97	1,483	mai/00	1,425	jul/03	2,603
fev/94	545,820	abr/97	-0,107	jun/00	0,800	ago/03	2,392
mar/94	416,927	mai/97	2,368	jul/00	1,718	set/03	0,893
abr/94	316,391	jun/97	-4,405	ago/00	0,571	out/03	0,676
mai/94	216,909	jul/97	4,390	set/00	0,877	nov/03	1,504
jun/94	149,586	ago/97	1,860	out/00	0,905	dez/03	1,736
jul/94	15,741	set/97	3,907	nov/00	0,424	jan/04	2,194
ago/94	1,316	out/97	-3,225	dez/00	2,620	fev/04	1,004
set/94	-0,273	nov/97	1,082	jan/01	3,628	mar/04	0,074
out/94	1,243	dez/97	12,281	fev/01	2,180	abr/04	1,872
nov/94	5,110	jan/98	5,545	mar/01	1,488	mai/04	1,263
dez/94	0,619	fev/98	7,625	abr/01	1,351	jun/04	0,449
jan/95	-0,445	mar/98	7,575	mai/01	3,365	jul/04	0,280
fev/95	11,346	abr/98	4,917	jun/01	3,919	ago/04	0,897
mar/95	-5,311	mai/98	2,402	jul/01	3,760	set/04	0,183
abr/95	3,527	jun/98	6,276	ago/01	3,023	out/04	0,337
mai/95	6,707	jul/98	1,410	set/01	1,160	nov/04	0,503
jun/95	11,454	ago/98	0,122	out/01	0,809	dez/04	4,198
jul/95	21,002	set/98	-10,058	nov/01	-3,217	jan/05	1,043
ago/95	16,153	out/98	3,141	dez/01	2,565	fev/05	2,153
set/95	7,859	nov/98	4,841	jan/02	4,624	mar/05	1,596
out/95	9,525	dez/98	2,065	fev/02	0,650	abr/05	-0,113
nov/95	9,591	jan/99	21,729	mar/02	0,338	mai/05	0,745
dez/95	10,132	fev/99	5,344	abr/02	0,290	jun/05	1,787
jan/96	8,924	mar/99	-5,796	mai/02	3,899	jul/05	1,236
fev/96	4,986	abr/99	-0,503	jun/02	5,778	ago/05	0,374
mar/96	1,555	mai/99	5,127	jul/02	6,664	set/05	0,750
abr/96	8,321	jun/99	1,797	ago/02	-5,045	out/05	1,779
mai/96	12,158	jul/99	3,496	set/02	9,552	nov/05	1,868
jun/96	9,211	ago/99	3,520	out/02	-1,783	dez/05	2,657
jul/96	4,453	set/99	0,066	nov/02	0,694	jan/06	2,545
ago/96	3,411	out/99	2,689	dez/02	3,889	fev/06	1,592
set/96	2,243	nov/99	-0,627	jan/03	2,216	mar/06	0,887
out/96	2,736	dez/99	1,859	fev/03	1,459	abr/06	0,332
nov/96	4,026	jan/00	3,226	mar/03	0,119	mai/06	1,252
dez/96	4,411	fev/00	3,046	abr/03	-3,942	jun/06	0,855
jan/97	2,709	mar/00	-0,250	mai/03	2,071		
fev/97	1,384	abr/00	0,927	jun/03	0,883		

* Valores deflacionados pelo IPCA

TABELA III

Necessidade de Financiamento do Setor Público - em % do PIB							
jan/94	-10,25	mar/97	-1,74	mai/00	-5,08	jul/03	-3,29
fev/94	-6,37	abr/97	-1,01	jun/00	-1,85	ago/03	-3,77
mar/94	-5,21	mai/97	-1,05	jul/00	-1,07	set/03	-5,8
abr/94	-1,1	jun/97	-2,61	ago/00	-6,69	out/03	-5,02
mai/94	-4,48	jul/97	1,22	set/00	-4,39	nov/03	-4,51
jun/94	-5,93	ago/97	-3,13	out/00	-0,88	dez/03	2,96
jul/94	-5,1	set/97	1,67	nov/00	-5,47	jan/04	-5,18
ago/94	-7,47	out/97	5,45	dez/00	3,45	fev/04	-2,6
set/94	-6,85	nov/97	0,25	jan/01	-5,95	mar/04	-7,62
out/94	-8,8	dez/97	11,45	fev/01	-3,54	abr/04	-8,69
nov/94	-1,34	jan/98	-0,31	mar/01	-6,5	mai/04	-3,97
dez/94	-2,13	fev/98	-0,66	abr/01	-8,55	jun/04	-5,21
jan/95	-6,81	mar/98	-3,56	mai/01	-3,65	jul/04	-4,39
fev/95	5,5	abr/98	-1,52	jun/01	-3,54	ago/04	-7,12
mar/95	-5,84	mai/98	0,61	jul/01	-2,68	set/04	-3,97
abr/95	-4,85	jun/98	3,71	ago/01	-3,57	out/04	-5,24
mai/95	-4,91	jul/98	-1,04	set/01	-4,45	nov/04	-4,27
jun/95	3,71	ago/98	-4,68	out/01	-2,88	dez/04	2,29
jul/95	0,05	set/98	2,83	nov/01	-2,17	jan/05	-7,47
ago/95	-0,53	out/98	1	dez/01	2,76	fev/05	-2,89
set/95	0,24	nov/98	1,95	jan/02	-5,28	mar/05	-8,4
out/95	-0,97	dez/98	0,73	fev/02	-3,16	abr/05	-10,68
nov/95	3,39	jan/99	-3,99	mar/02	-3,03	mai/05	-3,93
dez/95	5,75	fev/99	-2,95	abr/02	-8,53	jun/05	-5,77
jan/96	2,47	mar/99	-6,11	mai/02	-2,68	jul/05	-5,39
fev/96	-1,9	abr/99	-1,4	jun/02	-4,72	ago/05	-6,07
mar/96	-6,29	mai/99	-1,14	jul/02	-3,45	set/05	-4,55
abr/96	3,6	jun/99	-4,3	ago/02	-3,88	out/05	-5,02
mai/96	-0,41	jul/99	-5,94	set/02	-9,12	nov/05	-2,03
jun/96	3,49	ago/99	-5,85	out/02	-5,21	dez/05	2,9
jul/96	0,07	set/99	-7,02	nov/02	-2,51	jan/06	-1,87
ago/96	0,01	out/99	-1,77	dez/02	3,76	fev/06	-3,05
set/96	-0,31	nov/99	-0,96	jan/03	-6,96	mar/06	-8,26
out/96	-0,52	dez/99	1,97	fev/03	-6,49	abr/06	-12,16
nov/96	-0,43	jan/00	-4,8	mar/03	-5,63	mai/06	-3,66
dez/96	0,8	fev/00	-4,6	abr/03	-7,93	jun/06	-5,83
jan/97	1,12	mar/00	-6,87	mai/03	-3,3		
fev/97	-2,71	abr/00	-4,42	jun/03	-2,33		

TABELA IV

Necessidade de Financiamento do Setor Público - Valores Reais*							
jan/94	-8515,290	mar/97	-1989,521	mai/00	-7435,353	jul/03	-5101,830
fev/94	-4792,143	abr/97	-1227,559	jun/00	-2847,898	ago/03	-5843,398
mar/94	-4039,634	mai/97	-1360,907	jul/00	-1603,160	set/03	-9092,028
abr/94	-898,642	jun/97	-3536,716	ago/00	-10045,513	out/03	-8104,081
mai/94	-4069,953	jul/97	1648,156	set/00	-6266,971	nov/03	-7264,437
jun/94	-5896,632	ago/97	-4205,868	out/00	-1316,361	dez/03	4758,215
jul/94	-5845,127	set/97	2230,078	nov/00	-8310,391	jan/04	-7964,963
ago/94	-9045,202	out/97	7864,663	dez/00	5161,687	fev/04	-3753,655
set/94	-8165,815	nov/97	372,356	jan/01	-8557,463	mar/04	-11657,058
out/94	-10546,826	dez/97	16692,042	fev/01	-4890,760	abr/04	-13442,661
nov/94	-1588,344	jan/98	-415,124	mar/01	-9282,397	mai/04	-6561,375
dez/94	-2384,944	fev/98	-786,762	abr/01	-12358,847	jun/04	-8832,241
jan/95	-7620,343	mar/98	-4229,936	mai/01	-5532,596	jul/04	-7313,450
fev/95	6193,446	abr/98	-1937,384	jun/01	-5128,446	ago/04	-12005,320
mar/95	-7437,758	mai/98	843,682	jul/01	-3978,074	set/04	-6615,594
abr/95	-5910,404	jun/98	5376,656	ago/01	-5355,524	out/04	-8936,926
mai/95	-5792,678	jul/98	-1476,558	set/01	-6380,206	nov/04	-7421,978
jun/95	4389,380	ago/98	-6473,609	out/01	-4359,838	dez/04	3988,323
jul/95	62,675	set/98	3742,851	nov/01	-3385,543	jan/05	-12134,180
ago/95	-647,534	out/98	1369,629	dez/01	4184,895	fev/05	-4291,895
set/95	291,175	nov/98	2749,376	jan/02	-7685,955	mar/05	-12923,303
out/95	-1203,793	dez/98	1026,878	fev/02	-4353,152	abr/05	-17073,077
nov/95	4448,657	jan/99	-5242,908	mar/02	-4218,822	mai/05	-6567,379
dez/95	7300,398	fev/99	-3660,095	abr/02	-12457,705	jun/05	-10011,053
jan/96	2919,051	mar/99	-7879,746	mai/02	-4130,409	jul/05	-9127,059
fev/96	-2156,389	abr/99	-1870,855	jun/02	-7448,530	ago/05	-10552,037
mar/96	-7161,349	mai/99	-1591,239	jul/02	-5428,588	set/05	-7815,088
abr/96	4236,171	jun/99	-6366,255	ago/02	-6069,194	out/05	-8763,914
mai/96	-513,896	jul/99	-8295,443	set/02	-13795,738	nov/05	-3617,929
jun/96	4476,271	ago/99	-7937,601	out/02	-8341,206	dez/05	5178,571
jul/96	93,158	set/99	-8996,268	nov/02	-4080,446	jan/06	-3095,201
ago/96	12,925	out/99	-2415,967	dez/02	5906,767	fev/06	-4753,788
set/96	-391,920	nov/99	-1396,776	jan/03	-10445,727	mar/06	-13198,635
out/96	-695,841	dez/99	2918,666	fev/03	-9261,281	abr/06	-19404,773
nov/96	-588,148	jan/00	-6593,080	mar/03	-8104,270	mai/06	-6290,157
dez/96	1104,187	fev/00	-6155,959	abr/03	-11709,349	jun/06	-10444,030
jan/97	1430,059	mar/00	-9083,447	mai/03	-5077,368		
fev/97	-3152,993	abr/00	-5905,282	jun/03	-3585,125		

* Valores deflacionados pelo IPCA

TABELA V

Juro Real*							
jan/94	1,025	mar/97	1,126	mai/00	1,484	jul/03	1,880
fev/94	1,227	abr/97	0,773	jun/00	1,159	ago/03	1,429
mar/94	2,569	mai/97	1,170	jul/00	-0,299	set/03	0,893
abr/94	2,667	jun/97	1,061	ago/00	0,094	out/03	1,348
mai/94	2,722	jul/97	1,381	set/00	0,991	nov/03	1,000
jun/94	2,164	ago/97	1,606	out/00	1,146	dez/03	0,849
jul/94	0,030	set/97	1,529	nov/00	0,897	jan/04	0,504
ago/94	2,268	out/97	1,440	dez/00	0,605	fev/04	0,472
set/94	2,269	nov/97	2,869	jan/01	0,691	mar/04	0,905
out/94	0,976	dez/97	2,531	fev/01	0,553	abr/04	0,809
nov/94	1,228	jan/98	1,946	mar/01	0,875	mai/04	0,714
dez/94	2,052	fev/98	1,662	abr/01	0,603	jun/04	0,516
jan/95	1,647	mar/98	1,854	mai/01	0,923	jul/04	0,373
fev/95	2,210	abr/98	1,463	jun/01	0,749	ago/04	0,599
mar/95	2,671	mai/98	1,124	jul/01	0,166	set/04	0,918
abr/95	1,782	jun/98	1,582	ago/01	0,894	out/04	0,770
mai/95	1,537	jul/98	1,826	set/01	1,041	nov/04	0,557
jun/95	1,740	ago/98	1,996	out/01	0,699	dez/04	0,618
jul/95	1,625	set/98	2,713	nov/01	0,679	jan/05	0,799
ago/95	2,822	out/98	2,920	dez/01	0,739	fev/05	0,625
set/95	2,312	nov/98	2,755	jan/02	1,009	mar/05	0,913
out/95	1,659	dez/98	2,065	fev/02	0,885	abr/05	0,537
nov/95	1,385	jan/99	1,468	mar/02	0,767	mai/05	1,008
dez/95	1,199	fev/99	1,315	abr/02	0,678	jun/05	1,606
jan/96	1,220	mar/99	2,210	mai/02	1,202	jul/05	1,258
fev/96	1,308	abr/99	1,782	jun/02	0,905	ago/05	1,486
mar/96	1,864	mai/99	1,714	jul/02	0,341	set/05	1,149
abr/96	0,798	jun/99	1,479	ago/02	0,788	out/05	0,652
mai/96	0,783	jul/99	0,563	set/02	0,657	nov/05	0,826
jun/96	0,778	ago/99	1,003	out/02	0,332	dez/05	1,110
jul/96	0,810	set/99	1,174	nov/02	-1,436	jan/06	0,834
ago/96	1,521	out/99	0,192	dez/02	-0,350	fev/06	0,732
set/96	1,751	nov/99	0,432	jan/03	-0,273	mar/06	0,988
out/96	1,554	dez/99	0,994	fev/03	0,256	abr/06	0,866
nov/96	1,480	jan/00	0,831	mar/03	0,540	mai/06	1,180
dez/96	1,328	fev/00	1,319	abr/03	0,893	jun/06	1,397
jan/97	0,545	mar/00	1,227	mai/03	1,347		
fev/97	1,167	abr/00	0,872	jun/03	2,010		

* Valores nominais transformados em valores reais com base no IPCA

TABELA VI

Câmbio Real*							
jan/94	-1,565	mar/97	15,351	mai/00	108,065	jul/03	254,631
fev/94	-3,123	abr/97	-24,212	jun/00	-137,094	ago/03	-22,857
mar/94	1,214	mai/97	23,59	jul/00	-115,326	set/03	-125,443
abr/94	-0,221	jun/97	-3,558	ago/00	61,833	out/03	-200,674
mai/94	-0,069	jul/97	31,441	set/00	71,813	nov/03	218,14
jun/94	-1,62	ago/97	79,273	out/00	298,403	dez/03	-168,493
jul/94	-1362,319	set/97	35,823	nov/00	176,561	jan/04	58,49
ago/94	-254,739	out/97	30,983	dez/00	-50,587	fev/04	-95,123
set/94	-220,533	nov/97	37,383	jan/01	14,835	mar/04	-44,113
out/94	-95,045	dez/97	11,518	fev/01	225,981	abr/04	63,587
nov/94	-76,856	jan/98	-3,281	mar/01	384,882	mai/04	380,934
dez/94	-58,733	fev/98	9,332	abr/01	30,927	jun/04	-81,889
jan/95	-80,475	mar/98	20,84	mai/01	539,999	jul/04	-183,61
fev/95	5,36	abr/98	29,568	jun/01	-187,812	ago/04	-222,636
mar/95	144,16	mai/98	2,788	jul/01	178,282	set/04	-217,536
abr/95	-15,53	jun/98	52,576	ago/01	250,123	out/04	-35,657
mai/95	-93,643	jul/98	77,483	set/01	344,302	nov/04	-301,42
jun/95	-15,153	ago/98	340,896	out/01	27,878	dez/04	-196,46
jul/95	-25,046	set/98	122,978	nov/01	-426,905	jan/05	-107,287
ago/95	30,782	out/98	60,885	dez/01	-538,632	fev/05	-108,511
set/95	-33,897	nov/98	89,826	jan/02	243,362	mar/05	132,53
out/95	-24,146	dez/98	22,134	fev/02	-239,613	abr/05	-317,093
nov/95	-39,732	jan/99	3728,065	mar/02	-102,946	mai/05	-370,935
dez/95	-37,094	fev/99	149,491	abr/02	48,563	jun/05	-224,641
jan/96	-30,459	mar/99	-842,957	mai/02	540,605	jul/05	116,487
fev/96	-22,549	abr/99	-264,091	jun/02	870,669	ago/05	-110,351
mar/96	2,674	mai/99	270,127	jul/02	883,337	set/05	-469,361
abr/96	-35,599	jun/99	205,816	ago/02	-757,439	out/05	39,687
mai/96	-28,178	jul/99	1,115	set/02	1636,747	nov/05	-170,852
jun/96	-26,897	ago/99	418,037	out/02	-334,462	dez/05	418,97
jul/96	-20,52	set/99	1,836	nov/02	-80,925	jan/06	-372,168
ago/96	8,589	out/99	18,587	dez/02	-159,287	fev/06	-286,714
set/96	26,292	nov/99	-128,28	jan/03	-75,762	mar/06	90,765
out/96	22,859	dez/99	-472,11	fev/03	-19,815	abr/06	-333,873
nov/96	17,042	jan/00	7,964	mar/03	-319,569	mai/06	910,356
dez/96	8,849	fev/00	-177,949	abr/03	-750,612	jun/06	-722,842
jan/97	-24,56	mar/00	-116,291	mai/03	125,032		
fev/97	1,08	abr/00	209,826	jun/03	-353,67		

* Valores nominais transformados em valores reais com base no IPCA