

1290000625



IE

TCC/UNICAMP So89d

Universidade Estadual de Campinas  
Instituto de Economia

Monografia



*“A Dívida Mobiliária Federal no Brasil e a Política Econômica  
Recente, num Contexto de Abertura”*

Autor: Leonardo Antônio Onofre de Souza

Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff das Chagas Cruz

Banca: Prof. Dr. Sérgio Prado

Campinas, novembro de 1997

TCC/UNICAMP  
So89d  
IE/625

**CEDOC/IE**

Este trabalho contou  
com o apoio do CNPq.

## ÍNDICE

Apresentação .....	1
<b>CAP. 1: A Dívida Mobiliária Federal Brasileira na Década de 80</b>	
1. Introdução .....	4
2. O desequilíbrio financeiro do Governo nos anos 80	
2.1. Os choques externos e seus impactos sobre a economia brasileira .....	5
2.2. O condicionamento da política econômica .....	7
2.3. Os impactos dos choques externos e da política de ajuste sobre as finanças do Governo .....	13
3. A dívida mobiliária federal como fonte de instabilidade macroeconômica	
3.1. O caráter financeiro do endividamento interno do Governo .....	21
3.2. A <i>moeda</i> indexada .....	24
4. Conclusão .....	28
<b>CAP. 2: As Principais Mudanças na Política Econômica Brasileira no Período 1990/96</b>	
1. Introdução .....	29
2. O contexto internacional.....	30
3. A política econômica do Governo Collor .....	32
3.1 Os Planos Collor I e II .....	32
3.2 O período do Ministro Márcilio Marques Moreira.....	37
3.3. As mudanças no setor externo .....	40

4. A política econômica do Plano Real.....	44
4.1. O período de implantação .....	45
4.2. O arranjo câmbio-juros do período pós-Real.....	48
5. Conclusão .....	52
<b>CAP. 3: A Evolução da Dívida Mobiliária Federal no Período 1990/96: Características, Determinantes e Conseqüências</b>	
1. Introdução .....	54
2. Principais efeitos da política econômica sobre a Dívida Mobiliária Federal	
2.3. O período do Governo Collor .....	55
2.4. O período do Plano Real .....	58
3. Principais efeitos do crescimento recente da Dívida Mobiliária Federal sobre as finanças do Governo.....	63
4. Conclusão .....	69
Conclusão .....	71
Apêndice Estatístico .....	74
Bibliografia .....	87

## Apresentação

A emissão regular de dívida pública tornou-se possível no Brasil graças às reformas financeiras de 1964/66, com a criação da ORTN. Entretanto, foi na década de 80 que o comportamento da dívida interna mobiliária federal ganhou uma atenção especial por parte não só da academia como de analistas em geral da economia brasileira. Tal interesse decorreu da importância que o endividamento interno passou a ter para o financiamento do setor público, após a crise da dívida externa, e da posição central que os títulos federais passaram a ocupar no contexto de crescente instabilidade monetária que caracterizou o país na década passada.

Nesse período, o Brasil, a exemplo de toda a América Latina, enfrentou um contexto de profunda escassez de divisas, em decorrência da suspensão dos fluxos de recursos externos para a região. Essa condição impôs um virtual fechamento da economia nacional tanto do lado comercial quanto financeiro; tentava-se assim evitar a saída de moeda estrangeira do país. Paralelamente eram crescentes as dificuldades de combate à aceleração inflacionária, diante do condicionamento da política econômica ao objetivo de geração de superávits comerciais, com vistas à obtenção de divisas para o pagamento do serviço da dívida externa. Contribuíam ainda para o aprofundamento da desorganização da

economia nacional as dificuldades financeiras cada vez maiores do setor público.

Foi nesse contexto dos anos 80, portanto, que se deu o crescimento acelerado e significativo do estoque de dívida mobiliária do Governo e a posterior perda de funcionalidade dos títulos públicos federais. Estes vieram a se tornar um importante fator de agravamento da instabilidade macroeconômica, uma vez tendo o Governo perdido o controle do ritmo e montante do seu endividamento interno.

A década de 90, todavia, tem se caracterizado por elementos consideravelmente distintos no que diz respeito às relações do país com o exterior e até mesmo no que se refere à manutenção da estabilidade monetária na economia nacional. O Brasil vive hoje um processo de crescente integração comercial e financeira com a economia mundial e a atual política econômica tem obtido um claro sucesso no combate à inflação por um período de tempo inédito na história dos planos de estabilização brasileiros.

A percepção de mudanças expressivas em fatores que tiveram grande influência sobre a evolução da dívida mobiliária, na década passada, suscita algumas perguntas quanto às possíveis alterações ocorridas na dinâmica do endividamento interno federal. Nesse novo contexto de baixas taxas de inflação e retomada do acesso a fluxos de recursos externos, qual tem sido o comportamento da dívida mobiliária federal? Como essas novas condições têm influenciado a evolução do passivo interno do Governo? Quais os novos

problemas que surgem daí e quais as perspectivas para o futuro próximo? Ademais, em que a evolução recente dessa dívida atrapalha ou contribui para a consolidação da estabilidade monetária na economia brasileira, no âmbito do plano de estabilização em curso no país?

É, portanto, com o objetivo de lançar alguma luz sobre as respostas a essas questões que o presente trabalho se propõe a esclarecer os principais impactos da política econômica aplicada no país no período 1990/96 sobre a dívida interna mobiliária federal.

O texto está dividido em quatro partes, além dessa apresentação. Na primeira delas, retomam-se os principais pontos acerca do comportamento da dívida na década de 80, salientando a influência da política econômica da época sobre a evolução do endividamento interno federal. O *Capítulo 2* apresenta as principais mudanças ocorridas na política econômica aplicada no país nos seis primeiros anos da década de 90, ressaltando os seus efeitos sobre a dívida mobiliária do Governo. Em seguida, passa-se a uma apresentação e análise das inflexões mais significativas sofridas pelo comportamento da dívida mobiliária do Governo no período em questão. Discutem-se ainda os principais problemas decorrentes do comportamento recente do endividamento interno federal para a consolidação da estabilidade econômica no Brasil, no âmbito da política do Plano Real. Por fim, são listadas as conclusões do trabalho e as perspectivas para o comportamento futuro da dívida.

## Capítulo 1: A Dívida Mobiliária Federal Brasileira na Década de

80

### 1. Introdução

Nos anos 80, a dinâmica da economia brasileira esteve particularmente submetida a condicionalidades impostas pelo esforço de enfrentamento das dificuldades no seu setor externo e por recorrentes tentativas mal sucedidas de controle da inflação. Dentre os diversos elos de ligação existentes entre os desequilíbrios externos e a instabilidade monetária brasileira, característica do período, destaca-se a profunda crise fiscal-financeira na qual mergulhou o Estado já nos primeiros anos da década passada. Surpreendido pela elevação brutal das taxas de juros internacionais e posteriormente pela ruptura definitiva do seu padrão de financiamento, baseado em créditos externos, o Estado brasileiro viu seu desequilíbrio financeiro aprofundar-se ao longo dos anos. Contribuiu para isso não só a suspensão do seu endividamento em moeda estrangeira mas também a política econômica implementada visando o ajuste das contas externas do país.

O agravamento da fragilidade financeira do Governo refletiu-se particularmente no aumento rápido da dívida mobiliária federal em poder do público. Diante de crescentes encargos financeiros, decorrentes da incidência de altas taxas de juros sobre um estoque considerável de dívida interna, criou-se um círculo vicioso em torno dos títulos federais que transformou o passivo mobiliário do Governo numa fonte importante de instabilidade monetária. Tendo esses títulos assumido a forma de uma *moeda indexada*, o caráter financeiro do endividamento público implicou uma perda de graus de liberdade por parte do Governo quanto ao manejo da política monetária.

O objetivo desse capítulo introdutório é, portanto, apresentar os traços mais importantes do processo que resultou na transformação da dívida mobiliária



federal num dos principais obstáculos à estabilização da economia brasileira na década de 80, marcada por um contexto de profunda restrição de divisas.

O capítulo está dividido em três seções, além dessa introdução. A primeira delas trata do desequilíbrio financeiro do Governo nos anos 80, decorrente do segundo choque dos juros e dos impactos da política econômica adotada para o ajuste do setor externo do país. Na segunda seção, aborda-se o crescimento da dívida mobiliária federal, nos anos 80, e o surgimento da *moeda indexada*. A última seção apresenta as conclusões do capítulo, enfatizando os principais problemas referentes à dívida do Governo a serem legados à década de 90

## **2. O Desequilíbrio Financeiro do Governo nos Anos 80**

### **2.1 Os choques externos e seus impactos sobre a economia brasileira**

Depois de um longo período de endividamento externo, a inserção internacional da economia brasileira, tanto do ponto de vista comercial quanto financeiro, a colocava numa posição de alta vulnerabilidade a choques externos. A estrutura do comércio exterior do país e o padrão de financiamento da economia, alicerçado sobre recursos em moeda estrangeira, condicionavam, em grande medida, o bom desempenho do setor externo nacional ao crescimento das economias centrais e a influxos líquidos contínuos de divisas, através da Conta de Capitais.

No início dos anos 80, tal vulnerabilidade deixou de ser apenas uma ameaça para tornar-se um problema concreto, na forma de uma deterioração persistente das contas externas brasileiras, tanto do lado das despesas quanto das receitas do país em moeda estrangeira.

O problema do Balanço de Pagamentos (BP) começou a agravar-se já no período 79/80, com a elevação significativa do preço do petróleo no mercado internacional e o choque dos juros decorrente da política monetária norte-

americana de valorização do dólar. O impacto negativo desses dois fatos sobre a economia brasileira foi ainda potencializado pelo tipo de inserção do país no cenário mundial.

Do lado comercial, o Brasil apresentava, no início dos anos 80, um baixo coeficiente de exportações sobre o PNB (8%), sendo essas fortemente dependentes do desempenho de produtos primários e seus derivados. Quanto às importações, apesar de também ser pequeno seu coeficiente sobre o PNB (9%), sua pauta era significativamente rígida, estando 90% dela comprometida com insumos indispensáveis à produção.

Diante dessa estrutura do comércio exterior brasileiro, a recessão mundial, gerada pela política de valorização do dólar e pelo segundo choque do petróleo, teve um impacto desfavorável sobre os termos de troca da economia nacional, em consequência do aumento significativo do preço das suas importações (principalmente por causa do petróleo), num momento de queda do preço das suas exportações, cuja composição era mais vulnerável a choques recessivos na economia internacional. Ademais, o atrelamento da moeda nacional ao dólar fez com que também o cruzeiro se valorizasse frente às outras moedas, o que prejudicou ainda mais a venda dos produtos brasileiros no mercado mundial.

Do lado financeiro, o agravamento das dificuldades externas do país se deu por conta do aumento significativo das taxas reais de juros internacionais, resultado da *política do dólar forte*, aplicada pelo Banco Central norte-americano, no início dos 80. O propósito dessa política era o de restaurar a posição de liderança dos EUA na economia mundial, por meio principalmente da recuperação da hegemonia da sua moeda como padrão internacional<sup>1</sup>. Logo, em função das medidas adotadas pelo FED, as taxas reais de juros internacionais saíram de um patamar de 1%-1,5% a.a., vigente entre 1978 e 1980, para a faixa de 7%-8% a.a. em 1981-1982. Isso provocou uma elevação considerável e

---

<sup>1</sup>Os principais impactos da *política do dólar forte* que contribuíram para a retomada da supremacia norte-americana na economia mundial estão presente em Tavares (1985).

imediate do serviço da dívida externa brasileira, que, nesse momento, estava em grande parte contratada a taxas de juros flutuantes<sup>2</sup>.

Apesar das dificuldades crescentes quanto às contas do BP, a explicitação da crise financeira externa da economia brasileira só se deu efetivamente em agosto de 1982, com a suspensão do financiamento internacional pelos bancos privados, uma vez declarada a moratória do México. A partir daí, os poucos recursos provenientes de fontes privadas decorreram do processo de renegociação da dívida, restringindo-se a montantes mínimos que impedissem que o país declarasse unilateralmente a moratória, a exemplo do México. Isso representou a ruptura do padrão de financiamento da economia brasileira, até então baseado em créditos externos obtidos junto ao sistema bancário privado internacional.

Em suma, as características do setor externo brasileiro, no início da década de 80, potencializaram os efeitos negativos dos choques de preços internacionais sobre as contas do BP brasileiro. A deterioração dos termos de troca e o aumento das taxas de juros internacionais implicaram uma significativa e rápida elevação da dívida externa, aprofundando a dependência do país em relação aos fluxos de recursos externos. Com a suspensão do financiamento dos bancos privados, no final de 1982, explicitou-se definitivamente a grande fragilidade externa da economia brasileira.

A partir de então, o contexto de restrição cambial daí decorrente passou a ser o principal fator condicionante da condução da política econômica brasileira ao longo de todo o restante da década de 80.

## **2.2. O condicionamento da política econômica brasileira**

Diante da suspensão dos créditos externos, logo após a moratória mexicana, a prioridade absoluta da política econômica brasileira passou a ser a

---

<sup>2</sup>Para uma apresentação da evolução das condições dos empréstimos externos brasileiros, ao longo da década de 70 até a *crise da dívida*, ver Davidoff Cruz (1984).

obtenção de divisas a qualquer custo. Para enfrentar o problema cambial, o Governo aprofundou o uso da política econômica como instrumento de estímulo às exportações e de contenção das importações, de maneira a gerar saldos líquidos positivos no comércio exterior do país e obter assim os recursos necessários para o pagamento dos compromissos externos.

Esse condicionamento da política econômica interna ao novo contexto de escassez de divisas tomou a forma de uma programação do setor externo *ao contrário*. O planejamento da economia brasileira para o ano de 1983, segundo Baer, exemplifica esse processo de inversão de prioridades:

"Não se partiu das estimativas de necessidades de importação para dada taxa de crescimento do produto interno e de projeções de exportações para determinar o saldo comercial esperado, adicionando-se os serviços fatores e não-fatores para chegar ao déficit em transações correntes, discutindo-se então as formas de financiá-lo (...). De modo inverso, tomou-se como ponto inicial a cifra de US\$ 10,6 bilhões (...) como limite máximo de financiamento ao Brasil, adicionou-se uma estimativa de US\$ 3,5 bilhões de investimento direto e crédito de fornecedores, e chegou-se à previsão de US\$ 14,1 bilhões de ingressos via conta de capital. Como as amortizações previstas eram da ordem de US\$ 7,2 bilhões, obteve-se um superávit na conta de capital da ordem de US\$ 6,9 bilhões, Dado que não era possível contar com perdas adicionais de reservas, àquela altura virtualmente esgotadas, estes US\$ 6,9 bilhões deveriam ser o déficit máximo permissível em transações correntes. Uma vez que o déficit na conta de serviços foi estimado em US\$ 12,9 bilhões, a diferença de US\$ 6 bilhões teria que ser obtida através de um superávit na balança comercial" (BAER, 1993: 85).

A geração desses superávits comerciais foi perseguida especialmente por meio de três ações: uma política monetária contracionista, uma política cambial agressiva e um conjunto de subsídios destinados ao setor exportador.

A política econômica então aplicada seguiu os moldes da estratégia de ajuste do Balanço de Pagamentos apregoada pelo FMI, ao qual coube a

supervisão da economia brasileira após a interrupção do financiamento externo voluntário, como condição imposta pelos bancos credores para o fornecimento de recursos adicionais para viabilizar a rolagem da dívida. Sem uma base financeira adequada e tendo sido criado com o objetivo de solucionar desequilíbrios temporários de BP, no caso brasileiro da década de 80, “a função efetiva do FMI acaba sendo a de conferir um caráter supostamente supranacional e uma aparência de neutralidade e racionalidade ao gerenciamento da crise financeira internacional” (BATISTA JR., 1988: 216).

O diagnóstico tradicional do FMI para os déficits no BP era um excesso de demanda interna sobre os recursos disponíveis localmente, sendo essa diferença dada justamente pelo volume de poupança externa absorvida pelo país. Seu discurso pregava a busca do equilíbrio das contas externas por meio de uma contração da demanda interna. Argumentava o FMI que a via recessiva resultaria numa diminuição do volume de importações e num aumento do excedente exportável, em decorrência da redução da atividade econômica, ao mesmo tempo em que o arrocho salarial daí decorrente viabilizaria um ganho de competitividade dos produtos nacionais no mercado mundial, proporcionando um aumento das exportações brasileiras e a retomada do equilíbrio no BP do país<sup>3</sup>.

O FMI defendia ainda que essa política seria simultaneamente adequada para o combate da inflação, uma vez que, segundo ele, o aumento persistente dos preços internos brasileiros decorria de um excesso de moeda em circulação na economia, em consequência dos recorrentes déficits registrados pelo setor público<sup>4</sup>.

Ainda segundo a visão do FMI, o principal instrumento para a implementação da sua política de ajuste era o estabelecimento de limites ao crédito interno. Os economistas do Fundo acreditavam que o nível de demanda

---

<sup>3</sup>Uma visão crítica da política de ajuste das contas externas brasileiras defendida pelo FMI pode ser encontrada em BACHA (1983).

<sup>4</sup>Uma análise da adequabilidade de uma política gradualista, como pregava o FMI, para o combate da inflação brasileira na década de 80 está em Rezende (1989).

agregada seria exclusivamente determinado por variáveis monetárias, em função de uma relação estável entre a demanda por moeda e a demanda por bens. Controlando o crédito interno líquido das autoridades monetárias, esperava o FMI que a oferta de moeda variasse consoante o comportamento das reservas internacionais, aumentando quando melhorasse o desempenho externo do país e diminuindo no caso de resultados negativos no BP. Em outras palavras, acreditava-se que esse arranjo garantia que as variações da oferta monetária, e conseqüentemente o comportamento da demanda interna, segundo o discurso do FMI, ocorreriam de acordo com a manutenção do equilíbrio das contas externas do país.

No caso brasileiro, a aplicação de uma política monetária contracionista, nesse período, privilegiou a clássica utilização das operações de dívida pública interna através do mercado aberto, o que, associado ao racionamento do crédito bancário, elevou significativamente as taxas de juros da economia como um todo. O recurso à emissão de títulos públicos tinha o intuito não só de conter as pressões expansionistas decorrentes dos superávits comerciais obtidos pelo setor externo mas principalmente o de ser uma importante fonte de canalização de recursos para o Governo, num momento de ruptura do seu antigo padrão de financiamento. Como será mostrado mais adiante, essa dupla funcionalidade do endividamento mobiliário federal foi o principal responsável pelo primeiro grande impulso do crescimento dessa dívida como conseqüência dos impactos da *crise da dívida externa* sobre a economia nacional.

As críticas quanto ao *enfoque monetário do balanço de pagamentos* avolumaram-se ao longo da vigência dessa política econômica, enfatizando a inutilidade do seu caráter recessivo para solucionar problemas de desequilíbrios estruturais. Uma dos críticos notou que

“como parte do déficit [externo] são juros, que não podem ser reduzidos, o esforço recai inteiramente sobre o balanço comercial, num contexto de prazos e recursos insuficientes para garantir a manutenção do nível de emprego. A elevação da taxa

de juros, associada ao estreitamento da liquidez interna, desequilibra as contas patrimoniais do setor público, ampliando seu passivo sem contrapartida ativa, pois os movimentos de juros internos, num quadro de incerteza no mercado internacional e moeda nacional inconvertível, não atraem recursos de fora.” (TEIXEIRA, 1991: 108)

Como os efeitos da política monetária sobre os resultados do BP precisariam de um certo tempo para se fazer sentir, adotou-se paralelamente uma política cambial claramente favorável ao setor exportador, de maneira a apressar a obtenção de grandes superávits na Balança Comercial brasileira. Em fevereiro de 1983, foi decretada uma maxidesvalorização de 30% da moeda nacional frente ao dólar, sendo o nível da taxa real de câmbio mantido, a partir daí, com pequenas alterações até o final de 1985. Num estudo sobre a evolução da taxa de câmbio brasileira em relação ao dólar, Simonsen percebeu que "o período em que a moeda nacional esteve mais desvalorizada em termos reais foi o triênio 1983-85, quando a crise da dívida externa interrompeu o fluxo de entradas de capitais, obrigando o país a equilibrar a conta corrente internacional" (SIMONSEN, 1995: 81-2). O recurso intenso à desvalorização da taxa de câmbio como instrumento de captação de divisas, nesse período, justificou-se pelo fato de que, “na medida em que a taxa de investimentos é baixa e, conseqüentemente, outros determinantes fundamentais de competitividade não se desenvolvem, a desvalorização cambial passa a ser um fator básico de performance das exportações" (BAER, 1993: 165).

Vale observar aqui que a aplicação de uma política cambial ativa resulta num aumento da contrapartida da dívida externa em moeda local, o que pode ser um foco de grandes pressões por parte dos setores endividados em dólar contra a adoção dessa estratégia de geração de saldos comerciais. No caso brasileiro, entretanto, essas pressões foram contidas por meio de mecanismos institucionais que permitiram ao setor privado a transferência da maior parte da sua dívida em moeda estrangeira para as Autoridades Monetárias. Já desde o momento de elevação das taxas de juros internacionais,

“as empresas privadas fugiram não só dos novos contratos mas também dos velhos, ou seja, daqueles assumidos ao longo dos anos setenta e com parcelas ainda a vencer. Por esse período, e notadamente nos momentos que antecederam as máximas valorizações do cruzeiro, os mecanismos hedge (Instrução nº 432 e Circular nº 230) foram largamente utilizados e constituíram importante peça no ajuste financeiro realizado pelos capitais privados.” (DAVIDOFF CRUZ, 1993: 13)

Como será detalhado na seção seguinte, esses mecanismos foram responsáveis por uma elevação significativa do estoque de dívida externa sob responsabilidade do Governo. Diante da concentração desse estoque no setor público, as resistências ao uso do câmbio para beneficiar o comércio exterior do país foram consideravelmente diminuídas.

Quanto à política fiscal, esse período caracterizou-se pela aplicação de uma estratégia convencional de corte nos gastos e tentativa de aumento das receitas. A contenção das despesas se deu principalmente por meio da diminuição dos investimentos do setor público, o que motivou a queda também do investimento privado e contribuiu para o aprofundamento do quadro recessivo. Do lado das receitas, a criação de novas taxas e impostos foi contrabalançada pela menor atividade econômica, fazendo com que o resultado efetivo de todo esse ajuste fiscal fosse pouco relevante. Ademais, o setor mais dinâmico da economia, naquele momento, qual seja o setor exportador, era justamente o mais beneficiado pelo arsenal de subsídios do Governo, o que conferiu ao mecanismo de renúncia fiscal uma certa relevância quanto à obtenção de resultados pouco significativos para as receitas do Governo.

A aplicação dessa política econômica, juntamente com a retomada do crescimento nas economias centrais a partir de meados de 1983 e o amadurecimento de investimentos substituidores de importação, realizados por ocasião do II PND, viabilizou o equilíbrio das contas externas nacionais já em



1984<sup>5</sup>. Face à excepcional *performance* da Balança Comercial brasileira naquele ano, o país chegou mesmo a recompor o nível de suas reservas internacionais. Com as Transações Correntes apresentando um saldo positivo pela primeira vez, desde meados de 1960 (em torno de US\$ 500 milhões), o Brasil converteu-se em exportador líquido de capitais e iniciou uma longa fase de transferências líquidas de recursos para o exterior.

Mostrou-se aqui então que a dívida externa e seu serviço financeiro subordinaram a gestão da política econômica brasileira às necessidades de superação do desequilíbrio das contas do BP, diante do corte abrupto do crédito internacional, no final de 1982. A internalização dos choques externos do começo da década implicou uma política monetária de altas taxas de juros e de restrição ao crédito e uma política cambial baseada na desvalorização da moeda nacional frente à(s) moeda(s) divisa(s).

Apesar de ter sido eficiente quanto ao ajustamento do fluxo do comércio exterior, essa política econômica teve efeitos fortemente negativos sobre a situação financeira do setor público, já deteriorada pelo impacto direto do choque dos juros internacionais sobre seu passivo externo. Por meio dos choques externos e da política de ajuste do BP, portanto, a vulnerabilidade externa da economia brasileira se transformou num agravamento dos desequilíbrios financeiros do Governo.

### **2.3. Os impactos do choque externo e da política de ajuste sobre as finanças do Governo**

Além do contexto de restrição cambial, uma outra característica marcante da economia brasileira, nos anos 80, foi a profunda crise fiscal-financeira na qual mergulhou o Estado, após a suspensão dos fluxos de créditos externos para o

---

<sup>5</sup>Uma discussão acerca da natureza dos superávits comerciais brasileiros na década de 80 pode ser encontrada em Carneiro (1991).

país. A eclosão de *crise da dívida externa* foi prejudicial para o setor público particularmente porque ela representou a ruptura do seu padrão de financiamento, num momento em que detinha um grande e crescente volume de dívida em moeda estrangeira.

A participação do setor público no estoque da dívida externa brasileira adquiriu uma trajetória crescente a partir de meados da década de 1970 e aprofundou-se no contexto da renegociação da dívida junto aos bancos credores uma vez interrompido o fornecimento voluntário de recursos externos. Conhecido como o *processo de estatização da dívida externa brasileira*, esse acúmulo significativo da dívida no Governo foi um dos principais fatores de desorganização das finanças públicas na década de 80.

O processo de estatização da dívida externa brasileira pode ser dividido em duas fases. A primeira delas compreende, a grosso modo, a segunda metade da década de 70. Por um lado, percebe-se, nesse período, uma contratação de empréstimos em moeda estrangeira relativamente decrescente por parte do setor privado, reflexo da cautela dos agentes diante principalmente da desaceleração da taxa de crescimento do produto<sup>6</sup>. Na medida em que essa desaceleração repercutiu negativamente sobre o volume de inversões do setor privado, diminuiu a sua demanda por crédito, levando-o a reduzir, em termos relativos e de maneira progressiva, suas captações em moeda estrangeira. Com o impacto do choque dos juros e do segundo choque do petróleo, no início dos anos 80, agravou-se ainda mais o movimento de retração das captações privadas, em decorrência da instabilidade observada nas regras estabelecidas pelas autoridades governamentais em relação à área cambial, o que elevou sobremaneira o grau de incerteza quanto à contratação de empréstimos externos.

Acontece, entretanto, que a inflexão no comportamento dos capitais privados quanto ao endividamento em moeda estrangeira se deu num momento de

---

<sup>6</sup>Para uma análise do comportamento do setor privado quanto aos empréstimos externos no período, ver Davidoff Cruz (1984), em especial o capítulo 3.

aumento das necessidades de divisas, em função dos déficits expressivos que o país passou a registrar no seu balanço de mercadorias e serviços produtivos. Como já foi mostrado, a quadruplicação do preço do petróleo, ocorrida em fins de 1973, repercutiu diretamente sobre o valor das importações brasileiras, além de ter contribuído significativamente para a queda no ritmo de crescimento do volume exportado pelo país e para a deterioração dos seus termos de intercâmbio, na medida em que impôs uma conjuntura recessiva à economia mundial.

Entretanto, a estratégia adotada pelo Governo brasileiro, diante desses desequilíbrios, não foi a de tomar medidas efetivamente consistentes para enfrentar os problemas no BP, diminuindo sua dependência de recursos externos. Tal postura decorreu da idéia difundida naquele momento de que o choque do petróleo era apenas um acontecimento transitório e, por isso, os desequilíbrios externos então vividos pela economia brasileira seriam igualmente temporários. Ao invés disso, optou-se por um aprofundamento do endividamento externo, agora liderado pelo setor público, por meio das empresas estatais. Os recursos advindos desses novos empréstimos externos seriam usados para a implementação do II PND, o qual, segundo o discurso do Governo, levaria o país, em pouco tempo, ao rol das economias avançadas e à superação definitiva das dificuldades do seu setor externo.

O II PND compreendia um conjunto de grandes projetos de investimento público, principalmente nas áreas de infra-estrutura e insumos básicos. Demandava, assim, a mobilização de vultosos recursos particularmente por parte das empresas estatais, a quem caberia a tarefa de liderar a concretização do plano, puxando consigo os outros segmentos de capitais da economia<sup>7</sup>.

Vale notar que os recursos para as inversões públicas vieram principalmente do crédito externo, em decorrência não tanto de uma lógica microempresarial mas principalmente pela funcionalidade desse arranjo para os

---

<sup>7</sup> Castro (1985) apresenta uma perspectiva geral e otimista do II PND. Para uma visão crítica desse conjunto de medidas, ver Lessa (1977).

objetivos macroeconômicos do Governo. O uso de recursos externos para o financiamento dos investimentos das estatais, naquele momento, viabilizava a contenção dos preços e tarifas dos bens e serviços ofertados pelas empresas públicas, o que contribuía para a política vigente de combate à inflação, ao mesmo tempo em que reservava o crédito interno para o capital privado nacional, o outro segmento de importância fundamental na lógica do II PND. Além disso, esse processo de endividamento externo das estatais proporcionava o ingresso das divisas tão necessárias para o enfrentamento dos desequilíbrios externos do país, compensando o movimento de retração das captações privadas em moeda estrangeira<sup>8</sup>.

Portanto, em função dos montantes significativos de recursos externos contratados pelas empresas estatais para a implementação dos projetos relativos ao II PND, paralelamente a uma cautela crescente por parte dos agentes privados quanto à captação de empréstimos junto aos bancos internacionais, foi aumentando continuamente a participação do setor público no estoque da dívida externa brasileira, ao longo da segunda metade da década de 70 e início dos anos 80. Em suma:

"é possível perceber que a progressiva 'estatização' da dívida externa brasileira vai se impondo como resultado de um fenômeno que começa a se manifestar já por meados dos anos setenta e que se intensifica ao final da década: necessidades crescentes de recursos externos - primeiro em função dos desequilíbrios da conta de mercadorias e serviços produtivos e, depois, das determinações financeiras expressas no movimento cumulativo da dívida - combinadas com a ausência de agentes privados dispostos a realizar tomadas, nos volumes requeridos, junto ao sistema financeiro internacional. É essa assimetria, progressivamente agravada pela desaceleração do crescimento, que determina, em última instância, a 'estatização' da dívida externa brasileira" (DAVIDOFF CRUZ, 1984: 118).

---

<sup>8</sup> Ver Goldenstein (1994), capítulo 2, para uma discussão acerca da funcionalidade do II PND para o manutenção dos fluxos de recursos externos para o país.

Após a elevação brusca das taxas de juros internacionais, aprofundou-se ainda mais o uso das empresas estatais para a captação de recursos externos, diante do aumento súbito e significativo do serviço da dívida, já então concentrada no setor público, e da forte retração dos empréstimos contratados pelo setor privado.

A segunda fase do processo de estatização da dívida externa teve início por época do choque dos juros e do segundo choque do petróleo, na passagem dos anos 70 para os 80. Afora os mecanismos de "estatização" herdados do período anterior, o aumento da participação do setor público no estoque de dívida externa decorreu, nessa fase, do endividamento da própria Autoridade Monetária. O Banco Central se tornou depositário crescente de passivos em moeda estrangeira por meio da transferência de dívidas originalmente contratadas pelo setor privado e dos depósitos de projetos, criados por ocasião das negociações acerca da dívida externa, uma vez suspensas as linhas voluntárias de crédito.

A transferência de dívidas velhas dos agentes privados para o Banco Central foi possível em função da existência de mecanismos de defesa contra o risco cambial, colocados à disposição do setor privado pelo próprio Banco, sob a forma de depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME). Criado com o objetivo de estimular as captações privadas de recursos externos, os DRME correspondiam à possibilidade dos agentes privados depositarem, em moeda nacional, o montante equivalente às parcelas ainda a vencer do seu estoque de dívida externa, transferindo para a autoridade monetária também as obrigações contratuais e os custos cambiais referentes ao montante.

O último canal de estatização da dívida externa brasileira correspondeu aos depósitos de projetos. Em meio às negociações relativas ao giro da dívida, ficou acordado que parte das divisas necessárias seriam fornecidas ainda pelos bancos internacionais, sob a forma de empréstimos que seriam concedidos sem a prévia definição de um mutuário final. Durante o período de depósito, caberia ao Banco Central a responsabilidade dos encargos contratuais, havendo também a

possibilidade do banco credor aplicar os recursos depositados em operações de crédito, no caso de surgirem tomadores finais internos (operações de *relendig*). Parte significativa desses recursos terminou sendo reemprestada às empresas estatais, então submetidas a graves desequilíbrios financeiros, em decorrência dos impactos da elevação dos juros internacionais sobre seu estoque de dívida externa. Uma outra parte permaneceu longamente depositada junto ao Banco Central, que assumiu o papel de tomador final desses recursos. O saldo final desse mecanismo foi a culminância do processo de estatização da dívida externa brasileira. Percebe-se com isso que “a estatização da dívida externa constituiu um poderoso instrumento de socialização do ônus da crise, de comprometimento dos fundos públicos a favor da preservação do capital bancário internacional e de frações privilegiadas do capital privado em operação no país” (DAVIDOFF CRUZ, 1993: 15).

Ademais, o choque internacional repercutiu sobre as condições financeiras do setor público também por meio da política econômica adotada para o enfrentamento do problema da escassez de divisas.

A política cambial agressiva, implementada de forma a ajustar o fluxo de comércio internacional à necessidade de obtenção de moeda estrangeira, gerou um forte desajuste patrimonial nesse setor. Na medida em que uma parte importante do passivo do Governo era indexado em moeda estrangeira enquanto suas receitas não o eram, a significativa desvalorização da moeda nacional frente ao dólar ocasionou um contínuo desequilíbrio de fluxos para o Governo, reflexo do crescimento equivalente da relação entre as suas despesas e suas receitas simplesmente por efeitos de indexação. Só a máxima desvalorização cambial de 30%, em fevereiro de 1983, implicou uma imediata e considerável elevação da contrapartida em moeda nacional do passivo externo sob responsabilidade do Governo, sem que do lado dos recebimentos houvesse um aumento da mesma magnitude decorrente apenas da indexação.

Dessa forma, não bastasse o choque dos juros ter elevado súbita e consideravelmente o montante da dívida externa brasileira, a política de desvalorização cambial, implementada nesse período, aprofundou a necessidade de recursos por parte do Governo, em função da elevação ainda maior do seu passivo externo expresso em moeda nacional.

Diante das suas dificuldades financeiras crescentes e da severa restrição do financiamento externo, o Governo teve que voltar-se para alternativas internas de obtenção de recursos. As dificuldades de realizar-se um efetivo e profundo ajuste fiscal levaram o Governo a fazer uso recorrente da emissão de títulos da dívida interna, por meio dos quais canalizaram-se para o setor público as receitas de exportações do setor privado. Além disso, o recurso à dívida mobiliária federal tinha um papel adicional dentro da estratégia de ajuste adotada. Ela era um instrumento importante de aplicação da política monetária contracionista em curso, ante fontes de expansão da quantidade de moeda. Estas fontes eram principalmente o desequilíbrio entre a oferta e a demanda de recursos para o refinanciamento da dívida pública externa e os encargos assumidos pelo Banco Central nesse refinanciamento. Em decorrência desses fatores, configurou-se um processo que ficou conhecido como *substituição da dívida externa por dívida interna*<sup>9</sup>. O aumento do endividamento público interno, como reflexo dos desequilíbrios financeiros do Governo, provocou uma elevação expressiva da participação da dívida mobiliária no passivo federal total. Diante da interrupção dos influxos de créditos externos, o Governo voltou-se para fontes internas de financiamento para obter os recursos necessários ao pagamento dos seus compromissos em dólar. Isso fez com que crescesse de maneira expressiva a participação da dívida mobiliária no total do endividamento federal, em detrimento das fontes de financiamento externo, caracterizando a substituição relativa de uma dívida pela outra. Como lembra um observador da época:

---

<sup>9</sup>Para um tratamento mais detalhado do *processo de substituição da dívida externa por dívida interna*, ver Cavalcanti (1988), especialmente o capítulo 2.

“Na realidade, a dívida interna crescente nada mais é do que o efeito cumulativo do *déficit financeiro* estrutural do setor público, resultante do descompasso entre as receitas geradas pelos empreendimentos financiados com endividamento externo e a evolução da própria dívida externa, inflada pela escalada dos juros entre 1979 e 1983. Enquanto essa dívida, embora crescente, era rolada e financiada por nova dívida no exterior, como ocorreu até a moratória mexicana de setembro de 1982, não produzia efeitos visíveis na dívida pública interna, que se ampliava ou contraía por outros motivos. A partir de 1983, tendo-se tornado o objetivo central da política econômica o pagamento dos encargos da dívida externa com superávit comercial, já que cessara a possibilidade de seu financiamento integral no exterior, o setor público está compelido a cobrir com recursos obtidos internamente o saldo aplicado lá fora no pagamento aos credores.” (ASSIS, 1988: 75)

Vale lembrar que o recurso à emissão recorrente de dívida interna foi uma solução duplamente conveniente para o Governo, na medida em que atendia às necessidades de financiamento do setor público e viabilizava simultaneamente a aplicação da política de ajuste, sob a forma de uma tentativa de controle dos agregados monetários. Como lembra um analista:

Na falta de recursos próprios as autoridades monetárias, para saldar seus encargos externos e os do setor público inadimplentes, trocam títulos pelos cruzeiros adicionais colocados na economia em razão do diferencial entre exportações e importações. O movimento de contração da base monetária, que deveria ser feito pelos tomadores finais dos recursos externos, no pagamento do seu serviço, acaba sendo realizado pelas autoridades monetárias, através de títulos” (BIASOTO JR., 1992: 197).

Portanto, o choque externo trouxe à tona e aprofundou a fragilidade financeira do Governo, até então camuflada pelo acesso aos recursos externos, com os quais eram rolados seus compromissos e financiada sua importante e crescente participação no setor produtivo da economia. Sendo ele o detentor da



maior parte da dívida externa brasileira, a dependência da economia nacional em relação aos recursos em moeda estrangeira era, em grande parte, reflexo do seu padrão de financiamento, baseado no acesso aos fluxos financeiros provenientes de fontes privadas internacionais. A suspensão desses fluxos representou a ruptura do seu padrão de financiamento, obrigando-o a voltar-se para fontes internas de recursos. Diante das dificuldades de se realizar um ajuste fiscal profundo, a alternativa adotada foi a emissão crescente de títulos de dívida federal, caracterizando um processo de substituição do endividamento público externo por endividamento público interno. Dessa forma, percebe-se que o aumento da dívida mobiliária do Governo foi a contraface da internalização dos choques externos do início dos anos 80 na economia brasileira.

Acontece, entretanto, que o crescimento da dívida mobiliária interna federal foi se tornando uma fonte autônoma de agravamento da instabilidade macroeconômica do país. Os efeitos da própria política econômica sobre a endividamento interno, associados a certos aspectos institucionais da administração dos títulos públicos, implicaram uma elevação descontrolada do estoque da dívida, aprofundando ainda mais a crise financeira do Estado.

O objetivo do próximo bloco é apresentar os aspectos principais da dinâmica, envolvendo a dívida interna federal, que levou a extrema fragilidade das finanças públicas a se tornar um foco de deterioração do quadro macroeconômico brasileiro.

### **3. A Dívida Mobiliária Federal Como Fonte de Instabilidade Macroeconômica**

#### **3.1. O caráter financeiro do endividamento interno do Governo**

O aumento acelerado da dívida interna federal, em função das crescentes necessidades de recursos por parte do Governo, foi dando um caráter cada vez

mais financeiro ao processo de endividamento interno do Estado. Usada também como instrumento de aplicação de uma política monetária contracionista, a emissão recorrente de títulos federais produziu uma elevação brutal da taxa de juros interna. Na suposição de que agiria como estímulo à poupança e desestímulo ao investimento, a idéia era que as taxas de juros mais altas redundasse em menores déficits em conta corrente, pelos seus efeitos sobre o resultado da Balança Comercial.

Entretanto, a incidência de uma elevada taxa de juros real sobre um estoque de dívida interna já não desprezível levou o Governo a incorrer em significativos e crescentes encargos financeiros internos já a partir de meados da década. A persistência dessa política monetária e do desajuste financeiro do setor público levou ao surgimento de um ciclo vicioso "dívida interna-juros-mais dívida interna". Ou seja:

"A compensação parcial da restrição do financiamento externo ao SPE [Sistema Produtivo Estatal] por financiamento interno (via Bacen e Tesouro) e as dificuldades de praticar um efetivo ajuste fiscal no âmbito da administração direta fizeram com que o setor público como um todo entrasse numa situação de *Ponzi finance*: o financiamento interno se fazia essencialmente através de títulos públicos, cujo custo era elevado, com o que aumentavam os encargos financeiros e o Estado expandia seu endividamento interno para cumprir com estes mesmos encargos." (BAER, 1993: 114)

Essa dinâmica perversa entre encargos financeiros e endividamento público crescentes revelava as limitações do financiamento interno, realizado a um custo elevado e sem nenhum embasamento em um projeto de reestruturação produtiva que desse a perspectiva de retomada futura de um fluxo de receitas ao Estado.

Do lado da oferta de financiamento para o Governo, percebe-se que a expansão da dívida mobiliária federal foi sustentada por recursos do setor

privado, em grande medida provenientes de receitas de exportação. Diante do quadro de gradativo aumento da instabilidade monetária e da inexistência de uma estratégia clara de reestruturação produtiva, o setor privado procurou canalizar seus recursos para aplicações financeiras que fornecessem relativamente alta rentabilidade e liquidez, em detrimento do investimento produtivo ou mesmo da aquisição de ativos reais ou fuga para o exterior. Isso especialmente porque o Governo, através da administração da sua dívida interna, abriu espaço para que o mercado financeiro passasse a oferecer alternativas de aplicações financeiras de baixo risco, liquidez elevada e rentabilidade garantida em termos reais. Com isso, o financiamento público interno foi se tornando o canal "natural" para onde fluía a poupança financeira interna do país.

Entretanto, a contrapartida dessas aplicações financeiras tão vantajosas para o sistema financeiro e seus clientes foi não só uma deterioração ainda maior das finanças do setor público como particularmente um aprofundamento da instabilidade econômica. Como o fechamento da economia protegia os produtores instalados no país da concorrência estrangeira, os oligopólios nacionais tinham significativa liberdade para realizar suas políticas de preços. Diante da incerteza crescente em decorrência da desorganização monetária, tais políticas se baseavam especialmente na elevação dos *mark-ups* e isso internalizava um mecanismo de aceleração inflacionária no processo de reprodução dos aumentos do nível de preços. Dessa forma, os anos 80 terminaram por caracterizar-se por taxas ascendentes de inflação, salvo alguns breves períodos onde se fizeram sentir os efeitos efêmeros dos planos de estabilização.

Por trás desse agravamento contínuo da instabilidade monetária na economia brasileira, encontrava-se um sofisticado aparato de indexação generalizado na economia e que chegou mesmo a atingir a própria moeda nacional, dando origem ao que ficou conhecido como *moeda indexada*. Na origem do surgimento da *moeda indexada* estavam algumas particularidades institucionais da administração da dívida mobiliária interna federal. O item

seguinte aponta a forma pela qual os títulos públicos transformaram-se numa *moeda indexada*, configurando-se esta num dos principais obstáculos à retomada da estabilidade monetária na economia brasileira.

### **3.2. A moeda indexada**

Por *moeda indexada*, entenda-se um sistema de depósitos à vista remunerados à taxa do *Overnight* e com um compulsório de 100%, realizado em títulos públicos. As instituições financeiras adquiriam títulos de dívida pública e financiavam o *carregamento* desses títulos com recursos captados junto aos seus clientes em operações de um dia, lucrando no diferencial de juros.

Esse arranjo envolvendo Governo, intermediários financeiros e o público tinha por trás uma institucionalidade particular em torno da dívida mobiliária federal. Diante do crescimento acentuado da dívida, essa institucionalidade implicou a perda generalizada de eficiência de diversos instrumentos de política econômica, especialmente em relação à gestão da política monetária, com impactos perversos sobre o quadro geral da economia.

O aspecto mais relevante dessa institucionalidade era o mecanismo da *zeragem automática*. Sua origem está associada aos acordos informais de recompra dos títulos públicos, acordos estes já vigentes na década de 70, cujo objetivo era viabilizar o descasamento de prazos entre os vencimentos originais da emissão e a permanência dos títulos em mãos de tomadores finais. Em outros países, as instituições financeiras se dispõem a correr esse risco de descasamento de prazos na perspectiva de ganhar o diferencial de juros, sendo que esse risco serve de limitador natural ao volume de títulos de longo prazo financiados com recursos de curto prazo. No Brasil, entretanto, desenvolveu-se ao longo dos anos um compromisso informal entre a Autoridade Monetária e os aplicadores no sentido de eliminar os riscos de prejuízo dos intermediários financeiros no carregamento dos títulos públicos. Isso, por outro lado, assegurava o

financiamento do Governo, embora apenas no curtíssimo prazo e a custos elevados.

A zeragem automática era justamente o recurso que viabilizava a eliminação dos riscos das instituições financeiras. Tratava-se aí de um ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras dos bancos através de transações com títulos da dívida interna: o Bacen recomprava títulos públicos das instituições financeiras, no caso destas não atenderem aos requerimentos mínimos de reservas; da mesma forma, títulos públicos, com acordo de recompra, eram vendidos a essas instituições quando elas estivessem com excesso de reservas. Do seu lado passivo, as instituições financeiras captavam recursos de um dia de seus clientes, utilizando esse dinheiro para rolar títulos de dois a cinco anos do Governo. A rentabilidade dos agentes privados era assegurada pelo Banco Central, que se comprometia a manter o custo do *Overnight* (ou seja, o custo do passivo dos intermediários financeiros) inferior à remuneração dos títulos públicos colocados no mercado. Nas palavras de Barros: “O triângulo, tendo o Governo como captador de recursos a juros reais, o intermediário financeiro ganhando um generoso *spread* praticamente sem risco e o aplicador com liquidez e juros reais garantidos, estava formado” (BARROS, 1993: 9).

Esse arranjo em torno da administração da dívida pública interna federal teve como consequência macroeconômica a progressiva destruição da Base Monetária. Isso porque, naquele contexto de elevada inflação, intensificou-se obviamente a fuga da moeda de curso normal em direção aos depósitos remunerados, de liquidez imediata e ainda protegidos contra a corrosão do valor real da moeda.

Mas o efeito macroeconômico mais importante desse arranjo foi mesmo a endogeneização da moeda, que, em outras palavras, significava a perda de graus de liberdade por parte do Governo quanto ao manejo da política monetária. Na medida em que as instituições financeiras tinham assegurado pleno acesso ao

Banco Central para redesconto dos títulos públicos, caso não houvesse liquidez suficiente no mercado, o volume de reservas bancárias terminava sendo determinado pelos próprios agentes econômicos, através do ajuste da posição desses títulos. Isso configurava uma total passividade do Governo quanto ao controle dos agregados monetários. Em termos de política monetária, "sobrava apenas a alternativa de 'pedalar' a bicicleta da Moeda Indexada via a fixação de 'juros reais' no Over" (BARROS, 1993: 23).

Portanto, os efeitos da administração da dívida pública sobre o quadro macroeconômico se faziam sentir principalmente por meio da passividade da política monetária. Em função do mecanismo da zeragem automática, o Governo apenas sancionava a demanda por moeda do setor privado, o que abria espaço para a permanência e o aprofundamento da indexação generalizada da economia.

Diante do significativo e contínuo agravamento da instabilidade monetária, tornaram-se recorrentes as tentativas de estabilização da economia brasileira na segunda metade da década de 80. Como o receituário ortodoxo preconizado pelo FMI não havia obtido resultados expressivos quanto ao combate à inflação, aumentou a crença de que a dinâmica do aumento de preços no Brasil não decorria de um desequilíbrio persistente entre oferta e demanda, no lado real da economia. Ela seria, na verdade, uma consequência da combinação de choques exógenos com um vasto mecanismo de indexação vigente na economia, que daria à inflação brasileira um forte caráter *inercial*<sup>10</sup>. A desindexação da economia passou então a ser o principal objetivo das tentativas de recuperação da estabilidade monetária.

Entre 1986 e 1989, foram três os planos de combate à inflação: o Plano Cruzado (fevereiro de 1986), o Plano Bresser (junho de 1987) e o Plano Verão (janeiro de 1989). Independente de julgamentos sobre quão corretos eram os diferentes diagnósticos, presentes nesses planos, acerca da inflação brasileira, os

---

<sup>10</sup> Para uma apresentação e discussão do caráter inercial da inflação brasileira, na década de 80; ver Rego (1986), especialmente a Parte II.

resultados pouco duradouros por eles obtidos quanto ao controle inflacionário demonstraram o caráter limitado dos instrumentos de política econômica à disposição do Governo, especialmente o da política monetária.

As medidas mais ousadas quanto à busca da recuperação da eficiência da política econômica foram adotadas no Plano Cruzado<sup>11</sup>. Com o objetivo de retomar o controle da política monetária, fez parte do plano uma tentativa de desvalorização do estoque da dívida pública. Essa tentativa foi baseada, por um lado, numa mudança de indexador dos títulos públicos, que provocou o expurgo da inflação correspondente ao período de 15 dias, e, por outro lado, na aplicação de um redutor aos contratos financeiros, que terminou implicando uma desvalorização desses contratos. Junte-se a isso o fato das taxas de juros terem se mantido significativamente baixas ao longo de boa parte da vigência do plano. O resultado dessas medidas foi uma diminuição temporária do estoque e dos encargos da dívida pública interna.

Os dois planos de estabilização posteriores limitaram-se à aplicação de uma política monetária restritiva, associada a medidas tópicas, seja de aumento de receitas e corte de gastos, seja de tentativas de desindexação da economia. Com resultados cada vez menos expressivos, esses planos provocaram, na verdade, um agravamento da instabilidade econômica, refletida numa explosão inflacionária nos anos de 1988 e 1989.

A economia brasileira chegava ao final da década à beira da hiperinflação, testando ao máximo a estrutura da *moeda indexada*. O aumento contínuo e cada vez mais rápido da dívida mobiliária federal implicava uma ameaça crescente de uma moratória interna por parte do Governo. Com isso, a eficácia do arranjo em torno da dívida pública para gestão da política monetária era cada vez mais vulnerável.

---

<sup>11</sup> Uma apresentação dos principais traços do Plano Cruzado pode ser encontrada em Tavares (1986) e Teixeira (1993).

#### **4. Conclusão**

O comportamento da dívida mobiliária interna federal, ao longo dos anos 80, caracterizou-se por um crescimento acelerado, em decorrência principalmente dos desequilíbrios financeiros do setor público. Tais desequilíbrios, por sua vez, resultaram principalmente da ruptura do seu padrão de financiamento centrado em empréstimos externos e da política econômica voltada para a geração de mega-superávits na Balança Comercial. A emissão crescente de títulos públicos viabilizou a transferência de recursos do setor privado para o Governo, que passou então a se financiar com créditos internos, obtidos junto ao setor exportador e às grandes empresas líquidas. Na medida em que a rolagem de um volume cada vez maior de títulos repunha pressões sobre as contas fiscais e sobre as taxas de juros, o próprio crescimento do nível de endividamento interno do Governo deu origem a um circuito *dívida-encargos financeiros-mais dívida* que se tornou uma fonte importante de instabilidade econômica.

Portanto, os anos 80 deixaram como legado para a década seguinte não só um estoque considerável de dívida mobiliária federal, como também uma dinâmica específica em torno do giro desse passivo, que restringia sobremaneira o manejo dos instrumentos de política econômica pelo Governo. Nessas condições, a recuperação da estabilidade monetária consistente com a possibilidade de retomada do crescimento sustentado da economia brasileira passava necessariamente por mudanças profundas no que diz respeito à dívida mobiliária federal. Essas mudanças, por sua vez, dependeriam fundamentalmente da superação dos desequilíbrios financeiros estruturais do setor público e do setor externo nacional, depois da experiência dos anos 80 haver demonstrado o quão perversa para a economia é a combinação desses desajustes.



## **Capítulo 2: As Principais Mudanças na Política Econômica Brasileira no Período 1990/1996**

### **1. Introdução**

Diante do contexto de profunda instabilidade monetária, herdado da década anterior, o combate à inflação persistiu como o principal objetivo perseguido pela política econômica, nos anos 90. Foram três os planos de estabilização adotados no país nesse período: o Plano Collor I (março de 1990), o Plano Collor II (fevereiro de 1991) e o Plano Real (julho de 1994). Apesar do fracasso dos dois primeiros planos, os resultados obtidos pelo terceiro têm sido, até o momento, os mais duradouros de todas as políticas de combate à inflação já aplicadas no país no passado recente.

Contribuíram decisivamente para o sucesso do Plano Real mudanças ocorridas no panorama da economia internacional, ainda no início da década. Essas mudanças, juntamente com a aplicação de determinadas políticas internas, possibilitou a volta do acesso do Brasil ao financiamento externo. Diante da suspensão da restrição cambial, característica da economia brasileira nos anos 80, ampliou-se o campo de ação da política econômica interna, abrindo espaço para um enfrentamento mais eficaz da instabilidade monetária.

Esse capítulo trata, portanto, dos traços mais importantes da política brasileira de combate à inflação, no período compreendido entre 1990 e 1996, com uma clara ênfase nas mudanças que tiveram impactos sobre a dívida mobiliária federal.

A seção seguinte apresenta as alterações ocorridas no cenário econômico mundial, que configuraram o pano de fundo para as políticas de estabilização aplicadas internamente. As duas outras seções tratam das estratégias de combate à

inflação: primeiramente aquelas ocorridas ao longo do Governo Collor e, em seguida, o Plano Real.

## **2. O Contexto Internacional**

Em relação ao setor externo brasileiro, nos primeiros seis anos da década de 90, a característica mais importante foi a retomada dos fluxos voluntários de recursos externos para o país. Essa volta do financiamento externo, após cerca de uma década de interrupção, resultou da conciliação de uma situação financeira internacional favorável com atrativos que a economia brasileira passou a apresentar na perspectiva de atrair capitais estrangeiros.

O contexto internacional desse período foi marcado pela ampliação do movimento de globalização financeira, que implicou uma mudança significativa na América Latina. Esta passou a fazer parte de um grande e internacionalmente interligado mercado de capitais, que, até 1990, se concentrava nos países desenvolvidos, excluindo os países em desenvolvimento latino-americanos. Diante do enfraquecimento do crescimento econômico da economia norte-americana, seu mercado financeiro começou a sofrer um processo de deflação, caracterizando uma complicada crise financeira, movida por um ciclo deflação-dívidas passadas-mais deflação. Isso porque a queda do nível de preços, combinada com o elevado nível de endividamento das famílias, teve um efeito-riqueza negativo sobre o consumo dessas famílias, o que repôs, de maneira recorrente, as pressões deflacionárias. Esse fenômeno nos EUA, combinado a problemas internos específicos nos outros países centrais, marcou o fim do ciclo expansivo dessas economias, iniciado em meados da década anterior<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Presser (1992) apresenta, de maneira minuciosa, as principais características da economia mundial nesse período de esgotamento da expansão dos anos 80 nos países industriais.

Diante desse cenário recessivo, os Bancos Centrais dos principais países baixaram suas taxas de juros, abrindo espaço para que os investidores institucionais, principais participantes desse mercado financeiro, redirecionassem suas capitais para aplicações mais rentáveis em outros países.

Nesse contexto de liquidez internacional, associada à queda das taxas de juros internacionais, surgiu a possibilidade da América Latina voltar a integrar-se ao circuito financeiro internacional. Era necessário apenas que essas economias em desenvolvimento mostrassem-se atrativas para os capitais estrangeiros, oferecendo-lhes oportunidades rentáveis de valorização.

Nessas condições, muito conveniente foi um conjunto de idéias quanto a políticas e reformas, propostas, no final dos anos 80, pelos organismos multilaterais juntamente com o Governo norte-americano para a estabilização e conseqüente retomada do crescimento (financiado por recursos externos) das economias latino-americanas. Esse conjunto de idéias, denominado Consenso de Washington (CW), surgiu da percepção de que os desequilíbrio externos e a instabilidade econômica característica da América Latina não poderiam ser revertidos simplesmente com a aplicação do pacote tradicional de políticas sugerido pelo FMI; seriam necessárias aí não só políticas de estabilização de curto prazo mas principalmente medidas orientadas para mudanças estruturais, no sentido de diminuição da participação do Estado na economia. Dessa forma, o CW sugeria medidas tais como: liberalização comercial, financeira, cambial e do investimento direto estrangeiro, desregulamentação e retirada do Estado de várias atividades econômicas, corte nos gastos públicos, privatização de empresas estatais.

Portanto, as reformas sugeridas pelo CW tinham uma grande funcionalidade quanto aos interesses dos grandes investidores internacionais, na medida em que a diminuição da regulamentação e da presença do Estado na economia, por meio, por exemplo, da liberalização financeira e da venda de

empresas públicas, abriria espaço para a aplicação dos capitais estrangeiros nesses mercados emergentes.

Foram, então, essas as condições internacionais que serviram de referencial para a política econômica e as reformas que passaram a ser defendidas ou efetivamente aplicadas no Brasil, a partir do início da década de 90.

### **3. A Política Econômica do Governo Collor**

Em termos de política econômica, o governo Collor pode ser dividido em dois períodos distintos: o primeiro deles correspondeu à fase dos planos de estabilização, implementados pela primeira equipe econômica, tendo Zélia Cardoso de Melo à frente do então Ministério da Economia; seguiu-se a essa fase o período de aplicação de uma política econômica gradualista ortodoxa, já na vigência da segunda equipe econômica desse governo, capitaneada pelo ex-embaixador brasileiro em Washington, Marcílio Marques Moreira.

Os dois primeiros itens dessa seção analisam essas duas fases respectivamente. O terceiro item aborda as mudanças sofridas pelo setor externo brasileiro ao longo do governo Collor.

#### **2.1. Os Planos Collor I e II**

O Plano Collor I baseou-se numa ousada intervenção do Governo na economia. Tinha como objetivo principal a recuperação da efetividade dos instrumentos de política econômica e o direcionamento desses instrumentos para o resgate da estabilidade monetária, ao mesmo tempo em que algumas de suas medidas apontavam no sentido de mudanças estruturais na economia brasileira. Seu diagnóstico a respeito da inflação apresentava como causas da instabilidade econômica no Brasil a fragilidade financeira do setor público e a excessiva liquidez por ela provocada, em função da incapacidade do Estado de arbitrar

sobre a moeda, diante da vigência e da generalização do mecanismo da moeda indexada na economia brasileira. Coerente com esse diagnóstico, o núcleo do plano correspondeu a um esforço de ajuste fiscal associado a uma arrojada reforma monetária.

No sentido de melhorar as contas do Governo já no curto prazo, algumas medidas tópicas foram tomadas de forma a aumentar a arrecadação tributária (aumento da alíquota e aprofundamento do mecanismo de indexação dos impostos, combate à sonegação, etc.), além de terem sido estabelecidos reajustes reais expressivos das tarifas públicas, de forma a recuperar a capacidade de autofinanciamento do Setor Produtivo Estatal.

Quanto à obtenção de um equilíbrio fiscal duradouro, as principais medidas contempladas pelo plano eram uma reforma patrimonial do setor público e um alongamento compulsório da dívida mobiliária federal. A intenção era ajustar a dívida pública à capacidade de geração de excedentes por parte do Governo, de forma a retomar o controle deste sobre a política fiscal e monetária.

O plano original de reforma patrimonial contemplado no Plano Collor I baseava-se num projeto de privatização ambicioso, não só em relação aos resultados esperados pelo Governo como pela forma como se planejava realizar a venda das empresas estatais ao setor privado<sup>13</sup>.

Na sua concepção original, o programa de venda de empresas estatais contemplava o uso de um instrumento compulsório cujas características deveriam estimular o setor privado a adquirir ações das empresas a serem privatizadas. Tratava-se aí dos Certificados de Privatização: títulos não-negociáveis, de aquisição compulsória para bancos, fundos de pensão e instituições financeiras, que só poderiam ser utilizados em leilões de privatização de empresas estatais.

Entretanto, desse projeto inicial, pouco foi realmente efetuado. Para o setor público, o programa de privatização teve uma contribuição pequena no que

---

<sup>13</sup> Uma apresentação detalhada e crítica do processo de privatização, ao longo do Governo Collor, pode ser encontrada em Prado (1994).

diz respeito à obtenção de receita corrente e à desvalorização de seu estoque de dívida.

Diante dos resultados pouco significativos obtidos no processo de privatização, o impacto fiscal realmente importante decorreu das medidas adotadas no âmbito da reforma monetária. Esta, além de estabelecer a mudança do padrão monetário de *cruzado novo* para *cruzeiro*, determinou a indisponibilidade de um volume de recursos correspondente a algo em torno de 67% do total de haveres financeiros da economia brasileira. Ficariam passíveis de movimentação por parte dos agentes apenas valores até Cr\$ 50 mil (equivalente a US\$ 1.300 pelo câmbio da época) dos depósitos à vista e de poupança, Cr\$ 25 mil ou 20% do total das aplicações de *overnight* e 20% dos fundos de curto prazo e depósitos à prazo. Os recursos referentes ao restante desses haveres financeiros seriam compulsoriamente depositados no Banco Central pelo prazo de 18 meses, recebendo durante esse período uma correção monetária equivalente à taxa corrente de inflação mais um rendimento de 6% ao ano, taxa esta significativamente menor do que a que anteriormente remunerava a dívida mobiliária.

O impacto dessa medida sobre as contas fiscais, ao longo do ano, representou uma brutal redução dos dispêndios do Governo com encargos financeiros, antes o principal item do gasto federal. Como mostra a *Tabela 1*, a participação dos encargos da dívida mobiliária federal caiu para apenas 0,5% da disponibilidade líquida de recursos do Tesouro, entre junho e dezembro de 1990, comparativamente aos 87% de participação, no mesmo período do ano anterior. Essa redução se deu principalmente graças à queda expressiva da taxa de juros que remunerava o passivo público, por conta do congelamento de parte expressiva dos recursos do setor privado, antes girados diariamente no financiamento da dívida mobiliária federal. Vale lembrar ainda que a retenção de parcela significativa da riqueza financeira junto ao Banco Central abriu espaço para uma desvalorização dessa riqueza, sobretudo da dívida pública, em

decorrência da cobrança de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) e da possibilidade de subcorreção desses recursos.

Imposta a queda da inflação e recuperada a capacidade do Banco Central de executar a política monetária, diante da redução significativa da liquidez da economia, a manutenção da estabilidade econômica seria garantida, segundo a estratégia do Governo, por uma política econômica contracionista. Caberia às políticas monetária e fiscal a função de manter a escassez da moeda nacional, impedindo com isso o ressurgimento do processo de desvalorização contínua do seu poder de compra.

Os resultados iniciais dessas medidas, entretanto, foram insatisfatórios em comparação às expectativas do Governo. Apesar da correção dos preços ter sido préfixada em 0% para os meses de abril e maio, os índices de inflação, segundo o IGP-DI, foram respectivamente 11,33% e 9,07% (ver *Tabela 5*), revelando um comportamento distinto daquele esperado pelo Governo quanto ao aumento dos preços. O fracasso do Plano ficou claro já no segundo semestre de 1990, quando a taxa mensal de inflação retomou sua trajetória ascendente, superando o patamar de 20% já em fevereiro de 1991.

A derrota do plano decorreu principalmente de uma rápida e expressiva recomposição da liquidez na economia. Uma das suas medidas permitia o uso dos recursos bloqueados para a quitação de impostos e contribuições previdenciárias, expediente esse que foi bastante explorado pelo setor privado; sendo superavitário em cruzados novos e deficitário em cruzeiros, o Governo provocou, por meio do seu gasto, um considerável aumento da oferta de moeda na economia. Somou-se a esse mecanismo uma atitude mais permissiva da equipe econômica com relação à conversão de cruzados novos em cruzeiros, que resultou na abertura de linhas de financiamento para alguns setores que se encontravam supostamente em dificuldades financeiras.

Diante da ineficácia da estratégia inicial do Plano Collor, refletida na trajetória ascendente da taxa de inflação já alguns meses após a adoção das

medidas, o Governo resolveu dar uma nova direção à condução da política econômica. O papel das políticas monetária e fiscal não seria mais o de consolidar a estabilidade dos preços, como na concepção original do Plano Collor; caberia-lhe agora a redução das taxas de inflação, por meio de um aprofundamento da contração da atividade econômica.

No segundo semestre de 1990, a economia brasileira caracterizou-se, portanto, pela aplicação de uma política econômica ortodoxa, centrada num esforço de aperto monetário associado a um forte arrocho salarial e a uma política fiscal recessiva. O objetivo era a diminuição da demanda interna, já que o novo diagnóstico do Governo apontava a existência, naquele momento, de uma inflação de demanda na economia nacional.

Sem resultados satisfatórios, diante da persistência da elevação da taxa de inflação, e com um expressivo custo econômico e social para o país, a ortodoxia do Plano Collor passou a ser crescentemente combatida, na medida em que amplos setores da sociedade pressionavam pela reorientação da política econômica. Reconhecendo o fracasso de sua estratégia, o Governo elaborou e editou um novo programa de estabilização para a economia brasileira no final de janeiro de 1991, que ficou conhecido como Plano Collor II<sup>14</sup>.

Este plano correspondeu a uma nova tentativa de reversão da trajetória hiperinflacionária e de recuperação da efetividade da política monetária. Ele foi apresentado como um aprofundamento do Plano Collor I, na medida em que procurava dar uma direção mais definida a questões não totalmente enfrentadas pelo plano anterior, principalmente no que diz respeito à indexação da economia e ao equilíbrio duradouro das contas públicas.

Vale chamar a atenção aqui para as mudanças estabelecidas na correção monetária dos contratos financeiros. A substituição dos indexadores então vigentes pela TR abriu espaço para uma subindexação do estoque de riqueza privada retida junto ao Banco Central. A TR refletiria as expectativas quanto à

---

<sup>14</sup>Uma apresentação crítica do Plano Collor II pode ser encontrada em Oliveira (1991).



inflação futura, sendo formada a partir das taxas de juros dos CDBs pré-fixados. Com o seu descolamento do aumento efetivamente registrado do nível de preços, ocorreu uma desvalorização considerável dos haveres financeiros corrigidos pelo novo indexador. Como será detalhado no capítulo seguinte, esse processo teve grande importância para as finanças públicas na medida em que esses haveres financeiros correspondiam a uma parte significativa da dívida mobiliária federal retida junto ao Banco Central.

Os resultados obtidos pelo Plano Collor II se restringiram a uma contenção temporária das expectativas hiperinflacionárias. Entre os meses de março e junho, a inflação se manteve em um dígito (ver *Tabela 5*), graças principalmente ao congelamento dos preços e à recessão em curso.

Antes que os efeitos de mais longo prazo do plano pudessem ser percebidos, entretanto, a equipe responsável por ele foi substituída, diante do crescente desgaste do seu apoio político. A nova equipe econômica tinha à frente o diplomata Marcílio Marques Moreira e a política econômica por ela implementada veio a ser significativamente distinta daquela que até então havia caracterizado o Governo Collor.

### **3.2. O período do Ministro Marcílio Marques Moreira**

Empossado em maio de 1991, o novo Ministro da Economia demonstrou desde o início a sua disposição de não dar prosseguimento à estratégia de combate à inflação baseada em súbitos choques heterodoxos e congelamentos de preços. De fato, sua gestão se caracterizou pela aplicação de uma política de ajuste compromissada com o gradualismo ortodoxo.

O segundo semestre de 1991 foi marcado por uma crescente instabilidade, refletida na aceleração persistente da inflação, sem que a nova equipe conseguisse imprimir uma direção clara à política econômica. O processo de liberação dos preços, a devolução de parte dos recursos retidos junto ao Banco

Central, os problemas do setor externo, com perda de reservas, face à valorização do câmbio, foram alguns dos fatores que contribuíram para que o país chegasse à iminência da hiperinflação e de uma crise cambial, em outubro daquele ano, quando a taxa de inflação deu um salto de 10 pontos, alcançando o patamar de 26%.

A resposta do Governo foi uma medida de desvalorização do cruzeiro, seguida de um aumento brusco das taxas de juros, de forma a reverter o movimento de perda de reservas e a promover uma reacomodação dos ativos de risco, contendo o ímpeto especulativo dos agentes privados.

A partir daí, o compromisso da equipe econômica com a ortodoxia refletiu-se principalmente na manutenção de uma política de altas taxas de juros reais, ainda mais depois dos bons resultados obtidos já no mês de dezembro, quanto à recuperação das reservas internacionais e ao combate à aceleração inflacionária.

A política de taxas de juros reais elevadas veio a se tornar a principal característica da estratégia econômica adotada sob a gestão do Ministro Marcílio Marques Moreira. Com isso, teve início a reinserção do país no mercado internacional de capitais: diante de um cenário internacional caracterizado por disponibilidade de crédito e recessão nos países centrais, viu-se, nesse período, a volta do acesso do Brasil ao financiamento internacional voluntário, em função do significativo diferencial que se estabeleceu entre as taxas de juros interna e externa. Apesar da ausência das reformas estruturais pregadas pelo CW e do contexto interno de crescente instabilidade política, o afluxo de créditos externos para o país foi tão significativo que possibilitou o acúmulo contínuo de reservas internacionais. Como mostra a *Tabela 3*, o volume de divisas à disposição do Banco Central dobrou nos quatro meses seguintes ao aumento das taxas de juros internas, saindo de um patamar de US\$ 7 bilhões em novembro de 1991 para alcançar a cifra de US\$ 13,7 bilhões em março de 1992, chegando a US\$ 18,9 bilhões às vésperas do *impeachment* do presidente Collor.

Vale notar, desde já, que esse comportamento das contas externas brasileiras teve impactos importantes sobre a evolução da dívida mobiliária federal nesse período. Como será detalhado no *Capítulo 3*, a política de esterilização da liquidez gerada pelo aumento do volume de divisas do país foi uma das principais causas do rápido crescimento da dívida interna do Governo, paralelamente à política de juros altos e aos esforços do Bacen para conter a pressão expansionista decorrente da devolução dos cruzados.

Quanto ao combate à inflação, a ortodoxia gradualista do Governo Collor obteve resultados iniciais importantes mas pouco duradouros. As taxas mensais de inflação declinaram quase 10 pontos percentuais no período de três meses, caindo de 27% em janeiro de 1992 para 18% no mês de abril. Essa trajetória descendente, entretanto, não persistiu, para o que certamente contribuíram as expectativas adversas decorrentes da crise política. No segundo semestre de 1992, a taxa de inflação atingiu uma média mensal em torno de 25%.

Apesar da derrota das duas tentativas de recuperação da estabilidade monetária, empreendidas ao longo do Governo Collor, tiveram início nesse período algumas mudanças que viriam a ocupar um papel central no discurso e na política econômica do Ministro e posteriormente Presidente Fernando Henrique Cardoso. Alguns exemplos dessas mudanças foram a defesa de uma reforma patrimonial do Estado como condição fundamental para a recuperação de um controle duradouro da inflação e também as iniciativas na direção de abrir a economia brasileira ao exterior, tanto no aspecto comercial quanto financeiro. Esta nova característica viria a se tornar um dos eixos do plano de estabilização adotado no Governo Fernando Henrique.

Antes de se discutir a política econômica do Plano Real, é preciso, contudo, apresentar as principais mudanças ocorridas no setor externo da economia brasileira no período do Governo Collor.

### 3.3. As mudanças no setor externo

Durante o Governo Collor, foram realizadas algumas mudanças importantes nas relações econômicas do Brasil com o exterior, o que obviamente motivou também a busca de alguns ajustes no próprio funcionamento do setor externo brasileiro.

Um desses ajustes ocorreu na política cambial: logo no início daquele Governo, substituiu-se o regime de taxas diariamente fixadas pelo Banco Central para um regime de flutuações livres ditadas pelo mercado. A justificativa para essa mudança estava na nova direção que a equipe econômica desejava dar à gestão da dívida externa. Como foi mostrado no *Capítulo 1*, a condução da política cambial na década de 80 esteve subordinada ao objetivo prioritário de geração de mega-superávits na Balança Comercial, de forma a obter as divisas necessárias para o pagamento dos compromissos externos, diante da suspensão dos fluxos voluntários de recursos em moeda estrangeira, depois da moratória mexicana em 1982. Com a mudança do regime cambial, a equipe econômica da Ministra Zélia iniciava sua tentativa de diminuir a remessa líquida de recursos ao exterior, por meio de um processo de renegociação da dívida externa de perfil menos prejudicial ao país. O objetivo de diminuir os pagamentos financeiros externos tinha como corolário a aplicação de uma política cambial menos agressiva do que aquela vigente no país ao longo dos anos 80. Paralelamente essa mudança do regime cambial estava inserida de maneira consistente na estratégia mais geral de combate à inflação, na medida em que se tentava ali a desindexação de uma variável importante do ponto de vista macroeconômico.

O regime cambial de flutuações livres, contudo, não vingou na economia brasileira ao longo de todo o Governo Collor. Diante da persistência de saldos comerciais expressivos e das dificuldades de diminuir a taxa de inflação, mantendo-a em níveis baixos, o Governo foi obrigado a adotar um regime de

*dirty floating* para evitar uma valorização excessiva da taxa de câmbio. Isto poderia vir a comprometer a manutenção das reservas internacionais a um nível que não ameaçasse os esforços recorrentes de combate à inflação, a exemplo do que já havia acontecido com outros planos de estabilização.

Quanto à evolução das negociações em torno da dívida externa, o que se viu inicialmente foi a simples prorrogação de uma moratória não-declarada, herdada do último plano de estabilização adotado no Governo Sarney, em meados de 1989. Os pagamentos externos relativos à dívida só foram retomados na segunda metade de 1992, já com o Ministro Marcílio Marques Moreira à frente do Ministério da Economia. E a os novos termos acerca dos pagamentos da dívida só viriam a ser acordados em 1994, no Governo Itamar Franco, pelo então Ministro Fernando Henrique Cardoso.

Vale ressaltar que a lacuna relativa às condições de evolução da dívida externa não foram, no entanto, um obstáculo significativo à retomada do acesso a fluxos de recursos em moeda estrangeira pela economia brasileira, contrariamente à idéia amplamente difundida à época. Essa constatação decorre do fato de que, a partir do final de 1991, observou-se uma retomada significativa do ingresso de capitais de risco e de empréstimo no Brasil, o qual estava interrompido desde a eclosão da crise da dívida em 1982.

Nessas condições, o setor externo nacional passou ainda por importantes mudanças também quanto às relações financeiras do país com o exterior, durante o período do Governo Collor. Tais mudanças foram viabilizadas em parte por um novo contexto financeiro internacional, caracterizado particularmente por uma elevada liquidez no mercado mundial de capitais e por novas formas de captação de recursos, que não pela via bancária. Associado a isso, ocorria um desaquecimento considerável das economias centrais, no início dos anos 90, o que abria uma oferta potencial de recursos em moeda estrangeira para as economias periféricas.

Atrair tais recursos para si, implicava, todavia, impôr algumas restrições importantes ao manejo da política econômica interna. Isso ocorria especialmente porque esses recursos externos que caracterizaram a volta do Brasil ao mercado internacional de capitais apresentavam características distintas dos fluxos vindos para o país na década de 70, que deram origem à dívida externa brasileira recente. Diferentemente do ocorrido naquele período, onde predominou o financiamento bancário de médio e longo prazo, os recursos captados no início dos anos 90 vieram principalmente de investidores finais e destinaram-se a aplicações de curto prazo. Um dos determinantes da volta das captações externas pela economia brasileira foi, portanto, o fato dessas aplicações terem se tornado consideravelmente atraentes para os capitais estrangeiros, diante das altas taxas de juros vigentes no país a partir do final de 1991, num momento em que caíam as taxas de juros internacionais em função da desaceleração do crescimento das economias centrais. De forma a facilitar essa reinserção do país no circuito financeiro internacional, foram adotadas alterações na legislação regulamentadora da entrada e saída do capital estrangeiro no país, que tornaram mais fácil e rápido o acesso ao mercado brasileiro e caracterizaram o início do processo de abertura financeira do Brasil ao exterior.

Os efeitos dessa retomada das captações em moeda estrangeira no período do Governo Collor foram particularmente sensíveis sobre o nível de reservas internacionais do Banco Central e sobre o estoque de dívida mobiliária interna federal. Como será melhor detalhado no capítulo seguinte, os superávits que o país passou a registrar na Conta de Capital associados à geração ainda de saldos comerciais positivos pressionaram pelo aumento da emissão de dívida interna, em função dos esforços das autoridades monetárias em manter sob controle o nível de liquidez da economia.

Ainda como parte do esforço de reformulação da política do Governo quanto ao setor externo, teve início nesse período também um processo de abertura comercial da economia brasileira. Com o Plano Collor I, um amplo leque

de medidas foi implementado na área do comércio exterior no sentido de eliminação paulatina de controles e barreiras às importações. Foi estabelecido um cronograma de redução de tarifas de importação a ser cumprido entre 1991 e 1994, segundo o qual a tarifa modal de importação seria reduzida pela metade ao longo desse período.

Pretendia-se com a abertura comercial reforçar a política de combate à inflação, por meio de um aumento da competição na economia brasileira, que decorreria de internalizações progressivas de produtos importados. A concorrência com mercadorias mais baratas impediria os oligopólios nacionais de realizar abusos na formação dos preços no mercado doméstico. Ademais, uma abertura maior da economia viabilizaria a entrada dos produtos importados capazes de modernizar o parque industrial brasileiro, num momento em que, supunha-se, aumentaria a preocupação dos produtores locais com ganhos de produtividade. O cronograma de redução das tarifas de importação, por sua vez, garantiria a esse processo de liberalização comercial um caráter gradual, de maneira a impedir uma eventual demanda explosiva por produtos importados e a conseqüente erosão abrupta das reservas cambiais.

Contudo, esses esforços de reforma do comércio exterior, a exemplo do ocorrido com a tentativa de adoção de um regime de taxas cambiais livres, esbarraram nos obstáculos impostos pela instabilidade macroeconômica, associada à necessidade de proteger as reservas internacionais. A conjuntura interna recessiva e instável, que caracterizou o Governo Collor, não apresentou condições favoráveis ao investimento, comprometendo o objetivo inicial de modernização do parque industrial brasileiro. Paralelamente o controle da demanda interna, por meio de uma política econômica contracionista, impediu um crescimento significativo das importações destinadas ao consumo. Dessa forma, o aprofundamento da abertura comercial e a obtenção dos benefícios que dela se esperava estiveram obstaculizados pelo cenário macroeconômico adverso nos primeiros anos da década de 90.

Apesar dessas mudanças no setor externo brasileiro terem tido efeitos tímidos sobre a economia no que diz respeito ao combate à inflação, ao longo do Governo Collor, elas adicionaram novos elementos à dinâmica econômica nacional indicaram um caminho que viria a ser mais profundamente explorado a partir de meados de 1994, com a adoção do Plano Real, já no Governo FHC. A abertura da economia e suas repercussões sobre o regime cambial e a dívida externa vieram a ocupar um papel central nessa nova tentativa do Governo de recuperação da estabilidade monetária.

#### **4. A Política Econômica do Plano Real**

A rapidez com que se conseguiu derrubar a inflação e o período de tempo ao longo do qual se tem mantido a estabilização da economia fazem do Plano Real o mais bem sucedido programa de estabilização aplicado no país até o momento. Como mostra a *Tabela 5*, a adoção do Plano, em julho de 1994, significou claramente um momento de inflexão do comportamento da inflação no Brasil: de uma média mensal de 43,2%, vigente no primeiro semestre de 1994, passou-se para um patamar de 5,9% em média, nos seis meses posteriores à entrada em vigor da nova moeda, chegando a uma taxa em torno de 0,44% por mês, no segundo semestre de 1996.

A estratégia do Plano para combater a alta crônica dos preços baseava-se no diagnóstico de que a inflação brasileira tinha um componente estrutural, qual fosse o desequilíbrio recorrente das contas do setor público, associado a um componente inercial, representado pelo sofisticado aparato de indexação dos preços que se generalizou pela economia com o passar dos anos. Dessa forma, o Plano foi aplicado em três estágios, ao longo dos quais procurou-se atacar esses fatores apresentados como causas da inflação brasileira, introduzindo-se



posteriormente uma nova moeda na economia, esta não estando mais contaminada, a princípio, pelo vírus da espiral inflacionária.

Esta seção está dividida em dois itens. No primeiro deles, apresenta-se a fase de implantação do plano, que correspondeu aos dois primeiros estágios. O segundo item trata da fase posterior à troca da moeda nacional, concentrando a análise no arranjo câmbio-juros que foi o eixo da política de controle da inflação no período pós-Real.

#### **4.1. O período de implantação**

A primeira fase do Plano Real correspondeu à tentativa de enfrentamento da causa dita estrutural da inflação brasileira. Os membros do Governo então responsáveis pela elaboração da política econômica acreditavam que o verdadeiro motor da alta contínua dos preços na economia brasileira era o desequilíbrio fiscal recorrente do setor público.

Segundo eles, ocorria no país um efeito Oliveira-Tanzi ao contrário: "tradicionalmente, o orçamento federal era aprovado com um grande déficit, mas, como as despesas eram fixadas em termos nominais enquanto os impostos eram indexados ao nível de preços, a inflação contribuía para fechar o hiato entre despesa e receita" (BACHA, 1995: 7-8). Dessa forma, a inflação, segundo o raciocínio dos mentores do Plano, tinha adquirido uma funcionalidade importante para o equilíbrio das contas do Governo, que passava não só pela compressão dos gastos autorizados como também - não esqueçamos - pela geração do imposto inflacionário.

Foi, então, com base nessas idéias que o primeiro estágio do Plano, apresentado ao país no final de 1993, consistiu numa tentativa de equilibrar o orçamento operacional federal através de cortes profundos na proposta orçamentária para 1994. Tratou-se aí do PAI - Plano de Ação Imediata -, cujo principal item era o Fundo Social de Emergência (FSE), uma emenda

constitucional que permitiria a esterilização de 20% dos gastos vinculados, para os anos fiscais de 1994 e 1995. Segundo um membro da equipe econômica: "A finalidade dessa primeira etapa era demonstrar a capacidade do governo de executar as despesas orçadas sem precisar da receita gerada pela inflação" (BACHA, 1995: 7).

Uma vez aprovado o FSE e obtido, assim, um certo equilíbrio temporário das contas do Governo Federal, passou-se à segunda fase do Plano. Esta consistia num esforço de desindexação da economia, visando combater o componente inercial da inflação brasileira. Criou-se, portanto, uma unidade de conta estável, denominada Unidade Real de Valor (URV), visando a recuperação de uma sincronia entre os reajustes de preços. Isso viabilizaria que, no momento de introdução da nova moeda na economia, já se tivesse recuperado um certo alinhamento dos preços relativos, perdido ao longo do período de inflação alta. A URV, na verdade, foi uma alternativa qualitativamente melhor ao congelamento de preços, na medida em que evitaria alguns problemas tais como desequilíbrios nos mercados e confrontos redistributivos.

A partir de março de 1994, então, permitiu-se que todos os contratos da economia fossem convertidos em URV, a qual era reajustada diariamente de acordo com a evolução de três índices de preços e cuja paridade cambial máxima seria de 1 para 1 em relação ao dólar. Em relação aos salários, determinou-se sua conversão obrigatória com base na média dos quatro meses anteriores. A idéia era conter a pressão inflacionária provocada por um eventual aumento expressivo da demanda agregada, em função da diminuição da corrosão dos salários pela inflação.

Após quatro meses de conversões gradativas de contratos, a URV deixou de ser apenas uma unidade de conta para se tornar a nova moeda da economia brasileira, passando a se chamar *Real*. Em julho de 1994, teve início, portanto, a terceira e mais importante etapa do Plano Real. O objetivo passou a ser o de criar condições para evitar que o processo de aumento descontrolado de preços viesse

a contaminar o Real, já que a simples troca de moedas não garantia por si só a manutenção da estabilidade monetária.

Quanto aos determinantes de fundo do sucesso do Plano no combate à inflação, é preciso deixar claro desde já que foram marginais as contribuições das pequenas mudanças ocorridas nos regimes fiscal e monetário da economia brasileira no período de implantação do Plano. Por um lado, o esforço do Governo de melhora das suas contas fiscais teve resultados pouco significativos, como já foi anteriormente discutido. As metas monetárias que o Governo procurou seguir nos meses imediatamente seguintes à troca de moedas foram, por sua vez, continuamente revistas, demonstrando a sua importância secundária para a política de estabilização em curso.

Logo, sem mudanças muito significativas nas políticas fiscal e monetária, os fatores mais importantes responsáveis pelo controle da inflação ao longo do Plano Real devem ser buscados na nova natureza das relações econômicas do país com o exterior e nas suas implicações para a dinâmica interna da concorrência intercapitalista.

As duas principais características dessas relações foram: uma política de estímulo às importações e a vigência de um conjunto de medidas visando a manutenção de um fluxo regular de recursos em moeda estrangeira para o país, a exemplo do que já vinha ocorrendo desde 1992.

Para promover o aumento do volume de importações, o Governo adotou uma redução generalizada das tarifas de importação e permitiu uma apreciação da taxa de câmbio. O objetivo principal do Governo com essa política era fundamentalmente intensificar a competição entre empresas na economia nacional, quebrando, com isso, o poder dos oligopólios de realizar suas políticas de preço. Como já foi discutido no *Capítulo 1*, a enorme liberdade de fixação de preços por parte dos grandes grupos instalados no país era um dos fatores mais importantes para o mecanismo de aceleração inflacionária na economia brasileira,

nos anos 80. O aumento da comercialização de produtos importados no mercado nacional, porém, passou a fornecer elementos de rigidez nominal aos preços internos da economia, marcadamente aos daqueles produtos expostos à concorrência externa (os chamados bens *tradeables*). Esse tem sido, portanto, o mecanismo responsável pela manutenção da inflação brasileira em níveis residuais.

Acontece, entretanto, que essa política de promoção das importações resultou em déficits expressivos na Balança Comercial, os quais vieram a se somar ao déficit estrutural do país na Conta de Serviços. Dessa forma, aumentou a necessidade de recursos em moeda estrangeira por parte da economia brasileira. Isso impôs algumas novas condicionalidades ao manejo da política econômica interna no sentido de manter um fluxo externo financeiro de forma regular para o país, de maneira a compensar o déficit na Conta de Transações Correntes. A mais importante dessas restrições tem sido a manutenção de uma política de taxas de juros elevadas, necessária para manter um diferencial entre as taxas interna e externa grande o suficiente para atrair parte da liquidez financeira mundial para a economia brasileira.

O sucesso do Plano Real tem se mantido, portanto, graças a uma combinação particular de apreciação cambial com altas taxas de juros, que tem possibilitado a manutenção da abertura comercial e o controle dos reajustes de preço. Nessas condições, a política recente de estabilização deve ser compreendida como estando organizada para manter essa bem-sucedida combinação câmbio-juros. O item seguinte apresenta mais detalhadamente a evolução e os resultados desse arranjo no período compreendido entre julho de 1994 e dezembro de 1996.

## **2.2. O arranjo câmbio-juros do período pós-Real**

A política cambial do período pós-Real demorou um pouco a se delinear. Logo depois da entrada em vigor da nova moeda, o Governo adotou o regime de taxas de câmbio flutuantes, se comprometendo, no entanto, com um limite superior de R\$ 1 por US\$1. Paralelamente as autoridades econômicas elevaram as taxas de juros de forma a estimular um influxo líquido de recursos externos para o país. Isso causou uma apreciação cambial significativa, uma vez que o Bacen interveio apenas esporadicamente no mercado de câmbio e mesmo assim sem tentar evitar a queda do dólar. Segundo o discurso do Governo, “tratava-se de ir além de um ‘âncora cambial’ na medida em que se criava uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao dólar.(...) A deflação no câmbio (...) produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real” (FRANCO, 1995: 59).

Dessa forma, entre outubro de 1994 e fevereiro de 1995, o Bacen manteve a taxa de câmbio virtualmente fixa em R\$ 0,85, ponto médio da mini banda informal que as autoridades econômicas passaram a adotar nesses meses. A interrupção da trajetória de queda nominal do valor do dólar frente ao Real refletia a preocupação do Governo quanto ao desempenho da Balança Comercial brasileira. Isso porque a taxa de câmbio corresponde a um preço de fundamental importância para o evolução do comércio exterior do país. Era importante não exceder no uso do câmbio como instrumento de controle dos preços internos, de forma a evitar uma perda muito grande dos graus de liberdade da política econômica, principalmente no que diz respeito ao setor externo real da economia.

Em março de 1995, diante da influência adversa da *Crise do México* sobre a avaliação de risco dos mercados emergentes latino-americanos, adotou-se o sistema de bandas flutuantes como o regime cambial do Plano Real. Nesse novo regime, permitia-se que o câmbio flutuasse dentro de certos limites, sendo que esses próprios limites também sofreriam mudanças ao longo do tempo, de acordo

com um cronograma previamente estabelecido. A intenção do Governo, com essa mudança, era a de estabelecer um regime cambial que mantivesse a flexibilidade das taxas cambiais flutuantes mas, ao mesmo tempo, viabilizasse que o preço da moeda estrangeira estivesse sob certa supervisão das autoridades oficiais, diante da sua importância para a Balança Comercial do país.

A discussão acerca da sobrevalorização (ou não) da taxa de câmbio do Real frente ao dólar tem sido intensa, sem que os seus debatedores cheguem nem mesmo próximo a um consenso<sup>15</sup>. Concretamente, entretanto, tem-se que essa evolução do regime cambial brasileiro não evitou que o país, já a partir de outubro de 1994, passasse a apresentar déficits recorrentes no seu comércio exterior. Como mostra a *Tabela 6*, a média mensal do saldo da Balança Comercial brasileira diminuiu 162% no primeiro ano de vigência do Plano Real, caindo de um superávit de US\$ 1.130 milhões para um déficit de US\$ 705 milhões. Vale notar que essa queda não decorreu de uma diminuição do nível de exportações do país, o qual, na verdade, aumentou em 7% no período em questão. O que ocorreu foi uma expressiva elevação do volume de importações, cujo montante médio mensal saltou de US\$ 2.221 milhões para US\$ 4.279 milhões, resultando num aumento de 93% em apenas doze meses.

Esse déficit na Balança Comercial brasileira poderia inclusive ter sido ainda pior se o Governo não tivesse imposto uma diminuição da atividade econômica a partir do segundo trimestre de 1995. A adoção da recessão como mecanismo de ajuste das contas externas do país decorreu, entre outras coisas, do fato de que esses déficits comerciais, acrescidos do serviço da dívida externa, impunham ao país a necessidade de atrair recursos externos com os quais se pudesse financiar o déficit total em Conta Corrente, sem diminuição do nível de reservas. E a Crise do México, no final do ano anterior, havia demonstrado o

<sup>15</sup> Uma boa resenha sobre o debate recente acerca da taxa de câmbio pode ser encontrada em Barboza (1996).



perigo do aprofundamento dessa política, diante do perfil dos recursos externos que, naquele momento, migravam para as economias emergentes latino-americanas.

A política monetária, por sua vez, foi o principal instrumento usado pelo Governo para compensar os efeitos da apreciação cambial sobre a Balança Comercial.

Por um lado, a política monetária do Real foi baseada, desde a implantação do Plano, na vigência de taxas de juros reais consideravelmente altas, apesar de lentamente decrescentes. O intuito era inicialmente o de atuar de forma compensatória sobre a demanda, a qual o Governo esperava que aumentasse significativamente, diante do ganho de salário real que teriam principalmente as classes de mais baixa renda, face a retomada da estabilidade monetária na economia. Ao mesmo tempo, as elevadas taxas de juros eram necessárias para viabilizar a manutenção de um influxo expressivo de recursos externos para o país, diante do diferencial entre as taxas interna e externa de juros. Foi adotado paralelamente um rígido esquema de depósitos compulsórios de forma a dificultar o crédito interno e, assim, não só conter a atividade econômica como especialmente pressionar o setor privado a captar recursos em moeda estrangeira para satisfazer suas necessidades de financiamento, ao mesmo tempo em que trazia divisas para o país.

No segundo trimestre de 1995, intensificou-se o aperto monetário. Como já foi mencionado, o objetivo aí era particularmente o de conter o nível de importações, evitando resultados muito negativos na Balança Comercial brasileira, sem abrir mão da abertura econômica e principalmente do uso da taxa de câmbio como instrumento de controle rígido da inflação.

Portanto, a aplicação de uma política monetária contracionista tem sido a contraface do uso da taxa de câmbio como âncora dos preços internos, o que tem

tido implicações significativas sobre toda a economia e em especial sobre as próprias finanças do setor público.

#### **4. Conclusão**

Os primeiros seis anos da década de 90 foram marcados por mudanças na economia mundial que repercutiram sobre a América Latina e particularmente sobre o Brasil no sentido de dar graus de liberdade adicionais à adoção de políticas de estabilização. Com a volta do acesso desses países a fluxos de recursos externos, amenizava-se a sua escassez estrutural de divisas e abria-se espaço para medidas mais consistentes visando o combate à inflação.

Paralelamente a essa maior liberdade, surgiram também novas restrições ao manejo da política econômica. A necessidade de uma política monetária contracionista como contraface do uso até agora bem-sucedido da taxa de câmbio como âncora dos preços internos na economia brasileira, no contexto do Plano Real, é um exemplo ilustrativo dessas restrições.

Acontece, porém, que as novas condicionalidades da política econômica brasileira atual têm se mostrado cada vez mais inconsistentes com o diagnóstico inicial do Plano Real acerca das causas da inflação, especialmente diante dos efeitos prejudiciais que elas têm tido sobre as contas públicas, por meio da expansão acelerada da dívida mobiliária do Governo.

O capítulo seguinte apresenta assim os principais impactos das mudanças na política econômica brasileira aqui apresentadas sobre a evolução da dívida interna mobiliária federal, com ênfase no período relativo ao Plano Real. Ademais, faz-se uma breve discussão acerca da inconsistência da evolução



recente da dívida mobiliária do Governo em relação aos objetivos iniciais do Plano.

### **Capítulo 3: A Evolução da Dívida Mobiliária Federal no Período 1990/96: Características, Determinantes e Consequências**

#### **1. Introdução**

O nível do endividamento mobiliário do Governo junto ao mercado sofreu oscilações importantes ao longo dos seis primeiros anos da década de 90.

A primeira dessas variações ocorreu no começo de 1990, por ocasião da posse do Presidente Fernando Collor de Melo. Alvo principal do primeiro plano de estabilização dessa década, o volume de títulos federais fora do Bacen foi violentamente reduzido já no primeiro mês do novo Governo (ver *Gráfico 1*). Ao longo dos doze meses seguintes, persistiu ainda uma gradual diminuição do estoque da dívida em poder do público.

O baixo nível dessa parcela do endividamento federal, entretanto, não se manteve por muito tempo. Sua trajetória ascendente foi retomada já no final de 1991, quando teve início um curto período durante o qual esse componente da dívida interna pública sofreu um crescimento expressivo. Entre dezembro de 1991 e julho de 1992, ocorreu uma expansão *real* de 200% do estoque de títulos federais em poder do mercado (ver *Tabela 2*). No primeiro semestre de 1994, depois de um período de relativa estabilidade do nível da dívida, ele volta a sofrer um novo aumento, dessa vez em torno de 37%.

A partir de meados de 1995, contudo, interrompe-se essa tendência de aumentos esporádicos e inaugura-se um período prolongado de crescimento contínuo e acelerado da dívida mobiliária do Governo fora do Bacen. Entre junho de 1995 e dezembro de 1996, ela cresce aproximadamente 123%, saindo de um patamar de R\$ 72 milhões para chegar a R\$ 160 milhões no final do período<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Esses valores estão dados a preços de dezembro de 1995, de acordo com a *Tabela 2*.

No caso dessa última fase, o aumento da dívida federal chama a atenção não só pela sua magnitude mas especialmente pela sua incoerência com o discurso inicial do Plano Real, já vigente naqueles meses. Vale lembrar que a arquitetura do Plano partiu de um diagnóstico que apontava o desequilíbrio das finanças do Governo como a principal causa da inflação crônica brasileira, chamando a atenção, assim, para a importância do ajuste fiscal para a consolidação da estabilidade monetária no país. O crescimento recente do estoque de dívida mobiliária têm, contudo, apontado no sentido de uma deterioração das contas federais, revelando-se uma inconsistência da política econômica que vem sendo aplicada no âmbito do Plano Real.

O objetivo desse capítulo é, portanto, inicialmente analisar os movimentos de inflexão do estoque de títulos federais em poder do público, à luz da política econômica implementada no período 1990/96, e, num segundo momento, demonstrar que o aumento recente dessa dívida reflete uma das principais inconsistências do Plano Real.

O texto divide-se em três partes. Na primeira delas, abordam-se os impactos que as principais mudanças na política econômica brasileira tiveram sobre a dívida mobiliária do Governo no período 1990/96. A segunda parte tratará dos efeitos que o aumento expressivo da dívida mobiliária federal tem tido sobre as contas fiscais no período pós-Real. Por fim, apresentam-se as principais conclusões do capítulo.

## **2. Principais efeitos da política econômica sobre a Dívida Mobiliária Federal**

### **2.1. O período do Governo Collor**

Ao longo do Governo Collor, podem se distinguir duas fases distintas no que diz respeito ao comportamento da dívida mobiliária federal.

A primeira delas compreende, a grosso modo, os dois primeiros anos do novo Governo e caracteriza-se por uma diminuição brusca do estoque de títulos federais fora do Banco Central. Como já foi dito anteriormente, o enorme estoque de títulos federais em poder do mercado foi o principal alvo das medidas implementadas com a adoção do Plano Collor I. Dessa forma, a dívida interna do Governo junto ao público sofreu uma diminuição brutal e imediata logo após a posse do novo presidente (ver *Gráfico 1*), em função principalmente do recolhimento compulsório de um volume significativo de haveres financeiros diversos no Banco Central. Como a maior parte desses haveres financeiros era lastreada em títulos da dívida mobiliária federal, a indisponibilidade desses recursos implicou um alongamento forçado do perfil do endividamento do Governo, refletido numa queda do montante de dívida em poder do mercado paralelamente ao crescimento do estoque de títulos na carteira do Bacen. Como mostra o *Gráfico 2*, o estoque *total* da dívida teve uma pequena variação em março de 1990, mês de adoção do Plano Collor I. Isso demonstra que a diminuição de 64% do nível da dívida federal em poder do mercado no mês em questão decorreu simplesmente de uma redistribuição desse passivo entre títulos na carteira do Bacen e títulos junto ao público, em função das medidas adotadas em relação aos haveres financeiros da economia.

Depois dessa inflexão violenta, a dívida mobiliária federal ainda sofreu uma suave mas continuada redução entre maio de 1990 e abril de 1991, resultando numa diminuição de 58% no estoque de sua dívida junto ao mercado.

Essa queda adicional decorreu basicamente de dois fatores: a incidência de IOF sobre os ativos financeiros congelados e a diminuição da taxa de juros. A cobrança do IOF teve como principais decorrências a desvalorização da dívida mobiliária e a geração de um volume considerável de recursos, que contribuiriam para a recuperação das receitas do Governo.

Para tal recuperação, contribuiu ainda a redução das taxas de juros, que implicou um volume menor de encargos financeiros a serem pagos. Esses

impactos fiscais favoráveis representaram não só uma pressão menor dos desequilíbrios financeiros do setor público sobre a necessidade do Governo de captar recursos de terceiros, como também possibilitaram o resgate líquido de títulos ao longo dos anos de 1990 e 1991.

A partir do final de 1991, contudo, tem início uma segunda fase do comportamento da dívida mobiliária federal junto ao público no período do Governo Collor. Percebe-se aí uma volta do crescimento do estoque de títulos federais em poder do mercado, que decorreu principalmente da reinserção do país no mercado internacional de capitais e da devolução gradativa dos cruzados novos depositados no Banco Central à economia, num contexto de retomada da aplicação de uma política ortodoxa gradualista de combate à inflação.

Como já foi discutido no *Capítulo 2*, a combinação de um contexto internacional de disponibilidade de crédito com uma política interna de altas taxas de juros implicou a volta do acesso da economia brasileira aos fluxos de capitais privados externos. A forte entrada desses capitais, associada aos superávits na Balança Comercial, resultou num aumento considerável do nível de reservas internacionais do país. A partir dos dados da *Tabela 3*, percebe-se que o período compreendido entre novembro de 1991 e julho de 1992, momento de expressiva elevação da dívida do Governo junto ao público, caracterizou-se por uma rápida expansão também do volume de divisas do Banco Central, decorrente da entrada líquida significativa de dólares no país. Nesses sete meses, as reservas do Bacen em moeda estrangeira aumentaram em aproximadamente 160%: de um nível de US\$ 7 bilhões, saltaram para o patamar de US\$ 19 bilhões, uma cifra até então inédita na economia brasileira. Essa *performance* do setor externo nacional implicou uma pressão expansionista considerável sobre a liquidez interna da economia, diante das intervenções do Banco Central no mercado de câmbio com o objetivo de evitar uma valorização excessiva da moeda nacional frente ao dólar. Afinal, a intenção desse Governo de adotar taxas de câmbio flutuantes já havia

sido deixada de lado desde meados de 1990, quando passou-se a um regime de *dirty floating* (ver item 2.3 do *Capítulo 2*).

À pressão expansionista do setor exportador veio somar-se uma outra, decorrente da volta à economia dos cruzados novos compulsoriamente depositados junto ao Banco Central por ocasião da reforma monetária aplicada em março de 1990. Esses recursos começaram a ser devolvidos em agosto de 1991 e o processo prolongou-se pelos doze meses seguintes.

Nessas condições, o endividamento interno foi o recurso usado pelo Governo para controlar a oferta de moeda em circulação na economia. Esse expediente será, aliás, posteriormente retomado com uma funcionalidade mais orgânica no âmbito da política econômica do Governo de Fernando Henrique Cardoso.

## **2.2. O período do Plano Real**

O comportamento da dívida interna do Governo ao longo dos trinta primeiros meses de vigência do Real caracterizou-se por um crescimento acelerado e contínuo do estoque de títulos públicos federais fora do Bacen. Nesse período, enquanto o crescimento *real* da dívida pública mobiliária federal total foi de 50%, o crescimento verificado no seu componente em poder do público foi, na verdade, muito superior, atingindo a cifra de 105%, como se deduz da *Tabela 2*. A relação entre o nível de endividamento mobiliário do Governo e o PIB saltou de 11,2%, em 1994, para 16% em dezembro de 1995, chegando a 21,3% em junho de 1996 (ver *Tabela 9*).

Esse aumento significativo da dívida mobiliária federal resultou basicamente dos efeitos da estratégia adotada pelo Governo para manter sob controle a evolução dos preços internos, depois de realizada a reforma monetária que deu início à vigência do Real.

Como já foi apresentado no *Capítulo 2*, o eixo principal da política econômica do Plano Real para o controle da inflação foi a adoção de uma âncora cambial, cuja contrapartida foi a aplicação de uma política monetária restritiva. Procurava-se viabilizar, assim, uma maior exposição dos produtos brasileiros à competição internacional, o que estabelecia limites à elevação dos preços internos.

A explicação para o comportamento da dívida interna do Governo, nos dois primeiros anos do Real, está na funcionalidade que os títulos públicos federais adquiriram dentro dessa política econômica.

Inicialmente uma das principais razões para o aumento significativo da dívida foi o acúmulo de reservas internacionais por parte do Governo, especialmente a partir de julho de 1995.

Diante das elevadas taxas de juros vigentes na economia brasileira nesse período, criou-se um diferencial entre as taxas internas e externas que representou um forte estímulo à entrada de recursos externos no país. Como mostra o *Gráfico 2*, o nível de reservas internacionais acumulado no Bacen manteve-se estável nos primeiros meses do Plano Real, incorrendo, num momento seguinte, numa diminuição considerável. Essa queda do nível de reservas resultou dos déficits comerciais registrados naquele período e principalmente dos efeitos da *Crise do México* sobre o comportamento dos investidores estrangeiros em relação aos mercados emergentes latino-americanos, o que provocou uma saída considerável de recursos de curto prazo até então aplicados no país. Uma vez adotadas algumas mudanças na política cambial, aumentado o caráter restritivo da política monetária e restabelecida a confiança dos investidores no país, diminuíram os déficits da Balança Comercial brasileira e retomou-se o influxo de recursos financeiros externos. De forma a esterilizar as pressões expansionistas por parte dos superávits recorrentes registrados nas operações do setor externo da economia, o Governo efetuou o lançamento maciço de títulos da dívida interna, o

que resultou na retomada da trajetória ascendente do estoque de dívida mobiliária federal junto ao público.

A comparação entre os *Gráficos 1 e 2* ratifica a relação estreita entre o comportamento da dívida mobiliária federal e o acúmulo de reservas internacionais, no período de crescimento da dívida, a partir de meados de 1995. Como mostram os gráficos, esse período do Plano Real caracterizou-se por uma evolução da dívida interna muito próxima àquela do volume de reservas do Governo.

Uma outra fonte de pressões expansionistas foi o Proer - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. Criado em novembro de 1995, o Proer é um programa de assistência financeira do Governo ao processo de ajustamento do sistema bancário nacional às novas condições da economia brasileira. Segundo o discurso do Governo, a necessidade dessa reestruturação vem do fato de que o crescimento e funcionamento dos bancos brasileiros foi, durante muito tempo, sustentado pelo regime de alta inflação, que mantinha elevada a demanda pelos serviços bancários, uma vez que os agentes buscavam aí uma proteção contra a perda do poder aquisitivo das suas rendas. Com a reversão dessas condições diante da estabilização da economia, a demanda pelos produtos bancários teria diminuído, levando muitas instituições a se tornarem financeiramente frágeis.

Ademais, principalmente a partir de março de 1995, empresas e consumidores, depois de um período de aumento do seu nível de endividamento, tiveram que enfrentar um desequilíbrio significativo e súbito nos seus fluxos financeiros, em decorrência da elevação do custo de refinanciamento de suas dívidas. Paralelamente a capacidade de pagamento das dívidas desses agentes junto aos bancos ficou fortemente comprometida, diante da queda das vendas domésticas e do aumento do desemprego, agravando ainda mais a fragilidade do sistema financeiro. Juntem-se a isso os procedimentos pouco criteriosos que os



bancos passaram a adotar na concessão dos seus empréstimos, a partir de julho de 1994, na tentativa de compensar as perdas decorrentes da queda da inflação.

Como as crescentes dificuldades de liquidez do sistema bancário comprometeriam não só os interesses de depositantes e investidores como a própria confiabilidade e solvência do sistema financeiro nacional, o Governo procurou evitar uma reestruturação traumática do sistema bancário e amenizar os efeitos mais lesivos desse ajustamento sobre a economia. Justificava-se assim o fato do Governo arcar com parte dos custos do processo de incorporação de bancos em dificuldade financeira por instituições mais sadias, por meio de empréstimos a estas instituições, a taxas de juros mais baixas que as de mercado. Esses empréstimos configurariam então a razão de ser do Proer.

Parte dos recursos relativos ao Proer permaneceu no Bacen para o pagamento de dívidas que os bancos beneficiados em geral apresentavam no redesconto. Uma outra parte, entretanto, foi canalizada para a economia, revertendo-se em impacto sobre a oferta monetária.

Este impacto, por sua vez, tem sido esterilizado pelo lançamento de títulos públicos federais, o que tem viabilizado a manutenção do controle da liquidez da economia por parte do Governo. Como mostra a *Tabela 4*, o Proer foi responsável pela liberação para a economia de mais de R\$ 9 bilhões, em apenas um ano de vigência.

A manutenção de uma política monetária restritiva, nesse período, só foi possível, portanto, em função das operações com títulos públicos federais, que esterilizaram esses impactos expansionistas, evitando um aumento significativo da quantidade de dinheiro em circulação na economia.

Como mostra a *Tabela 4*, a base monetária sofreu um aumento *real* de R\$ 17,1 bilhões nos primeiros vinte e quatro meses de vigência da nova moeda. Entretanto, é preciso perceber aí dois períodos claramente distintos: nos primeiros seis meses, a quantidade de dinheiro em circulação aumentou em R\$ 17,6 bilhões, em função principalmente do processo de remonetização da economia,

que geralmente caracteriza a superação de um regime de alta inflação; porém, nos dezoito meses seguintes, apesar de ter sofrido pressões expansionistas muito maiores que no período anterior, a base monetária apresentou uma diminuição real de R\$ 533 milhões. Isso só ocorreu porque as operações com títulos públicos federais agiram em sentido contrário, esterilizando as pressões pelo aumento da liquidez, decorrentes principalmente dos seguidos saldos positivos obtidos pelo país nas suas transações com o resto do mundo e dos significativos montantes de recursos liberados pelo Governo Federal para o sistema financeiro.

Dessa forma, percebe-se que o grande crescimento da dívida pública mobiliária federal, nos primeiros dois anos e meio de estabilidade econômica pós-Real, esteve estreitamente ligado à funcionalidade particular que os títulos federais tiveram na política monetária então vigente. É curioso perceber que configurou-se aí um círculo vicioso cujo resultado foi o crescimento contínuo da dívida: por um lado, o lançamento dos títulos públicos tinham como objetivo a manutenção do caráter restritivo da política monetária; a manutenção dessa política, entretanto, resultava na persistência de taxas de juros elevadas e de contenção do crédito bancário, condições estas que reforçavam tanto o influxo de recursos externos para o país quanto a fragilização de algumas instituições do sistema financeiro nacional. Ou seja, ratificavam-se as principais fontes de expansão da liquidez, o que terminava repondo a necessidade de lançamento de títulos federais para o controle da oferta monetária.

Esse, porém, é o aspecto indireto da relação da política monetária então adotada com o crescimento verificado na dívida mobiliária do Governo. Há de se considerar ainda um outro círculo vicioso que contempla os impactos diretos dessa política sobre o nível e o ritmo do endividamento interno federal. A exemplo do que ocorria na década de 80, as altas taxas de juros decorrentes da política econômica restritiva também representaram, nesses dois anos e meio, um fator importante de aumento do estoque de títulos federais fora do Bacen. Apesar de decrescentes (ver *Gráfico 4*), as elevadas taxas de juros vigentes no período

incidiam sobre um estoque crescente de dívida, fazendo com que uma parte considerável do aumento do endividamento tivesse um caráter financeiro. Dessa forma, o crescimento da dívida interna federal, ao sustentar esse nível de taxas de juros, repunha a necessidade de lançamentos líquidos futuros de títulos num volume significativo, em decorrência dos encargos financeiros incidentes sobre o montante da dívida.

Logo, percebe-se que as principais causas do crescimento acelerado da dívida mobiliária federal, nos dois primeiros anos pós-Real, estiveram relacionadas à política monetária restritiva adotada pelo Governo enquanto contrapartida da apreciação cambial, eixo da estratégia de manutenção da estabilidade econômica. Seja indiretamente, por meio do estímulo ao influxo de recursos externos para o país e da fragilização do sistema bancário nacional, seja diretamente, através das altas taxas de juros, a política monetária esteve na raiz do comportamento do endividamento interno federal nesse período.

## **2. Principais efeitos do crescimento recente da dívida mobiliária federal sobre as finanças do Governo**

Apesar de eficiente na sua função de contenção das pressões expansionistas, esse comportamento da dívida mobiliária federal tem tido efeitos colaterais que parecem apontar na direção de uma deterioração das contas fiscais do Governo.

O estoque crescente de dívida mobiliária combinado com a política de elevadas taxas de juros, provocou uma elevação acelerada do montante de encargos financeiros desse passivo. Como mostra a *Tabela 8*, esse montante subiu de R\$ 3,8 bilhões, em 1994, para R\$ 7 bilhões, em 1995, chegando a R\$ 9,9 bilhões em 1996. Isso quer dizer que a política econômica do Plano Real levou o serviço da dívida federal em títulos a um aumento de 159% em apenas dois anos!

Nessas condições, o montante de juros pagos pelo Governo como remuneração da sua dívida mobiliária foi um dos itens de crescimento mais rápido na estrutura dos gastos federais desde a implantação do Plano Real. A *Tabela 8* mostra que, entre 1994 e 1995, a despesa total do Governo sofreu um aumento de 68%, enquanto o volume de encargos da dívida mobiliária federal se elevou em 85% no mesmo período. A comparação entre os anos de 1995 e 1996 é ainda mais esclarecedora: o aumento *real* da despesa total do Governo foi de 7,6% ao passo que os gastos com o serviço da dívida mobiliária subiram em 40%!

Quanto à participação desses juros no montante das receitas totais do Governo, os dados desse período demonstram ainda mais claramente a deterioração das contas fiscais decorrente do crescimento da dívida mobiliária federal. Ainda segundo a *Tabela 8*, percebe-se que esses juros têm aumentado sua participação não só no montante das despesas totais do Governo mas também e principalmente no das suas receitas. Em decorrência da necessidade de se aplicar uma política recessiva com vistas ao controle dos déficits da Balança Comercial do país, as receitas federais têm obviamente seguido as tendências de baixo crescimento da atividade econômica. Entre 1994 e 1995, as receitas totais do Governo aumentaram em 56%, em termos reais; entretanto, entre 1995 e 1996, período de adoção de um severo aperto monetário no país, elas aumentaram em apenas 3%, enquanto - vale lembrar - o aumento dos encargos da dívida federal em títulos foi de 40%! Ou seja, o esforço de contenção de despesas e aumento de receitas que o Governo vem realizando tem servido fundamentalmente para o pagamento dos juros da sua dívida interna!

Um outro aspecto do impacto do crescimento da dívida mobiliária sobre as contas federais foi uma mudança importante na estrutura de endividamento do Governo. Como mostra a *Tabela 9*, a dívida interna aumentou significativamente sua participação no total da dívida líquida do setor público, paralelamente a uma diminuição da dívida externa. Para essa mudança na composição da dívida

líquida total, contribuiu de maneira expressiva o comportamento do passivo interno do Governo, que saltou de 2,9% em 1994 para 11,3% do PIB em junho de 1996, enquanto a sua parcela de dívida externa diminuiu de 6% para 2% do PIB no mesmo período. A principal explicação para essa mudança no passivo federal foi o acúmulo de reservas internacionais, o que permitiu a diminuição da dívida externa líquida do Governo, ao mesmo tempo em que pressionou pela expansão do estoque da dívida mobiliária. Esta foi, por sua vez, o fator responsável pela participação crescente da dívida interna na estrutura de financiamento do Governo.

Tais alterações na composição da dívida pública teve efeitos fiscais desfavoráveis, uma vez que aumentou, no total do passivo do Governo, justamente a parcela da dívida remunerada à maior taxa de juros. Sobre o nível das taxas de juros brasileiras, em meados de 1995, observou-se, num levantamento das taxas de curto prazo em 38 países que incluía todas as principais economias desenvolvidas, que "nenhum país praticava taxas de juro sequer próximas aos 35% a.a. observados no Brasil. Naquele momento, a taxa real brasileira correspondia a nada menos que *15 vezes* a média das taxas reais de juro nos sete principais países desenvolvidos" (BATISTA JR., 1996: 155 - grifo do autor). Isso significa que as mudanças na estrutura da dívida do Governo tiveram efeitos desfavoráveis sobre as contas fiscais não só do ponto de vista qualitativo mas também do ponto de vista quantitativo, diante do expressivo diferencial entre as taxas de juro interna e externa.

Relacionada a esse diferencial de taxas, há ainda a questão da contrapartida do endividamento mobiliário do Governo. A expansão recente da dívida federal foi acompanhada por um agravamento do desequilíbrio entre o ativo e o passivo das contas fiscais. Isso ocorreu porque a taxa de juros incidente sobre a dívida mobiliária foi maior do que a taxa de remuneração das reservas internacionais e dos empréstimos concedidos no âmbito do Proer, fatores estes que estiveram entre as causas principais do crescimento acelerado do nível do

endividamento federal nos últimos anos, como já foi mostado. O diferencial dessas taxas de juros correspondeu a custos financeiros expressivos para o Governo, além de representar um ônus para a conta de serviços do Balanço de Pagamentos em períodos subseqüentes, já que o país pagava significativamente mais pelas divisas captadas do que recebia pela aplicação desses recursos.

Vale ainda ressaltar a maior vulnerabilidade da economia brasileira a ataques especulativos, em função da expansão da dívida do Governo. Na medida em que essa dívida concentra seus pagamentos no curto prazo, ela representa um importante componente do estoque de liquidez doméstica. A evolução da dívida levou a base monetária ampliada<sup>16</sup> a um aumento expressivo, relativamente ao nível das reservas internacionais. Como mostra a *Tabela 7*, as reservas correspondiam a 57,4% da base monetária ampliada no momento de adoção do Real, sendo que essa relação passou a ser de 37,4% em meados de 1996. Paralelamente a dívida mobiliária federal saiu de uma participação de 153,7% das reservas internacionais, em junho de 1994, para alcançar 262% dois anos depois. Esses números indicam que tem diminuído o grau de cobertura proporcionado pelas reservas internacionais ao estoque de liquidez doméstica, o que representa o combustível necessário para ataques especulativos contra o câmbio. Em outras palavras, tem sido crescente o risco de que, num contexto de instabilidade cambial ou perda de confiança no Plano, ocorra uma fuga maciça do estoque de ativos líquidos da economia para o dólar.

A partir dos dados e das observações aqui apresentados, percebe-se, portanto, que a elevação rápida e significativa apresentada pela dívida mobiliária federal, particularmente no que diz respeito à sua parcela em poder do público, tem implicado um aprofundamento das dificuldades financeiras do Governo no período pós-Real.

---

<sup>16</sup> O Banco central define a *base monetária ampliada* como a soma da base monetária com depósitos compulsórios em espécie e títulos federais.

Muitos argumentam, entretanto, que esse ônus fiscal poderá ser compensado pelas receitas que o Estado virá a receber em função do Programa de Privatização de empresas públicas, mantendo-se, assim, a coerência interna da política de estabilização e a sua busca de um ajuste fiscal duradouro para a consolidação da estabilidade econômica. Cabe aqui, portanto, uma breve discussão sobre os impactos que essa reforma patrimonial pode vir a ter sobre as contas fiscais.

Inicialmente é importante chamar a atenção para algumas incorreções amplamente difundidas que dizem respeito às privatizações e ao déficit público. Ao contrário do que muitos acreditam, a venda de empresas estatais ao setor privado não elimina o déficit público estrutural! A privatização de uma empresa estatal implica que o Governo abre mão de receitas futuras em troca de uma liquidez presente, o que em termos contábeis corresponde simplesmente a uma diminuição dos recursos alocados em ativos fixos e um aumento equivalente no caixa do Governo. Estando mais líquido, o Governo pode financiar uma parcela maior do seu déficit presente sem precisar recorrer à emissão de dívida. Porém, na medida em que essa alteração não redefine a estrutura de despesas e receitas públicas, tende a persistir o desequilíbrio das contas fiscais, podendo este vir até mesmo a aumentar no futuro, dependendo da destinação a ser dada aos recursos provenientes da privatização. No caso desses recursos serem aplicados num consumo presente maior por parte do Governo, por exemplo, o déficit federal tende a elevar-se, uma vez que as receitas a serem auferidas no futuro serão menores, enquanto as despesas permanecerão as mesmas.

Logo, percebe-se que:

“ainda que a venda de ativos reduza a necessidade de financiamento do setor público, ela pode em nada contribuir para aumentar a poupança agregada através da maior geração de poupança pelo setor público. E é este aumento que constitui a razão maior do ajuste fiscal que se faz necessário (...) na economia brasileira. De fato, não é qualquer redução da necessidade de financiamento do

setor público que leva a uma elevação da poupança gerada por este setor. Tal elevação requer em geral um ajuste fiscal envolvendo alguma combinação de cortes de custeio com aumento de receita corrente”(WERNECK, 1989: 288).

Portanto, a privatização em si não elimina o déficit estrutural das contas públicas, limitando-se apenas à possibilidade de se financiar o déficit corrente, substituindo a emissão de dívida. A contribuição desse processo para o ajuste consistente das finanças federais vai depender das eventuais modificações que ele vier a provocar no patrimônio líquido do Governo. Para tanto, o preço de venda das empresas deveria exceder o valor atualizado dos lucros que seriam por ela auferidos ao longo do seu tempo de funcionamento futuro. No caso de haver ganhos patrimoniais, a privatização estaria amenizando o tamanho do esforço inevitável a ser realizado para reequilibrar o fluxo de despesas e receitas correntes, de forma a reverter o caráter estrutural do déficit público.

No entanto, a experiência brasileira recente tem mostrado que “não tem sido possível até agora arrecadar muito mais do que o patrimônio líquido das empresas alienadas” (MELLO, 1994: 39). E quanto ao volume potencial de recursos que a venda das estatais pode vir a proporcionar aos cofres públicos, algumas estimativas apontam cenários pouco favoráveis: um estudo demonstrou que o valor do patrimônio total de propriedade do Governo federal nas empresas estatais era, em janeiro de 1994, de aproximadamente US\$ 29 bilhões<sup>17</sup>, montante pouco significativo diante, por exemplo, do aumento *real* do estoque de dívida mobiliária federal nos primeiros trinta meses de vigência do Plano Real, que foi de aproximadamente US\$ 80 bilhões.

Nessas condições, é necessário relativizar a importância das privatizações para a recuperação do equilíbrio fiscal federal. O ajuste estrutural das contas públicas será obtido somente no caso de vir a ocorrer uma modificação profunda na estrutura de despesas e receitas do Estado. Segundo o discurso do Governo,

---

<sup>17</sup> Para detalhes acerca da metodologia utilizada nessa estimativa, ver MELLO (1994).



isso será alcançado com as reformas constitucionais. O próprio Governo, porém, adverte que “as reformas não representam solução a curto prazo”.

Assim, mesmo canalizando uma parte importante das receitas obtidas com a venda das empresas estatais para o abatimento da dívida mobiliária federal, parece pequena a contribuição que pode vir daí para a diminuição das despesas financeiras futuras decorrentes do endividamento interno, ainda mais diante da tendência de continuação da política de juros altos. A partir disso, vislumbra-se um cenário de possível diminuição futura de receitas, em decorrência da venda de empresas, e persistência de despesas, marcadamente as de caráter financeiro, o que virá provavelmente a ratificar a deterioração das contas públicas a médio prazo.

#### **4. Conclusões**

A evolução da dívida mobiliária federal, nos primeiros seis anos da década de 90, decorreu basicamente da funcionalidade dos títulos públicos na aplicação de uma política monetária restritiva, a qual foi uma característica marcante da política econômica aplicada no período.

No caso do Plano Real, todavia, tal funcionalidade tem se revelado inconsistente com o objetivo inicial da política de estabilização, ou seja, o ajuste fiscal. Ao invés de favorecer a recuperação do equilíbrio e o controle das contas do setor público, a arquitetura do Plano revelou efeitos intrínsecos à sua própria lógica que impuseram um ônus adicional sobre as dificuldades financeiras do Governo como contrapartida da manutenção da estabilidade monetária. Um desses efeitos foi justamente o crescimento expressivo do estoque de títulos públicos federais junto ao mercado.

Como procurou-se mostrar nesse capítulo, tal crescimento redundou em deterioração das contas fiscais basicamente por duas razões. A primeira delas foi que o aumento da dívida mobiliária provocou efeitos negativos para a estrutura

de endividamento do Governo, na medida em que cresceu, nessa estrutura, a parcela da dívida interna sobre a qual incidem taxas de juros significativamente maiores do que as que remuneram a dívida em moeda estrangeira. A segunda razão foi que a contrapartida do endividamento mobiliário tem apresentado uma remuneração muito abaixo dos juros pagos pelo Governo sobre sua dívida interna.

Nesse capítulo, procurou-se ainda fazer algumas observações sobre a possibilidade da venda de empresas estatais ao setor privado vir a compensar os impactos fiscais negativos do crescimento recente da dívida federal em títulos. Percebeu-se, porém, que o processo brasileiro de privatização não é capaz de substituir e nem mesmo de amenizar de forma substancial um ajuste fiscal profundo por parte do Governo. Não só as receitas potenciais das privatizações parecem ser pequenas perto do montante de juros da dívida interna como a venda de empresas públicas ao setor privado deveria se submeter a objetivos de caráter mais estratégicos do que financeiros.

## Conclusão

Nos seis primeiros anos da década de 90, persistiu a tendência de crescimento acelerado da dívida mobiliária do Governo, particularmente do estoque de títulos federais em poder do mercado. Porém, novas condições relacionadas ao setor externo e mais recentemente à situação da estabilidade monetária na economia brasileira conferiram ao processo de endividamento público interno características diferentes daquelas que marcaram-no ao final dos anos 80.

Na década passada, o aumento da dívida mobiliária foi fortemente influenciado pela suspensão dos fluxos de recursos externos para o país, que teve impactos diretos sobre as contas do Governo e condicionou a política econômica a partir de então. A aplicação de uma política monetária ortodoxa e as dificuldades financeiras do setor público foram os fatores determinantes do rápido crescimento da dívida interna federal. A persistência da crise fiscal e as condicionalidades diversas quanto ao manejo da política econômica levaram à perda do controle da emissão dos títulos federais, transformando a dívida mobiliária num importante fator de instabilidade econômica.

A década de 90 trouxe, contudo, mudanças significativas nas condições de funcionamento do setor externo nacional, as quais tiveram repercussões diretas sobre a política econômica do Governo. A retomada do acesso a fluxos de recursos em moeda estrangeira conferiu graus de liberdade adicionais ao esforço do país de recuperação da estabilidade monetária. O resultado tem sido o controle das taxas inflacionárias por um período de tempo há muito inédito na economia brasileira.

O novo contexto externo e mesmo o sucesso no combate à inflação não evitaram que a dívida mobiliária do Governo retomasse sua evolução ascendente característica da década de 80. Pelo contrário, são elementos fundamentais para a

compreensão do comportamento recente do endividamento público interno. Os diversos aspectos da funcionalidade dos títulos federais no âmbito da política econômica do Plano Real têm sido os fatores determinantes do rápido aumento verificado no nível da dívida interna do Governo.

Quanto às perspectivas da evolução futura da dívida mobiliária, alguns analistas defendem a idéia de que o seu ritmo de expansão tenderia a diminuir, chamando a atenção para a suave porém contínua queda da taxa de juros no período recente. Em contraposição a esse argumento, há de se lembrar da necessidade de o país manter um diferencial de taxas de juros interna e externa, de forma a atrair capitais externos com os quais se possa financiar o seu déficit em Conta Corrente. Com isso, a diminuição da taxa de juros no Brasil passa a ter um limite, que, segundo a lógica do Plano, deve se situar a um nível razoavelmente acima das taxas de juros internacionais.

Essa discussão, portanto, não pode estar dissociada do debate sobre as possibilidades de o Brasil melhorar a sua inserção no comércio mundial, voltando a gerar superávits na Balança Comercial especialmente por meio de um aumento das suas exportações. Isto abriria espaço para a aplicação de uma taxa de juros interna significativamente menor, assim como uma redução da pressão expansionista exercida pelo aumento das reservas de divisas, diminuindo, dessa forma, o volume de encargos financeiros do Governo e a necessidade de lançamento de títulos públicos no mercado, como contrapartida do aumento das reservas internacionais.

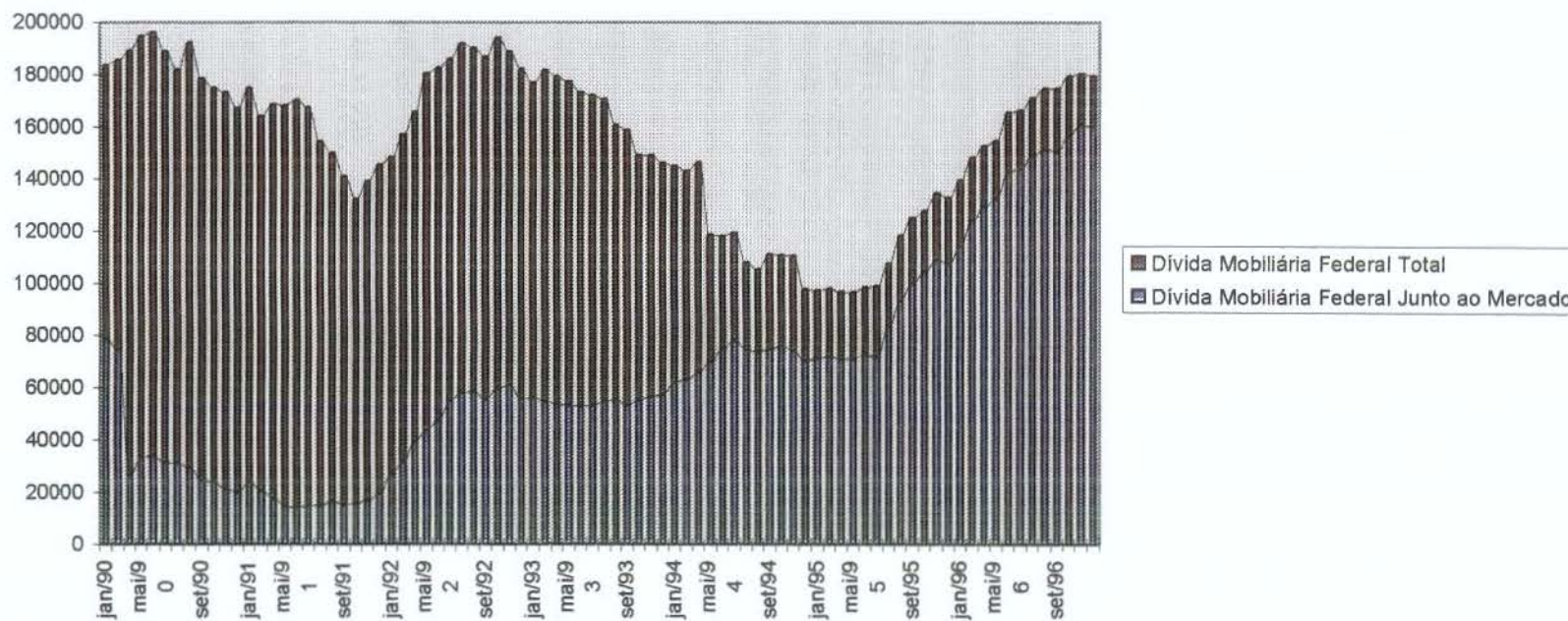
No contexto do Plano Real, baseado no uso da taxa de câmbio como instrumento principal de controle dos preços, a consolidação da estabilidade econômica passa, portanto, pela superação de dificuldades estruturais, dentre as quais destaca-se não só o desequilíbrio das finanças do Governo como a dependência externa do país. Estes objetivos, todavia, só podem ser obtido a médio ou mesmo longo prazo, o que significa que a política de juros elevados tende a permanecer. A continuação dessa política, entretanto, aprofunda os

desequilíbrios financeiros do Governo e potencializa as inconsistências do Plano, na medida em que tem como efeito direto a expansão acelerada da dívida mobiliária federal. A exemplo do ocorrido na década de 80, os títulos públicos voltam gradativamente a representar uma ameaça crescente à consolidação da estabilidade monetária na economia brasileira.

## **Apêndice Estatístico**

Gráfico 1

Brasil: jan/90 a dez/96  
Evolução da Dívida Mobiliária Federal - em R\$ milhões dez/95



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

**Tabela 1***Brasil***Participação na Receita Disponível Líquida do Tesouro**

Discriminação	1989 (jun/dez)	1990 (jun/dez)
1. Despesas Financeiras		
Encargos da Dívida Mobiliária Federal	87,6	0,5
2. Despesas Não-Financeiras		
Pessoas e Encargos Sociais	51,0	60,7
Outras Despesas (Custeio e Investimento)	35,0	18,1

Fonte: SFN-MEFP - citado por Cabanelas (1991).

Elaboração: CECOM/IE/UNICAMP



Tabela 2

Brasil: jan/1990 a out/1996

## Dívida Mobiliária Interna Federal fora do Bacen

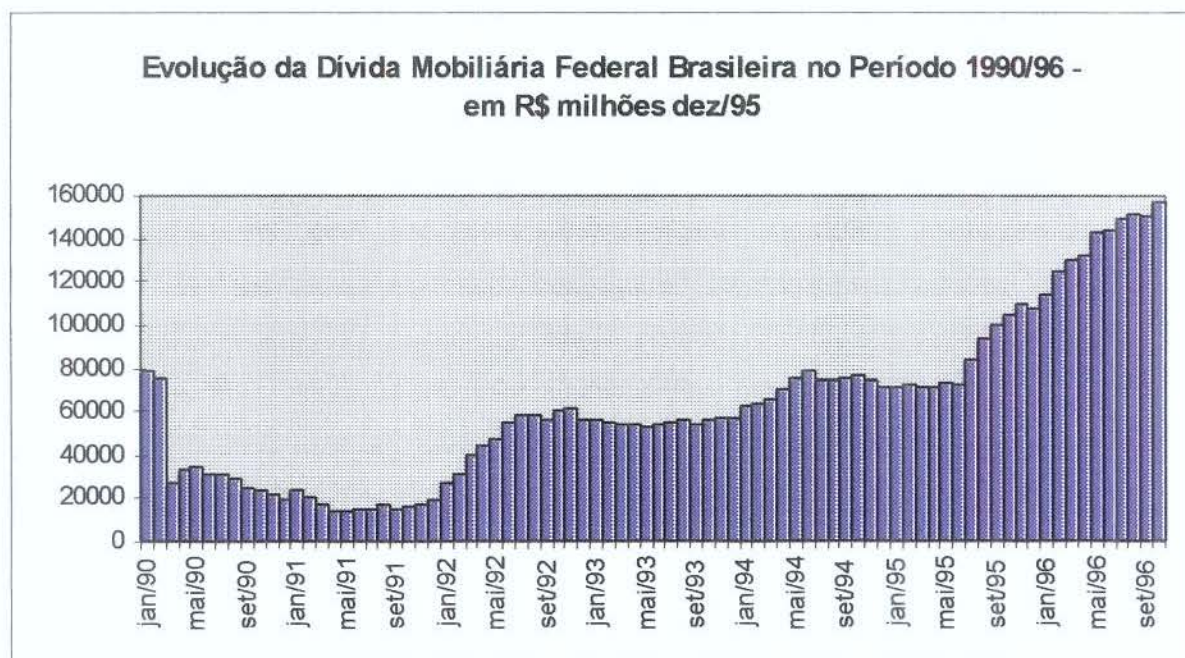
R\$ milhões dez/95

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Jan</b>	78.778,06	24.031,77	27.231,05	56.186,02	62.143,013	71.376,94	114.173,03
<b>Fev</b>	74.675,16	20.665,19	31.416,03	54.778,95	63.037,09	72.176,86	124.029,02
<b>Mar</b>	26.622,20	17.674,67	39.383,36	53.831,96	65.725,38	71.035,99	129.520,12
<b>Abr</b>	33.350,62	14.410,65	43.674,72	53.198,96	70.066,10	71.216,48	132.232,44
<b>Mai</b>	33.869,01	14.279,65	47.525,66	52.974,85	74.961,90	72.824,98	142.846,35
<b>Jun</b>	31.161,82	14.846,52	55.185,41	53.219,77	78.262,35	71.711,72	144.045,37
<b>Jul</b>	31.169,02	14.820,52	58.061,38	54.930,58	74.534,18	83.375,24	148.998,98
<b>Ago</b>	29.231,01	16.693,77	58.414,08	55.797,09	73.828,38	93.487,29	151.503,34
<b>Set</b>	24.542,95	15.035,88	55.503,43	53.196,67	74.862,86	100.170,89	150.729,97
<b>Out</b>	23.944,47	15.877,05	59.844,73	55.557,03	76.111,24	104.181,89	156.446,13
<b>Nov</b>	21.194,30	17.031,34	61.021,20	56.721,98	74.310,54	109.188,95	160.966,47
<b>Dez</b>	19.804,86	19.310,72	55.609,05	57.311,50	70.430,92	107.623,15	159.949,18

Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Deflator: IGP-DI centrado.

Gráfico 2



Fonte e elaboração: ver Tabela 1.

Tabela 3

Brasil: jan/1990 a Out/1996

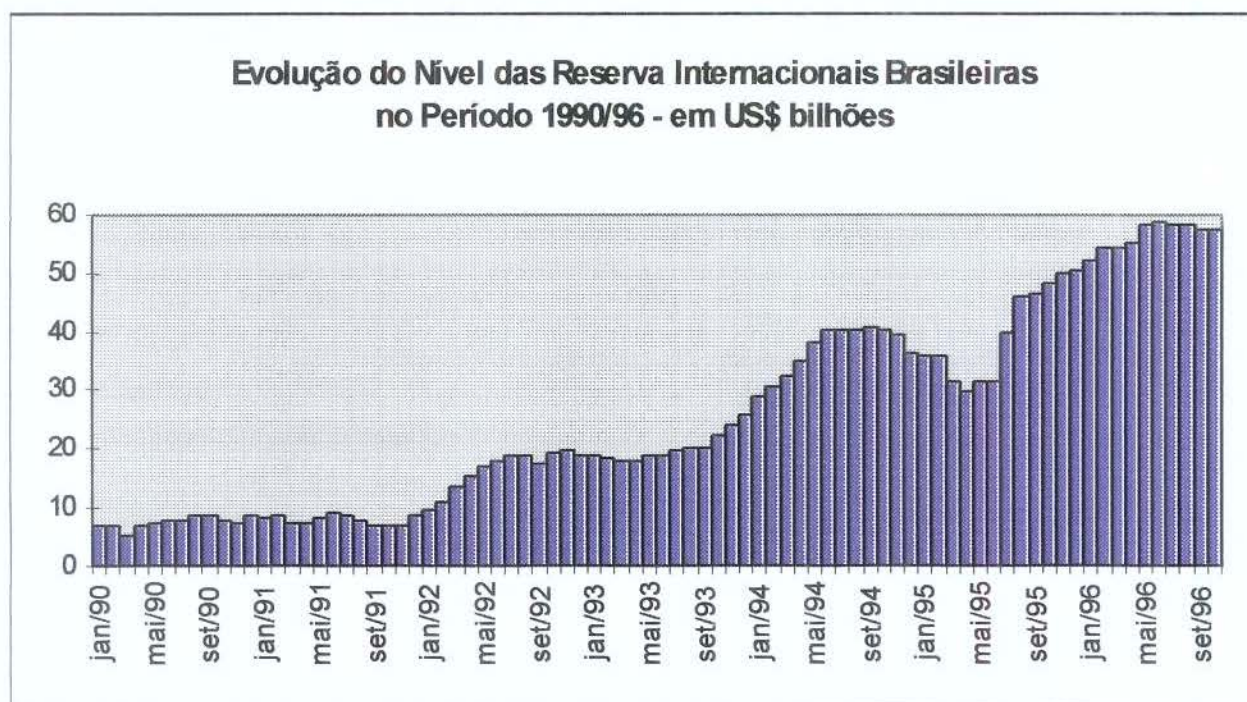
## Reservas Internacionais do Banco Central

US\$ bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Jan</b>	6,9	8,5	9,7	18,8	29,1	35,9	52,2
<b>Fev</b>	6,9	8,6	11,1	18,5	30,5	35,8	54,4
<b>Mar</b>	5,4	7,5	13,7	18	32,3	31,5	54,3
<b>Abr</b>	6,8	7,6	15,2	17,8	35,1	29,9	55,4
<b>Mai</b>	7,6	8,4	16,9	18,7	38,3	31,7	58,1
<b>Jun</b>	7,8	9,2	18,1	18,8	40,1	31,5	58,6
<b>Jul</b>	8,1	8,9	18,9	19,6	40,3	39,7	58,1
<b>Ago</b>	8,6	8,1	18,9	20,3	40,2	45,8	58,3
<b>Set</b>	8,6	7,1	17,7	20,1	40,9	46,6	57,4
<b>Out</b>	8,1	7,0	19,4	22,2	40,4	48,2	57,3
<b>Nov</b>	7,6	7,0	19,9	24,3	39,5	49,8	59,2
<b>Dez</b>	8,8	8,6	19,0	25,9	36,5	50,4	59,0

Fonte: Bacen. Elaboração do autor.

Gráfico 3



Fonte e elaboração: ver Tabela 2.

**Tabela 4***Brasil: out/91 a ago/92***Fatores de Expansão e Contração da Base Monetária**

R\$ milhões dez/95

	Tesouro Nacional	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistên. Finan. de Liquidez	Depósit. em NCZS (MP 168)	Depósit. C.2001 (DER)	Depósit. do FAF	Outras Contas	Variação da Base Monetária
<i>out/91</i>	-508	126	-1.727	488	586	1.890	-153	24	726
<i>nov/91</i>	-548	-218	1.239	-459	186	1.594	276	9	2.081
<i>dez/91</i>	-216	-1.705	4.000	-30	126	1.214	-470	417	3.337
<i>jan/92</i>	1.004	-8.219	4.552	-17	84	2.538	-223	-576	-859
<i>fev/92</i>	11	-3.631	4.063	-8	35	1.804	232	185	2.693
<i>mar/92</i>	104	-6.721	4.889	-6	33	1.923	129	-139	212
<i>abr/92</i>	-829	-3.077	3.372	478	6	2.218	-254	158	2.071
<i>mai/92</i>	-1.072	-3.897	3.796	-142	3	2.060	107	-183	672
<i>jun/92</i>	-575	-2.838	1.931	-71	-3	2.069	120	309	941
<i>jul/92</i>	-68	-3.113	2.377	-71	-2	1.896	117	82	1.220
<i>ago/92</i>	-641	-1.506	813	-68	-2	2.289	287	82	1.252
<b>Total</b>	<b>-3.337</b>	<b>-34.799</b>	<b>29.305</b>	<b>93</b>	<b>1.053</b>	<b>21.495</b>	<b>169</b>	<b>368</b>	<b>14.346</b>

Fonte: Indicadores IESP (mar/92 e nov/92). Elaboração própria.

Deflator: IGP-DI.

**Tabela 4 (continuação)***Brasil: dez/93 a jun/94***Fatores de Expansão e Contração da Base Monetária**

R\$ milhões dez/95

	Tesouro Nacional	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistên. Finan. de Liquidez	Depósit. de Inst. Finan.	Outras Contas	Variação da Base Monetária
<i>dez/93</i>	-82	1.863	1.932	-14	-384	82	3.151
<i>jan/94</i>	385	-4.394	4.375	-10	-675	77	491
<i>fev/94</i>	102	-1.360	2.700	-7	-27	203	1.394
<i>mar/94</i>	-813	-4.91	1.976	-14	355	37	1.219
<i>abr/94</i>	771	-3.148	3.624	-3	98	52	1.732
<i>mai/94</i>	-237	-2.573	4.116	-5	107	51	1.678
<i>jun/94</i>	-27	-1.348	2.343	-14	48	35	1.402
<b>Total</b>	<b>98</b>	<b>-11.451</b>	<b>21.066</b>	<b>-66</b>	<b>-477</b>	<b>538</b>	<b>11.067</b>

Fonte: Bacen (Relatório Mensal fev/95). Elaboração própria. Deflator: IGP-DI.

**Tabela 4(continuação)**

Brasil: jul/1994 a jun/1996

**Fatores de Expansão e Contração da Base Monetária**

R\$ milhões dez/95

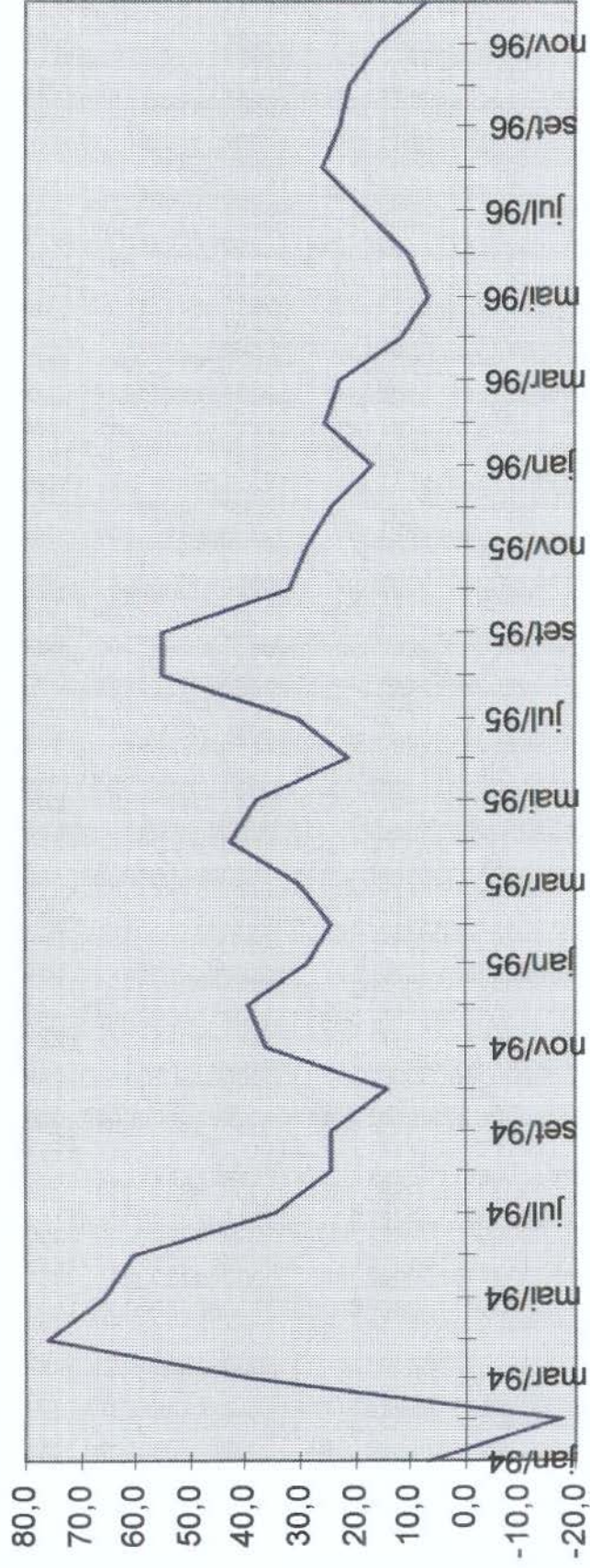
	Tesouro Nacional	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de Liquidez		Depósitos de Instituições Financeiras	Outras Contas	Variação da Base Monetária
				Empréstimos	Proer			
jun/95	-1.359	2.434	-707	-241	-	-94	171	203
jul/95	1.151	-9.927	7.160	2.841	-	-105	-8	1.112
ago/95	-712	-7.568	5.838	598	-	468	1.959	584
set/95	359	-4.172	825	-2.303	-	3.035	56	-2.200
out/95	-859	-1.615	3.051	-633	-	1.923	60	1.929
nov/95	-1.028	-3.170	1.383	19	4.201	-1.207	8	207
dez/95	913	2.456	268	614	1.418	64	388	6.121
jan/96	2.361	-3.880	2.199	-405	236	74	156	741
fev/96	670	-7.930	2.157	20	49	-143	-113	-5.292
mar/96	225	-1.900	-24	926	109	-213	78	-800
abr/96	-1.657	-1.795	1.093	882	-27	267	94	-1.144
mai/96	4.678	-9.762	1.981	1.033	2.343	597	336	1.206
jun/96	262	-627	216	177	330	309	-164	503
jul/96	-826	-2.772	810	4.147	158	190	95	1.802
ago/96	-546	537	47	-3.009	293	-265	100	-2.842
set/96	262	3.938	-1.048	1.383	325	-327	51	4.583
out/96	-539	-3.428	986	1.042	-8	-2.754	6	-4.696
nov/96	35	-3.026	944	-2	0	-3.332	5.477	96
dez/96	406	2.112	216	161	0	-2.338	3.220	3775
<b>total</b>	<b>3.796</b>	<b>-50.095</b>	<b>27.395</b>	<b>7.250</b>	<b>9.427</b>	<b>-3.851</b>	<b>11.970</b>	<b>5.355</b>

Fonte: Indicadores IESP.

Deflator: IGP-DI.

Gráfico 4

**Brasil: jan/94 a dez/96**  
**Evolução da Taxa de Juros Real (a.a.%)**



Fonte:

Bacen. Elaboração própria..

**Tabela 5***Brasil: jan/1990 a dez/1996***Taxas mensais de inflação (%)<sup>(1)</sup>**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Jan</i>	71,90	19,93	26,84	28,73	42,19	1,36	1,79
<i>Fev</i>	71,68	21,11	24,79	26,51	42,41	1,15	0,76
<i>Mar</i>	81,32	7,25	20,70	27,81	44,83	1,81	0,22
<i>Abr</i>	11,33	8,74	18,54	28,21	42,46	2,30	0,70
<i>Mai</i>	9,07	6,52	22,45	32,27	40,95	0,40	1,68
<i>Jun</i>	9,02	9,86	21,42	30,72	46,58	2,62	1,22
<i>Jul</i>	12,98	12,83	21,69	31,96	24,71	2,24	1,09
<i>Ago</i>	12,93	15,49	25,54	33,53	3,34	1,29	0,01
<i>Set</i>	11,72	16,19	27,37	36,99	1,55	-1,08	0,13
<i>Out</i>	14,16	25,85	24,94	35,14	2,55	0,23	0,22
<i>Nov</i>	17,45	25,76	24,22	36,96	2,47	1,33	0,28
<i>Dez</i>	16,46	22,14	23,70	36,22	0,57	0,27	0,88

(1) IGP-DI.

Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

**Tabela 6**  
**Brasil: jan/1994 a dez/1996**  
**Balança Comercial<sup>(1)</sup>**

US\$ milhões

Período	Exportações	Importações	Saldo
jan/94	2.747	1.769	978
fev/94	2.778	2.030	748
mar/94	3.351	2.249	1.102
abr/94	3.635	2.152	1.483
mai/94	3.862	2.625	1.237
jun/94	3.728	2.499	1.229
<b>média mensal</b>	<b>3.350</b>	<b>2.221</b>	<b>1.130</b>
jul/94	3.738	2.514	1.224
ago/94	4.282	2.776	1.506
set/94	4.162	2.641	1.521
out/94	3.842	3.186	656
nov/94	3.706	4.115	- 409
dez/94	3.714	4.523	- 809
<b>média mensal</b>	<b>3.907</b>	<b>3.293</b>	<b>615</b>
jan/95	2.980	3.284	- 304
fev/95	2.952	4.013	-1.061
mar/95	3.799	4.721	- 922
abr/95	3.394	3.864	- 470
mai/95	4.205	4.897	- 692
jun/95	4.119	4.897	- 778
<b>média mensal</b>	<b>3.575</b>	<b>4.279</b>	<b>-705</b>
jul/95	4.004	4.003	1
ago/95	4.558	4.461	97
set/95	4.167	3.687	480
out/95	4.405	4.071	334
nov/95	4.048	4.033	15
dez/95	3.875	3.927	- 52
<b>média mensal</b>	<b>4.176</b>	<b>4.030</b>	<b>146</b>
jan/96	3.473	3.438	35
fev/96	3.405	3.427	- 22
mar/96	3.408	3.873	- 465
abr/96	4.271	4.073	198
mai/96	4.506	4.237	269
jun/96	3840	4.167	- 327
<b>média mensal</b>	<b>3.817</b>	<b>3.869</b>	<b>-52</b>
jul/96	4.459	4.793	- 334
ago/96	4.381	4.672	- 291
set/96	4.115	4.769	- 654
out/96	4.188	5.496	-1.308
nov/96	3.912	4.765	- 853
dez/96	3.789	5.576	-1.787
<b>média mensal</b>	<b>4.141</b>	<b>5.012</b>	<b>-871</b>

(1) FOB. Fluxos no período. Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

**Tabela 7***Brasil: 1994 a 1996*

**Base monetária ampliada e dívida mobiliária federal como proporção das  
reservas internacionais**

<b>Período</b>	<b>Base monetária federal<sup>(1)</sup> (Em milhões US\$)</b>	<b>Dívida mobiliária federal<sup>(2)</sup> (Em milhões US\$)</b>	<b>Reservas internacionais<sup>(3)</sup>/ Base monetária ampliada (Em %)</b>	<b>Dívida mobiliária federal/Reservas internacionais<sup>(3)</sup> (Em %)</b>
1994 jun	69.913	61.675	57,4	153,7
set	90.895	73.274	45,0	179,3
dez	95.430	73.028	38,2	200,2
1995 mar	89.489	72.931	35,2	231,3
jun	89.355	75.383	35,2	239,4
set	111.739	103.226	41,7	221,4
dez	125.684	111.496	40,1	221,0
1996 mar	139.325	135.223	39,0	248,9
jun	156.742	153.611	37,4	262,0

(1) Convertida em dólares pela taxa de câmbio comercial de venda. Saldos apurados em fim de período. Inclui base monetária, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais. Exclui LBC-E; (2) Convertida em dólares pela taxa de câmbio comercial de venda. Saldos apurados em fim de período. Inclui LBC-E. Exclui carteira do Banco Central; (3) Conceito de caixa.

Fonte: BATISTA JR. (1996)



**Tabela 8***Brasil: 1990 a 1996*

**Encargos da dívida mobiliária federal e sua participação na receita e na  
despesa totais do Governo Federal e no PIB**

<b>Período</b>	<b>Encargos da Dívida Mobiliária (Em R\$ mi) (a)</b>	<b>Receita Total (Em R\$ mi) (b)</b>	<b>Despesa Total (Em R\$ mi) (c)</b>	<b>PIB (Em R\$ bi) (d)</b>	<b>a/b</b>	<b>a/c</b>	<b>a/d</b>
<i>1990</i>	2617,18	44368,43	43155,32	569	0,06	0,06	0,005
<i>1991</i>	4,36	31848,98	29041,63	571	0,00014	0,00015	7,6291E-0
<i>1992</i>	3078,21	26934,38	27319,15	566	0,11	0,11	0,005
<i>1993</i>	4384,66	22841,30	27130,04	590	0,19	0,16	0,007
<i>1994</i>	3816,14	55296,68	53724,32	624	0,07	0,07	0,006
<i>1995</i>	7078,00	86294,00	90256,00	649	0,08	0,08	0,011
<i>1996</i>	9886,58	88842,95	97120,64		0,11	0,10	

Fonte: Bacen. Elaboração própria.

**Tabela 9***Brasil: 1994 a 1996 (jun)***Dívida Líquida do Setor Público<sup>a</sup>**

Composição	% PIB		
	1994	1995	1996 (jun)
<b>Dívida interna</b>	<b>17</b>	<b>22,3</b>	<b>27,2</b>
Governo Central	2,9	6,8	11,3
<i>Títulos públicos</i>	<i>11,2</i>	<i>16</i>	<i>21,3</i>
<i>Créditos do BC</i>	<i>-4,5</i>	<i>-5,8</i>	<i>-7,3</i>
<i>FAT</i>	<i>-1,9</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,8</i>
<i>Demais contas</i>	<i>-1,9</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,1</i>
Governos estaduais e municipais	9,2	10,5	11,5
<i>Dívida mobiliária</i>	<i>4,5</i>	<i>5,6</i>	<i>6,1</i>
<i>Dívida bancária</i>	<i>4,4</i>	<i>4,8</i>	<i>5,2</i>
<i>Demais contas</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>
Empresas estatais	4,9	5	4,4
<b>Dívida externa</b>	<b>8,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>
Governo Central	6	3,5	2
Governos estaduais e municipais	0,3	0,3	0,3
Empresas estatais	1,9	1,8	2
<b>Dívida total</b>	<b>25,2</b>	<b>27,9</b>	<b>31,5</b>
Governo Central	8,9	10,3	13,3
Governos estaduais e municipais	9,5	10,8	11,8
Empresas estatais	6,8	6,8	6,4

(a) Não inclui a base monetária.

Fonte: ALÉM; GIAMBLAGI (1996)

## Bibliografia

- ANDIMA (1994) *Plano Real: relatório econômico*. Rio de Janeiro: Andima.
- \_\_\_\_\_. (1994) *Séries históricas: dívida pública*. Rio de Janeiro: Andima.
- ANDRADE, Rogério Pereira de (1991) Plano Collor e setor externo. In: Oliveira, Fabrício Augusto (org.). *A economia brasileira em preto e branco*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 167-94.
- \_\_\_\_\_. (1992) A performance do setor externo brasileiro em 1991. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 179-205.
- ASSIS, José Carlos de (1988) *Análise da crise brasileira: da internacionalização bancária com Castelo à capitulação externa com Sarney*. Rio de Janeiro: Forense.
- BACHA, Edmar (1983) Prólogo para a 3ª carta. In: Fórum Gazeta Mercantil. *FMI x Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo: Gazeta Mercantil. p. 113-27.
- BAER, Mônica (1993) *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1980/96). *Relatório anual*. Brasília.
- \_\_\_\_\_. (1990/96). *Boletim Mensal do Banco Central do Brasil*. Brasília (vários números).
- BARBOZA, Paula Aguiar (1996) *Mudanças principais da política cambial brasileira nos anos 80 e 90*. Campinas: UNICAMP/IE. (Monografia de Graduação).
- BARROS, Luiz Carlos Mendonça de (1993) Moeda indexada, uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.2, p. 3-24.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira (1988) *Da crise internacional à moratória brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- BIASOTO JÚNIOR, Geraldo (1992) *Dívida externa e déficit público*. Brasília: IPEA.
- BIASOTO JÚNIOR, Geraldo; FIGUEIREDO, Lízia (1992) Política fiscal: à espera de reformas estruturais. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto

Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 117-46.

CABANELAS, André Luiz (1991) Alta inflação, política fiscal e estabilização. In: Oliveira, Fabrício Augusto (org.). *A economia brasileira em preto e branco*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 119-39.

CARNEIRO, Ricardo (1991) *Crise, estagnação e hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80*. Campinas: Unicamp/IE. (Tese de Doutorado).

CAVALCANTI, Carlos Brandão (1988) *Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro: BNDES.

COUTINHO, Luciano (1996) A fragilidade do Brasil em face da globalização. In: Baumann, Renato (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus. p. 219-37.

DAVIDOFF CRUZ, Paulo Roberto (1984) *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira dos anos 70*. São Paulo: Brasiliense.

\_\_\_\_\_. (1993) *Endividamento externo e transferência de recursos reais para o exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80*. Campinas: Unicamp/IE. (Texto para Discussão, n. 24).

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso (1995) *O plano real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

INDICADORES IESP/FUNDAP (1990/96), São Paulo, (vários números).

MELLO, Maria Figueira de (1994) *Privatização e ajuste fiscal no Brasil*. Rio de Janeiro: PUC/ Departamento de Economia. (Texto para Discussão, n.317).

OLIVEIRA, Fabrício Augusto (1992) A ortodoxia órfã: os juros e a dívida. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 11-33.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de (1996) *Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica*. Rio de Janeiro: UFRJ/IE. (Texto para Discussão, n.374).

PETRY, André; FILHO, Expedito (1997) Reeleição é difícil. *Veja*, São Paulo, ano 30, n. 14, p. 8-11. (Entrevista concedida por Fernando Henrique Cardoso).

PRESSER, Mário Ferreira (1992) Os perigos da deflação. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 207-35.

- RÊGO, Elba Cristina Lima (1991) Política monetária em 1990: alterações e limites. In: Oliveira, Fabrício Augusto (org.). *A economia brasileira em preto e branco*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 141-66.
- \_\_\_\_\_. (1992) Política monetária em 1991: os limites da ortodoxia. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 147-77.
- REZENDE, André Lara (1989) Da inflação crônica à hiperinflação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 9, n. 1(33), p.7-20.
- ROMANO, Ricardo; PINHO, Marcelo (1992) A política antiinflacionária em 1991: do congelamento ao laissez-faire. In: Oliveira, Fabrício Augusto; Biasoto Júnior, Geraldo (org.). *Recessão e inflação: o (des)ajuste neoliberal*. São Paulo: Hucitec/FECAMP. p. 35-63
- SANTOS, João Carlos Araújo dos (1994) *A gestão da dívida mobiliária federal: observações sobre sua origem e sua evolução*. Campinas: Unicamp/IE. (Dissertação de Mestrado).
- SIMONSEN, Mário Henrique (1995) *30 anos de indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.
- TAVARES, Maria da Conceição (1985) A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 5, n. 2(18), p. 5-15.
- TEIXEIRA, Aloísio (1991) Vinte anos de política econômica: evolução e desempenho da economia brasileira de 1970 a 1989. In: São Paulo (Estado). Secretaria de Planejamento e Gestão. *São Paulo no limiar do século XXI: cenários e diagnósticos- a economia no Brasil e no mundo*. São Paulo: Fundação Seade. v. 4, p. 85-122.
- WERNECK, Rogério L. F. (1989) Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, São Paulo, v. 19, n.2, p.277-308.