

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

RELAÇÕES ENTRE O BANCO CENTRAL DO BRASIL E O
TESOURO NACIONAL

Evolução institucional. Separação de contas. Troca de passivos.

Marcelo Petersen Cypriano

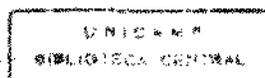
Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas sob orientação do
Prof. Dr. José Carlos Rocha Miranda
como requisito à conclusão do curso.

*Este exemplar corresponde ao original da tese
defendida por Marcelo Petersen Cypriano em
02/08/94 e avaliada pelo Prof. Dr. José Carlos Rocha
Miranda.*

CPG/IE, 02/08/94

José Carlos Rocha Miranda

Campinas, julho de 1994



Lutar com palavras
é a luta mais vã.
Entretanto lutamos,
mal rompe a manhã.
São muitas, eu pouco.
Algumas, tão fortes
como o javali.
Não me julgo louco.
Se o fosse, teria
poder de encantá-las.

.....

Carlos Drummond de Andrade
O Lutador, *in*: José, 1942

.....

Ó palavras desmoralizadas, entretanto salvas, ditas de novo.
Poder da voz humana inventando novos vocábulos e dando sopro aos exaustos
Dignidade da boca, aberta em ira justa e amor profundo,
crispação do ser humano, árvore irritada, contra a miséria e a fúria dos ditadores

Carlos Drummond de Andrade
Carta ao Homem do Povo Charlie Chaplin, 1945

Para
meus pais e Cristina
Isabel

AGRADECIMENTOS

Nestes vinte e três meses em que me dediquei à elaboração desta dissertação, acumulei imensas dívidas de gratidão com um sem-número de pessoas.

A primeira, e a maior de todas, com José Carlos Miranda, que muito me honrou com uma orientação detalhada, atenta e muito trabalhosa. Uma dedicação que não se encontra facilmente em um orientador.

Atenção também recebi de Geraldo Biasoto Jr. que esclareceu dúvidas e deu sugestões de grande valia. Mônica Baer e Fernando Nogueira da Costa deram sugestões que, se não soube atendê-las por completo, foram de grande importância para a forma final do trabalho.

A gratidão estende-se aos colegas de mestrado, em especial Geraldo Villar Maia, Marcos Barbieri Ferreira e Maurício Amazonas, que foram os companheiros de reflexão sobre a economia brasileira de hoje.

Isabel, namorada de todas as horas, ajudou com o seu jeito, muito carinho e compreensão, a conclusão deste trabalho. Mais que isto, viveu cada momento.

Os meus pais, Décio e Myriam, minha irmã Cristina, foram exemplares na compreensão e no apoio a essa tarefa que me propus.

Os companheiros de casa em Campinas, Gustavo de Oliveira e Eduardo Mendes, proporcionaram um convívio agradável e um ambiente saudável para os estudos.

Os amigos de Belo Horizonte, Achilles, Renato, Paulo Henrique e Paulo Eduardo principalmente, mas não só eles, mesmo sem saberem, ajudaram bastante neste período em que morei em Campinas. Gustavo Campos foi o amigo e companheiro dos longos passeios de bicicleta pela região de Campinas.

No primeiro ano do curso de mestrado, o mais difícil, foi Sara quem garantiu a árdua travessia, graças à sua doçura e carinho.

Meses atrás, na hora do retorno à Belo Horizonte, Márcio de Oliveira Jr. foi o grande amigo e companheiro.

Após pouco mais de três anos dedicados ao estudo da economia brasileira, não posso deixar de expressar a minha gratidão a todas essas pessoas que são importantes na minha vida. Todos foram importantes por não me deixarem desanimar e abater com as dificuldades surgidas.

Na fase final, de editoração do texto, uma enorme gratidão fica para Tiana, Marli, Sueli e Luis, todos do SPD do IE/UNICAMP, todos muito solícitos em contribuir para o resultado final do trabalho. O professor Jair Barbosa prestou um enorme serviço ao revisar o texto.

Um agradecimento vai também para o CNPq e para o FAEP/UNICAMP, por financiarem a minha dedicação aos estudos. Outro agradecimento vai para o Instituto de Economia da UNICAMP, pelas excelentes condições de trabalho e alto nível de discussão acadêmica.

Pena que uma página seja muito pouco para retribuir a todos o que me prestaram.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	p.iii
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	p.vi
ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS.....	p.vii
ABREVIACÕES.....	p.viii
INTRODUÇÃO.....	p.1
CAPÍTULO 1	
AUTORIDADES MONETÁRIAS E TESOIRO NACIONAL: o orçamento monetário e o financiamento do gasto público nos anos 1970.....	p.5
1.1. Dois orçamentos do Governo Federal.....	p.5
1.1.1. O Orçamento Monetário.....	p.5
1.1.2. O Orçamento Geral da União.....	p.18
1.2. As dificuldades orçamentárias do Banco Central e Tesouro Nacional de 1980 a 1985.....	p.22
1.3. A necessidade de financiamento do Banco Central e setor público não-financeiro e o ajuste monetário do balanço de pagamentos em 1983/84.....	p.27
1.3.1. O FMI e o ajuste monetário do balanço de pagamentos.....	p.29
1.3.2. A política monetária no ajuste monetário.....	p.31
1.3.3. A política fiscal no ajuste monetário.....	p.42
1.4. Conclusões.....	p.44
CAPÍTULO 2	
AS ETAPAS DA ABSORÇÃO DOS GASTOS DO ORÇAMENTO MONETÁRIO PELO TESOIRO NACIONAL DE 1986 A 1989.....	p.45
2.1. Aspectos institucionais.....	p.45
2.1.1. A criação da Secretaria do Tesouro Nacional e do caixa único em 1986 e 1987.....	p.45
2.1.2. A separação das atribuições entre o Banco Central e o Tesouro Nacional em 1988.....	p.48
2.1.3. O limite para a expansão do endividamento do Tesouro Nacional em 1988.....	p.50
2.2. As etapas da absorção de contas e a execução financeira do Tesouro Nacional.....	p.51
2.2.1. A primeira etapa em 1985 e 1986.....	p.51
2.2.2. A continuidade com mudanças de rumo em 1987.....	p.54
2.2.3. A consolidação da unificação em 1988 e a criação do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito.....	p.56
2.3. O Tesouro Nacional e os Fundos e Programas do Banco Central de 1988 a 1992.....	p.62

2.4.O Banco Central e a política monetária de 1986 a fevereiro de 1990.....	p.63
2.4.1.A NFBC e a política monetária de 1986 a 1987.....	p.65
2.4.2.O lucro do Banco Central e a política monetária de 1988 a fevereiro de 1990.....	p.74
2.5.Conclusões.....	p.84
CAPÍTULO 3	
O TESOURO NACIONAL NOS ANOS NOVENTA E O RESULTADO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.....	
p.86	
3.1.A execução financeira do Tesouro Nacional de 1990 a 1992.....	p.86
3.2.A política monetária de 1990 a setembro de 1993.....	p.90
3.3.Receita fiscal e endividamento do Tesouro Nacional de 1975 a 1993.....	p.101
3.4.O resultado do Banco Central e o seu uso pelo Tesouro Nacional.....	p.104
3.4.1.A formação do resultado do Banco Central em 1988 e a forma de transferência.....	p.104
3.4.2.O uso do resultado do Banco Central no orçamento do Tesouro Nacional.....	p.109
3.5.A transferência da dívida externa bancária do Banco Central para o Tesouro Nacional em 1993/1994.....	p.115
3.6.Conclusões.....	p.122
CONCLUSÕES FINAIS.....	p.124
BIBLIOGRAFIA.....	p.129

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Operações com o Tesouro Nacional e Recursos Próprios do Banco Central - 1980-1985.....	p.17
Gráfico 2 - DMIF em poder do público - 1982-1985.....	p.36
Gráfico 3 - DMIF - Composição entre público e Banco Central - jan.86 - dez.87.....	p.67
Gráfico 4 - DMIF - Composição entre público e Banco Central - jan.88 - fev.90.....	p.81
Gráfico 5 - DMIF - Carteira do Banco Central jan.88 - fev.90.....	p.83
Gráfico 6 - DMIF - Composição entre público e Banco Central - jan.90 - set.93.....	p.97

Gráfico 7 - Reservas Internacionais e DMIF junto ao público - jan.91 - set.93.....	p.99
Gráfico 8 - Taxa de Câmbio Real (US\$/NCz\$) jan.83 - set.93.....	p.107
Gráfico 9 - DMIF - Carteira do Banco Central mar.90 - set.93.....	p.112

ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 - Balancete Consolidado do Sistema Monetário.....	p.7
Quadro 2 - Balancete Consolidado do Banco Central.....	p.75
Quadro 3 - Balancete Consolidado do Banco Central.....	p.113
Quadro 4 - <i>Menu</i> de Opções de Bônus do Acordo de 1992.....	p.118
Tabela 1 - Dívida Mobiliária Interna Federal - 1975-1982.....	p.11
Tabela 2 - Dívida Externa do Governo Federal - 1975-1985.....	p.12
Tabela 3 - Execução Financeira do Tesouro Nacional - 1975-1985.....	p.19
Tabela 4 - Necessidade de Financiamento do Setor Público e Necessidade do Financiamento do Banco Central 1983 - 1987.....	p.28
Tabela 5 - Crédito para Refinanciamento Externo concedido pelo Banco Central - 1983-1985.....	p.33
Tabela 6 - Financiamento Externo Recebido pelo Banco Central - 1983-1985.....	p.33
Tabela 7 - Necessidade de Financiamento do Banco Central 1983-1985.....	p.34
Tabela 8 - Haveres do Banco Central - 1981-1985.....	p.37
Tabela 9 - Necessidade de Financiamento do Banco Central - 1984.....	p.38
Tabela 10 - Necessidade de Financiamento do Banco Central - 1985.....	p.41
Tabela 11 - Execução Financeira do Tesouro Nacional - 1982-1985.....	p.42
Tabela 12 - Execução Financeira do Tesouro Nacional - 1985-1987.....	p.53
Tabela 13 - Receita e despesa do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito - 1988-1989.....	p.58
Tabela 14 - Execução Financeira do Tesouro Nacional - 1988-1989.....	p.60
Tabela 15 - Resultado do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito e as transferências do OGU - 1988-1992.....	p.64

Tabela 16 - Necessidade de Financiamento do Banco Central - 1986.....	p.68
Tabela 17 - Necessidade de Financiamento do Banco Central - 1987.....	p.71
Tabela 18 - Operações com títulos junto ao público - jan.1989 - fev.1990.....	p.82
Tabela 19 - Execução Financeira do Tesouro Nacional - 1990-1992.....	p.88
Tabela 20 - Receita Fiscal e Endividamento do Tesouro Nacional - 1975-1993.....	p.102
Tabela 21 - Principais Contas Ativas e Passivas do Banco Central do Brasil - 1987-1992.....	p.106
Tabela 22 - Dívida Mobiliária Interna Federal do Tesouro Nacional 1989-1992.....	p.111

ABREVIACÕES

AM - Autoridade Monetária

BB - Banco do Brasil

BCB - Banco Central do Brasil

DMIF - Dívida Mobiliária Interna Federal

DRME - Depósito Registrado em Moeda Estrangeira

OGU - Orçamento Geral da União

OM - Orçamento Monetário

OOC - Orçamento das Operações Oficiais de Crédito

STN - Secretaria do Tesouro Nacional

TN - Tesouro Nacional

INTRODUÇÃO

Uma das questões da economia brasileira que tem despertado algum interesse e uma certa polêmica é a do déficit do setor público federal e de seu financiamento através do Banco Central do Brasil.

O objetivo deste trabalho é entender a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil a partir dos anos setenta. Para tanto, analisam-se as principais contas do Tesouro Nacional e do Banco Central, sublinhando as características de cada uma delas, suas formas específicas de financiamento, no intuito de apreender as inter-relações institucionais existentes ao longo das últimas décadas.

Tal inter-relacionamento torna-se ainda mais explícito, agregando-se à análise algumas questões do âmbito fiscal e do financiamento interno e externo. Estas permitem compreender e especificar a natureza dos fluxos financeiros entre as duas instituições e avaliar as mudanças na situação financeira do Tesouro Nacional e do Banco Central em função das alterações institucionais ocorridas ao longo dos últimos anos.

A preocupação que inspirou essa investigação foi o processo de separação das contas do Tesouro Nacional das do Banco Central, que está sendo completada este ano, 1994, com a transferência da maior parte da dívida externa no passivo do Banco Central para o Tesouro Nacional, substituindo-se parte do passivo interno do Tesouro Nacional por dívida externa.

A troca de um passivo interno com custo financeiro excessivo e de curto prazo de vencimento por um passivo externo de quinze a trinta anos de prazo, valorizado por uma taxa de juros fixa (conversão da dívida ao par), ou pela taxa Libor (conversão envolvendo deságio de 35 % no principal), é um fato que melhora o financiamento do Tesouro Nacional.

O que se verá, ao longo do trabalho, é um Banco Central que financiava parte considerável da despesa pública, até o final dos anos setenta. Tal financiamento

era feito em parceria com o Banco do Brasil e realizado através dos recursos financeiros que o orçamento monetário permitia captar.

Esse arranjo funcionou bem até a crise da dívida externa que onerou em demasia o Banco Central. O crescimento das despesas financeiras do Tesouro, debitadas em sua conta no Banco Central, criou um desequilíbrio patrimonial no Banco Central e no orçamento monetário. A precariedade do financiamento da despesa pública ficou explícita no saldo negativo da conta do Tesouro no Banco Central.

A partir da primeira metade dos anos oitenta, o orçamento monetário foi, progressivamente, redefinido. O Banco do Brasil foi desvinculado do Banco Central e o crédito com fundos públicos foi transferido do orçamento monetário para o orçamento de crédito do Tesouro Nacional. Para as finanças públicas, a segunda metade da década de oitenta foi dedicada ao reordenamento financeiro do Tesouro Nacional e do Banco Central, objetivando-se minimizar os impactos da crise fiscal sobre o Banco Central do Brasil.

A maior parte do endividamento público foi sendo assumida pelo Tesouro Nacional. Primeiro, a dívida mobiliária interna federal do Tesouro foi expandida para lastrear, no ativo do Banco Central, o passivo acumulado com a dívida externa do Banco Central. Segundo, o Tesouro Nacional ficou responsável pela remuneração integral dos juros da dívida mobiliária, inclusive os juros devidos à carteira do Banco Central. Dessa situação nova, surgiu um Banco Central lucrativo no lugar do deficitário que existia até 1987.

Houve uma contrapartida para o resultado positivo do Banco Central, que foi o déficit na execução do orçamento do Tesouro Nacional. A situação financeira do Tesouro Nacional deteriorou-se de uma tal maneira devido às condições de prazo e aos juros incidentes sobre o estoque de sua dívida, que o Plano Collor congelou seu passivo, bloqueou o seu valor e contabilizou-os como passivo do Banco Central. A partir de 1990, assistiu-se, ainda, à transferência do resultado (positivo) do Banco Central ao Tesouro, usado para resgatar a dívida mobiliária do Tesouro no ativo do Banco Central.

Desde então, a execução orçamentária do Tesouro Nacional apresentou um déficit menor. Em que pesem os resgates da dívida mobiliária através da transferência do resultado do Banco Central, a redução do déficit do Tesouro deveu-se, em grande parte, a uma execução orçamentária que não efetua a totalidade das

despesas previstas no orçamento. Entretanto, deve-se salientar que a política de juros altos iniciada em 1991 vem aumentando as despesas financeiras do Tesouro, pressionando o seu orçamento e anulando os efeitos da contenção de gastos e do resgate da dívida mobiliária do Tesouro Nacional.

Essas questões serão desenvolvidas, ao longo desta dissertação, em três capítulos.

O primeiro capítulo analisa o funcionamento do Banco Central como peça integrante do Orçamento Monetário. O objetivo é destacar como o Banco Central financiava-se e apresentar a conta do Tesouro Nacional no Banco Central, usada para financiar os juros da dívida interna e alguns subsídios do Tesouro inseridos no orçamento monetário.

Explica, também, as características do orçamento (equilibrado) do Tesouro Nacional nos anos setenta. Demonstra, na seqüência, como apareceram problemas na relação entre as duas instituições a partir da política econômica de ajuste monetário do balanço de pagamentos, entre 1983 e 1984.

O segundo capítulo trata do processo de unificação orçamentária, com a separação das contas do Tesouro Nacional das do Banco Central. Inicialmente, apresenta os aspectos institucionais que prepararam o Tesouro Nacional para suas novas atribuições. Posteriormente, analisa a execução financeira do Tesouro Nacional de 1986 a 1989, período em que lhe são transferidos os gastos e a concessão dos empréstimos anteriormente realizados pelo Banco Central. Procura-se demonstrar como surgiram e agravaram-se as dificuldades fiscais e financeiras do Tesouro Nacional.

O segundo capítulo trata, ainda, da política monetária, entre 1986 e 1989, destacando as fases em que o Banco Central foi deficitário - 1986 e 1987 - e quando apresentou resultados financeiros positivos - 1988 e 1989. Demonstra o significado da carteira de títulos durante esse período, sublinhando as diferenças de posição do Banco Central: vendedor de títulos na primeira fase, e comprador dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional na segunda. Centra a análise da segunda fase na problemática que surge com a zeragem automática do mercado pelo Banco Central.

O terceiro capítulo completa a análise da execução financeira do Tesouro Nacional nos anos posteriores ao Plano Collor. Mostra que as dificuldades fiscais não foram de todo resolvidas e apresenta a política monetária sem a zeragem automática do

mercado. Mostra, também, o aumento da dívida mobiliária decorrente da devolução dos cruzados bloqueados e da acumulação de reservas internacionais. O mesmo capítulo apresenta, ainda, o processo de formação de resultados financeiros positivos do Banco Central, discutindo o significado econômico das várias formas de repasses desses resultados ao Tesouro Nacional.

Por fim, discute o significado da transferência da dívida externa bancária do Banco Central para o Tesouro Nacional, quando este último troca um passivo de dívida mobiliária pela dívida externa na forma de bônus de longo prazo.

CAPÍTULO 1

AUTORIDADES MONETÁRIAS E TESOURO NACIONAL:

o orçamento monetário e o financiamento do gasto público

nos anos 1970

Este capítulo trata dos dois orçamentos do Governo Central que nos interessam diretamente, o Orçamento Monetário e o Orçamento Geral da União, abrangendo os anos setenta e a primeira metade dos oitenta¹. Explica, também, a redução dos recursos próprios do Banco Central até tornarem-se negativos, demandando, por isso, transferências fiscais. Discute os problemas de aferição do déficit do Governo Central e problematiza a questão do controle monetário num contexto em que o Banco Central financia despesas do Tesouro Nacional. Usa, para isso, a identidade contábil da restrição orçamentária do Banco Central e do Tesouro Nacional. Por fim, a última seção do capítulo trata o ajuste monetário do balanço de pagamentos, em 1983/1984, e as políticas monetária e fiscal derivadas para o triênio 1983/85.

1.1. DOIS ORÇAMENTOS DO GOVERNO CENTRAL

1.1.1. O Orçamento Monetário

O orçamento monetário é a consolidação dos saldos das contas das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais. Ele é usado para projetar a expansão de seus ativos e passivos com o objetivo de controle da liquidez durante um determinado período de tempo, geralmente um ano.

A projeção das contas ativas e passivas indica as variações esperadas de quatro variáveis: i) dos empréstimos das Autoridades Monetárias e bancos comerciais aos setores público e privado; ii) da acumulação esperada de reservas internacionais no ano; iii) das disponibilidades da União; iv) e das fontes de financiamento dos itens anteriores.

1 Na área orçamentária, o que se tinha na primeira metade dos anos oitenta eram quatro orçamentos federais: o Orçamento Monetário, o Orçamento Geral da União, o Orçamento das Empresas Estatais e o Orçamento da Previdência. Em separado, havia o orçamento dos Estados e Municípios. Este trabalho trata do OM e do OGU, fazendo uma separação analítica dos outros orçamentos.

O financiamento das Autoridades Monetárias é feito pela variação desejada nos meios de pagamento e em seu endividamento não-monetário (como uma conta residual de fechamento), igualando, assim, a variação do passivo das Autoridades Monetárias à expansão do seu ativo. No caso dos bancos comerciais, estes financiam seu ativo, expandindo seu passivo não-monetário e captando depósitos à vista².

O quadro 1 apresenta o balancete consolidado do sistema monetário, que é a soma do balancete consolidado dos bancos comerciais com o balancete consolidado das Autoridades Monetárias. Nessa soma, eliminam-se as contas internas que aparecem no ativo das AM e no passivo dos bancos, como o redesconto e encaixe dos bancos comerciais. A exceção fica por conta dos títulos da DMIF, passivo das AM e ativo dos bancos, que são financiados pelos bancos comerciais junto ao público por depósitos *overnight*, pois é de interesse analítico destaca-los mais adiante.

O balancete consolidado do sistema monetário mostra-nos o montante de aplicações do sistema bancário comercial e das AM junto ao restante da economia, financiado pelos meios de pagamentos e por recursos não-monetários obtidos junto aos agentes econômicos. A programação da variação dessas contas é o que constitui o orçamento monetário³.

O sistema monetário brasileiro, por decorrência da legislação criada em 1971⁴, possuía um Banco Central com uma relação bastante específica com o Tesouro Nacional. Nessa relação, o Banco Central emitia, resgatava e saldava os encargos da dívida mobiliária interna federal em circulação, embora na contabilidade das duas instituições a emissão aparecesse contabilizada no balancete do Tesouro Nacional.

2 SIMONSEN e CYSNE, 1989, p. 35-41, explicam a técnica de programação do orçamento monetário incluindo os bancos comerciais. No que se segue, o tratamento abrangerá somente as Autoridades Monetárias, concentrando a análise nas contas do Banco Central.

3 Ver SIMONSEN e CYSNE, 1989, cap. 1, especialmente p. 17-41. SIMONSEN e CYSNE, 1989, p. 22 apresentam o balancete consolidado do sistema monetário de maneira distinta ao apresentado aqui. No quadro 1 adiante usam-se as contas das AM como foram apresentadas por KILSTAJN, 1984, onde a DMIF aparece como passivo da AM, embora teoricamente fosse passivo do Tesouro Nacional.

4 A relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no que tange aos recursos captados com a dívida pública interna surgiu com a Lei complementar n. 12, em 1971, que permitiu ao Banco Central emitir títulos em nome do Tesouro Nacional para praticar política monetária e financiar-se. Na prática, a emissão pelo Banco Central tornou-se um mecanismo de levantar recursos fiscais fora do OGU para gastos de competência do Poder Executivo alocados no orçamento monetário.

QUADRO 1

BALANÇETE CONSOLIDADO DO SISTEMA MONETÁRIO

Ativo	Passivo
Aplicações dos Bancos Comerciais 1. Empr. ao set. privado 2. Títulos da DMIF e títulos privados	Meios de Pagamento 1. Papel-moeda em poder do públ. 2. Depósitos à vista no BB 3. Depósitos à vista nos bancos comerciais
Aplicações das AM 3. Reserv. Internacionais(a) 4. Títulos da DMIF 5. Operações com o TN(b) 6. Operações de crédito e empréstimos(c) 7. Outras operações(d)	Recursos não-monetários dos bancos comerciais 4. Depósitos a prazo 5. Depósitos over lastreados em DMIF 6. Outros depósitos Recursos não-monetários das AM 7. Títulos da DMIF 8. DRME 9. Recursos externos 10. Depósitos diversos(e) 11. Recursos próprios e Patrimônio líq. BCB e BB

NOTA: KILSTAJN, 1984 e SIMONSEN e CYSNE, 1989.

NOTAS: O quadro inclui a soma do balancete consolidado dos bancos comerciais apresentado em SIMONSEN e CYSNE, p. 19 com o ativo e passivo das AM apresentado em KILSTAJN, p. 145. a) Inclui as reservas internacionais e as operações cambiais do BB; b) As operações com o TN desdobram-se em vinculadas e não vinculadas à execução orçamentária. As operações não vinculadas são tipicamente subsídios pagos pelo BCB em nome do TN, em que destacam-se a comercialização do trigo e a política de preços mínimos; c) Inclui os fundos e programas do BCB e empréstimos do BB ao setor público e privado; d) Títulos de sociedade de economia mista e sociedades coligadas ou controladas pelo BCB e principalmente pelo BB, imobilizados do BCB e do BB; e) Inclui empréstimos compulsórios e depósitos a prazo do BB.

Essa relação específica, entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, faz com que a simples análise do balancete consolidado das Autoridades Monetárias não permita visualizar o fato de a emissão da dívida mobiliária interna federal do Tesouro Nacional (DMIF) ter sido, na verdade, um importante mecanismo de financiamento do Banco Central e não do Tesouro. O Banco Central, tendo entre os seus compromissos rubricas de caráter fiscal, saldava-os com os recursos advindos da colocação dos títulos e desonerava, conseqüentemente, o Tesouro Nacional.

Por isso, neste capítulo, as operações do Tesouro Nacional realizadas pelo Banco Central com os recursos da colocação de títulos DMIF serão consideradas entre as aplicações do Banco Central, ao contrário do apresentado em seu balancete. Esta opção facilita a compreensão de como operou o Banco Central do Brasil, emitindo títulos do Tesouro e saldando parte dos gastos fiscais do Estado.

O objetivo é destacar que era o Banco Central quem emitia e resgatava os títulos na prática. Por essa razão, os títulos da DMIF figurarão no passivo do Banco Central quando emitidos para captar recursos junto ao público e no seu ativo quando emitidos para fazer parte de sua carteira própria (Ver Quadro 1).

O comum seria apresentar os títulos da DMIF como passivo do Tesouro Nacional. Entretanto, para demonstrar a maneira pela qual as contas do Tesouro Nacional e Banco Central operavam sem o véu da contabilidade, a DMIF em circulação é apresentada como um passivo do Banco Central e as disponibilidades da União tratadas como ativo do Banco Central. O motivo é ser esse o responsável pelo resgate e encargos dos títulos públicos e pela gestão dos recursos da conta "Operações com o Tesouro Nacional"⁵.

O orçamento monetário foi adotado no Brasil desde a criação do Banco Central do Brasil, em dezembro de 1964. Naquele momento foram estabelecidos "tetos" para a variação anual das diversas aplicações do balancete contábil do Banco Central e do Banco do Brasil, que determinavam o volume desejado de meios de pagamento compatíveis com a expectativa de inflação e de crescimento do PIB. As aplicações dos bancos comerciais eram limitadas pelo multiplicador bancário desejado pelas AM para o controle dos meios de pagamento⁶.

Visava-se com o orçamento monetário no Brasil não somente a controlar a liquidez, mas também, distribuí-la para os setores julgados prioritários através do crédito alocado nas contas ativas do Banco Central e do Banco do Brasil⁷.

A inclusão do balancete do Banco do Brasil no orçamento monetário deve-se à situação mista deste banco até 1985. Este, sendo Autoridade Monetária e, simultaneamente, um banco comercial, possuía a "conta de movimento do Banco Central no Banco do Brasil", que fazia o aumento dos empréstimos do Banco do Brasil variar a base monetária, passivo monetário do Banco Central.

5 Esta forma de apresentação esquemática das contas ativas e passivas das AM já foi feita por KILSTALIN, 1984, p. 145.

6 Ver SIMONSEN e CYSNE, 1989, p. 29-35 e 36 para a análise do multiplicador bancário.

7 Os créditos do BCB e BB financiavam a agricultura, projetos de exportação, operações com estoques agrícolas - geralmente geridas pelo BB - e projetos industriais de interesse do governo que não encontrassem financiamento privado adequado. O OM também controlava parte da distribuição de crédito dos bancos comerciais pela vinculação de parcelas das reservas bancárias a certos créditos dirigidos, especialmente à agricultura. Ver FERREIRA, 1979, p. 6-8 e 24-39.

Por meio da "conta de movimento", o Banco do Brasil supria os seus problemas de caixa através da criação de base monetária pelo Banco Central para esse fim, o que proporcionava recursos praticamente ilimitados ao Banco do Brasil. A inclusão do Banco do Brasil no orçamento monetário permitia ao Conselho Monetário Nacional - que aprovava em última instância o orçamento monetário - administrar parte dos empréstimos do Banco do Brasil e limitar a expansão de seu crédito⁸.

Esse conjunto de atribuições, típicas de Autoridade Monetária, permitiam ao Banco do Brasil expandir seus empréstimos sem a restrição de reservas a que está sujeito um banco comercial. Daí a necessidade de um "teto" para a expansão de seus ativos para o controle da liquidez sistêmica.

A variação das contas ativas do Banco Central - e uma parte das contas do Banco do Brasil⁹ - correspondia à aplicação dos recursos dos Fundos e Programas administrados pelo Banco Central, que eram empréstimos seletivos do orçamento monetário.

A grande maioria desses fundos e programas eram créditos com taxas de juros inferiores às de mercado e, muitas vezes, negativos, capazes de orientar recursos financeiros a prazos e juros compatíveis para setores que o Governo pretendesse desenvolver. Mas como o Banco Central também financiava-se com emissão de moeda e, portanto, a custo zero, este subsídio implícito nos fundos não representava prejuízo para o Banco Central¹⁰.

A variação das contas ativas do Banco Central correspondia também ao aumento das reservas internacionais e à variação nas disponibilidades da União, decorrentes da colocação de títulos federais pelo Banco Central.

As disponibilidades da União eram utilizadas para financiar os juros da dívida mobiliária, subsídio ao trigo e outros subsídios creditícios que, teoricamente, eram

8 Ver FERREIRA, 1979, p. 7-8.

9 As contas referem-se ao item 6 do ativo das AM, no Quadro 1.

10 "Pode-se dizer que os subsídios creditícios são financiados pelo "imposto inflacionário". O governo empresta a taxas nominais de juros baixas, porém positivas porque ele capta grande parte de seus recursos a uma taxa de juros nula" (a expansão monetária - parênteses meu, MPC). Trechos do Estudo Especial "Subsídios governamentais e a expansão da base monetária", in: CONJUNTURA ECONÔMICA, 1979, v. 33, n. 3, p. 93-107. Citado em BRAGA, 1992, p.206-7, nota 14.

vinculadas à execução orçamentária do Tesouro, mas eram pagos pelo Banco Central dentro do orçamento monetário¹¹.

As disponibilidades do Tesouro Nacional eram obtidas com a colocação de títulos e ficavam depositadas no Banco Central na conta "Operações com o Tesouro Nacional vinculados à execução orçamentária". As despesas do Tesouro pagas pelo Banco Central eram debitadas nesta conta e a variação de suas disponibilidades - obtidas com a compra e venda de títulos em operações de *open market* - funcionava como conta de fechamento do orçamento monetário, compensando os desvios de previsão de qualquer outra conta.

O financiamento da expansão das aplicações no ativo do orçamento monetário provinha basicamente: i) da expansão do passivo não-monetário do Banco Central e Banco do Brasil (itens 7, 8, 9 e 10 do quadro 1) que incluem a DMIF, ii) dos recursos das operações cambiais, recursos repassados pelo Tesouro Nacional e do uso de recursos próprios do Banco Central e Banco do Brasil, iii) da expansão monetária no caso do Banco Central e dos depósitos à vista do Banco do Brasil¹².

A expansão do passivo não-monetário do Banco Central é função do aumento da DMIF em poder do público mais empréstimos externos, somados ao aumento dos DRME, além de outros recursos como empréstimos compulsórios. A expansão do passivo não-monetário do Banco do Brasil depende da captação de depósitos a prazo ou de empréstimos externos pela Resolução 63, como os outros bancos comerciais¹³.

O Banco Central financiou-se de 1965 a 1973 basicamente pela expansão da DMIF em poder do público. A partir de 1974, a DMIF em poder do público continua a

11 Como já referido, as disponibilidades da União são consideradas aqui como conta ativa do BCE e a DMIF como conta passiva do BCE, para melhor compreensão do funcionamento do BCE, sem o véu de sua contabilidade.

12 O BB também financiava-se pelo aumento da base monetária, usando a criação de depósitos à vista pela conta de movimento. Como a emissão é exclusiva do BCE, nesse caso é o BCE quem está financiando o BB. Os bancos comerciais também captam depósitos à vista e expandem seu passivo não-monetário para financiar a expansão de seu ativo.

13 Sobre a evolução das contas passivas das Autoridades Monetárias (BCE e BB) até 1982, ver KILSTAJN, 1984, p. 149-63.

sua expansão, mas em ritmo menor, chegando a cair em 1979/1980 pela perda de reservas internacionais e pela pré-fixação da correção monetária em 1980 (tabela 1)¹⁴.

TABELA 1
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
1975-1982
(Milhões de Cruzados Novos de janeiro de 1983)*

Discriminação	dez/75	dez/76	dez/77	dez/78	dez/79	dez/80	dez/81	dez/82
DMIF pub.	13.770	17.170	17.750	19.000	13.850	10.650	19.030	22.890
DMIF tot.	16.970	18.120	20.930	21.760	17.900	13.850	25.840	32.940

FONTE: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil.

NOTA: A DMIF compõe-se de ORTN e LTN. A DMIF total inclui a DMIF em poder do público e a carteira do Banco Central. (*) Os valores em NCxS de jan. 83 dão uma boa noção de valor por causa da taxa de câmbio do Plano Verão.

O financiamento externo (dívida externa bruta) ganhou maior peso a partir de 1977, quando houve variação significativa na dívida externa líquida do Banco Central (descontadas as reservas internacionais). Em 1979, a dívida externa bruta ultrapassou as reservas internacionais, tornando o Banco Central um devedor líquido externamente (tabela 2).

Dentro da dívida externa bruta, a expansão do passivo do Banco Central na forma dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira - DRME - ganha peso a partir de 1977 (tabela 2)¹⁵.

14 A DMIF em circulação divide-se entre os títulos em poder do público e os títulos em carteira de investidores institucionais (CEF, FGTS, seguradoras, etc), sendo que muitas vezes as aplicações dos investidores institucionais são compulsórias, o que é conhecido como extramercado. Daqui em diante, a DMIF em circulação será tratada como DMIF em poder do público.

15 Os DRME foram permitidos pela Circular n. 230, de 1974, no caso dos bancos endividados através da Resolução n. 63 e pela Resolução n. 432, de 1976, no caso das empresas endividadas através da Lei n. 4.131.

TABELA 2

DÍVIDA INTERNA DO GOVERNO CENTRAL*
(US\$ milhões)

Discriminação	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1. Reservas AM	5.269	4.040	6.544	7.256	11.095	9.689
2. Div. Ext. Bruta	1.372	1.842	2.469	6.218	11.951	13.767
3. DRME	---	---	82	3.114	7.021	8.296
4. Div. Ext. Reg. Fed.	1.372	1.842	2.387	3.104	4.430	5.471
5. Div. Ext. Líq.	-3.897	-2.198	-4.075	-1.038	-444	4.078

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Reservas AM (a)	6.913	7.035	3.485	3.972	11.348	10.428
2. Div. Ext. Bruta (b)	14.976	18.097	19.192	31.218	37.156	36.325
3. DRME	9.274	12.243	9.615	11.656	10.815	9.051
4. Div. Ext. Reg. Fed. (c)	5.702	5.854	9.377	19.362	26.341	27.274
5. Div. Ext. Líq. (d)	8.063	11.062	15.707	27.246	25.808	25.843

FONTE: DEPEC/SIPRO - Banco Central do Brasil.

NOTA: (*) Engloba a dívida direta do Banco Central e Tesouro Nacional, sendo quase toda do Primeiro. a) Liquidez internacional, exclui reservas do BB a partir de 1981; b) 2 = 3+4; c) Depósitos de Projetos, Clube de Paris, FMI, bônus, Syndicated Loan, DCR e outras; d) 5 = 2-1.

Extraído de CONTEMP, 1986

O DRME, quando voluntário, funcionava como *hedge* ao endividamento externo do tomador de recursos, que poderia efetuar o saque a qualquer momento, possibilitando bancos e empresas endividadas no exterior manterem aplicações remuneradas de acordo com as condições do empréstimo externo¹⁶.

¹⁶ O depósito no DRME podia ser voluntário ou compulsório, com base em um empréstimo novo ou a antecipação do pagamento de um empréstimo antigo. No caso de um empréstimo novo, recursos sem necessidade de uso imediato poderiam ficar depositados voluntariamente no BCE, o que aumentava as reservas internacionais sem afetar a liquidez interna. Essa modalidade de depósito proporcionaria um financiamento ao BCE, caso este vendesse internamente as reservas. Inicialmente, uma parcela dos DRME correspondia a retencões compulsórias e temporárias de empréstimos novos, quando o BCE arcava somente com a correção cambial. As retencões compulsórias tinham como objetivo postergar o aumento da liquidez interna pelo crescimento das reservas internacionais, como em 1977 e 1978. O depósito no DRME também poderia ser a antecipação do pagamento de um empréstimo externo junto ao BCE. Nesse caso, o depósito contrairia momentaneamente a base monetária e representaria um financiamento ao BCE que, em contrapartida, assumiria o serviço financeiro da dívida correspondente ao DRME até o vencimento, quando seria pago com a redução das reservas. Em qualquer caso, o saque do DRME para uso interno representava uma despesa para o BCE que poderia expandir a base monetária.

Até 1979, os DRME por retenção compulsória e temporária para o controle da liquidez eram os mais significativos. A partir deste ano, os DRME compulsórios perdem importância para os DRME voluntários pelo aumento do risco cambial.

Os empréstimos compulsórios tiveram alguma importância como fonte de financiamento entre 1975 e 1979, quando se destaca o depósito prévio restituível de 100% sobre importações não essenciais. A restituição era inicialmente em seis meses, passando a um ano ainda em 1975 (sem juros e correção monetária). Entre os depósitos restituíveis, houve também os depósitos sobre viagens e sobre o consumo de óleos combustíveis. Em 1979, foi extinto o depósito sobre importações¹⁷.

O financiamento do Banco Central pelo resultado de suas operações cambiais consiste da diferença entre a remuneração das reservas no seu ativo e as despesas com seu passivo externo, acrescidos do rendimento derivado da compra de moedas estrangeiras dos exportadores e venda para os importadores, cuja diferença de cotações financia o Banco Central.

O resultado das operações cambiais só foi positivo até 1978, tornando-se negativo em 1979, pelo crescimento das despesas financeiras do passivo externo do Banco Central.

O financiamento do Banco Central por repasses fiscais do Tesouro Nacional iniciou-se em 1979, sendo inicialmente bastante modestos esses repasses, até tornaram-se bastante significativos entre 1982 e 1984, reduzindo-se em 1985 (tabela 3 da seção 1.1.2).

Outra forma de financiamento do Banco Central é o uso de seus recursos próprios.

O estoque de recursos próprios do Banco Central constitui-se de seu patrimônio líquido mais o estoque acumulado pelo fluxo de recursos captados no mercado financeiro (interno e externo) para suas aplicações nos fundos e programas (líquidos de adiantamentos), descontado o fluxo de gastos decorrentes do serviço da

17 Ver KILSTADN, 1984, p. 153-4 e FERREIRA, 1979, p. 44-8.

dívida mobiliária interna federal, que foi de responsabilidade do Banco Central entre 1965 e 1985¹⁸.

O fluxo de captação de recursos próprios do Banco Central foi positivo até 1975. A partir de 1976, o fluxo tornou-se negativo pelo crescimento do fluxo de gastos com juros da DMIF. A partir de então, o fluxo negativo significa a diminuição do estoque de recursos próprios do Banco Central. Em fins de 1978, tais recursos próprios tornaram-se negativos. Com a incorporação do problema da dívida externa, os recursos negativos passam a constituir o que se denominou, no balanço do Banco Central, um *Pendente Ativo*¹⁹.

Pendente Ativo é uma rubrica no ativo do Banco Central que serve para igualar o ativo e o passivo, podendo ser interpretada da seguinte maneira: como o Banco Central podia emitir títulos do Tesouro Nacional pela Lei Comp. n. 12 para equilibrar o crescimento de seu passivo pelo aumento de sua dívida externa, a rubrica representaria a emissão de títulos potencialmente efetuable e que, portanto, se encontrava pendente para equilibrar o ativo do Banco Central.

A redução dos recursos próprios do Banco Central teve como contrapartida a redução de suas aplicações em créditos dos fundos e programas.

A última forma de financiar o Banco Central é o financiamento monetário, ou seja, pela emissão de base monetária.

Financiamento monetário é a expansão da base monetária, composta pelo papel-moeda em poder do público, os depósitos compulsórios e voluntários em moeda dos bancos comerciais nas AM e os depósitos à vista no Banco do Brasil por conta das rubricas incluídas na "conta de movimento".

O financiamento monetário do Banco Central divide-se no financiamento por *senhoriagem* e no imposto inflacionário.

Senhoriagem é o financiamento do Banco Central através da emissão de passivo monetário de custo nulo. O montante da emissão corresponde, para uma dada

18 Os recursos próprios do Banco do Brasil, que também compõem os recursos das AM, consistem em seu Patrimônio Líquido, reservas, contas de resultado e os recursos de fundos e programas administrados pelo Banco do Brasil.

19 Sobre a evolução dos recursos próprios do BCB, ver KILSTAJN, 1984, p. 209.

velocidade de circulação da moeda, à maior demanda por moeda devido ao crescimento da renda nacional nominal, decorrente do aumento da produção de bens e serviços.

Imposto inflacionário é o valor da emissão de moeda para manter a quantidade real da base monetária, que se desvaloriza com a inflação e precisa ser reposta.

Com o aumento da inflação e o surgimento de substitutos próximos da moeda no início da década de oitenta (depósitos bancários *overnight*, que constituíram a "moeda indexada", referida adiante), ocorreu a diminuição dos saldos reais demandados pelo público por causa do maior custo de oportunidade de manter moeda manual, com o conseqüente aumento da velocidade de circulação da moeda. As conseqüências foram a diminuição do passivo monetário do Banco Central e de seu ganho real de senhoriagem durante a década de oitenta.

Observando o orçamento monetário durante a segunda metade dos anos setenta, notamos os dois movimentos que desequilibraram o orçamento monetário, promoveram a redução dos recursos próprios e o conseqüente desequilíbrio patrimonial do Banco Central.

O primeiro foi o uso dos recursos do Banco Central para cobrir despesas do Tesouro Nacional num momento em que esses recursos tornavam-se escassos. Tal escassez decorria da dificuldade de expansão da DMIF em operações de *open market*, determinando um resultado negativo na conta "Operações com o Tesouro Nacional" no Banco Central por causa dos juros da DMIF.

A dificuldade de expansão da DMIF junto ao público nas operações de *open market* data do final dos anos setenta e é atribuída ao relativamente pequeno mercado de títulos²⁰.

20 Ver FERREIRA, 1979, p. 58-63. FERREIRA relata uma certa inelasticidade na demanda por títulos frente à taxa de juros e também refere-se à complexidade assumida pelo OM, que ficou sujeito a vários desvios da projeção a serem compensados com a variação das disponibilidades do TN captadas no *open market*, cada vez mais difíceis. O motivo seria devido ao ainda pequeno mercado de títulos no Brasil. Para sanar esse problema, o ECB autorizou, em novembro de 1979, que "as liquidações financeiras de compra e venda de títulos fossem feitas diretamente na conta reservas bancárias, no mesmo dia da operação. A decisão transformou os títulos públicos em substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias". MADI, 1993, p.11 e nota 207. Esta autorização (junto da implantação do SELIC) deu impulso à generalização das quase-moedas na forma de depósitos *overnight*, lastreadas em títulos de curto prazo que, mais tarde, veio a ser chamado de "moeda indexada". Ver MADI, 1993, p.110-2.

Como é sabido, o serviço da DMIF em poder do público cresceu por efeito da política monetária brasileira de juros internos altos para induzir a captação de recursos externos, não sendo mais possível financiá-lo com a expansão da própria dívida pela dificuldade de colocação de títulos²¹.

Com o intuito de equilibrar o resultado da conta, iniciam-se com enormes transferências do orçamento fiscal para o orçamento monetário, mas a conta "Operações com o Tesouro Nacional" apresentou saldo negativo até dezembro de 1985. O maior valor negativo foi aproximadamente NCz\$ 14 bilhões, em dezembro de 1983 (Gráfico 1)²².

O outro movimento é a diferença de remuneração entre o ativo e o passivo do Banco Central causado pelo custo financeiro do seu passivo cambial, constituído pela dívida externa e DRME, que supera as receitas com a aplicação de reservas em 1979 e torna negativa a receita das operações cambiais²³.

O crescimento da dívida externa pública, da qual parcela considerável vai parar no passivo do Banco Central, agregado à dolarização da DMIF pelo uso da ORTN-cambial, num momento em que a política cambial desvaloriza o cruzeiro em termos reais (1983-1985), são responsáveis - os dois fatores - pelo aumento das despesas do passivo do Banco Central²⁴.

O custo elevado do passivo também deve-se à perda de importância da base monetária e à expansão, em seu lugar, da DMIF em poder do público.

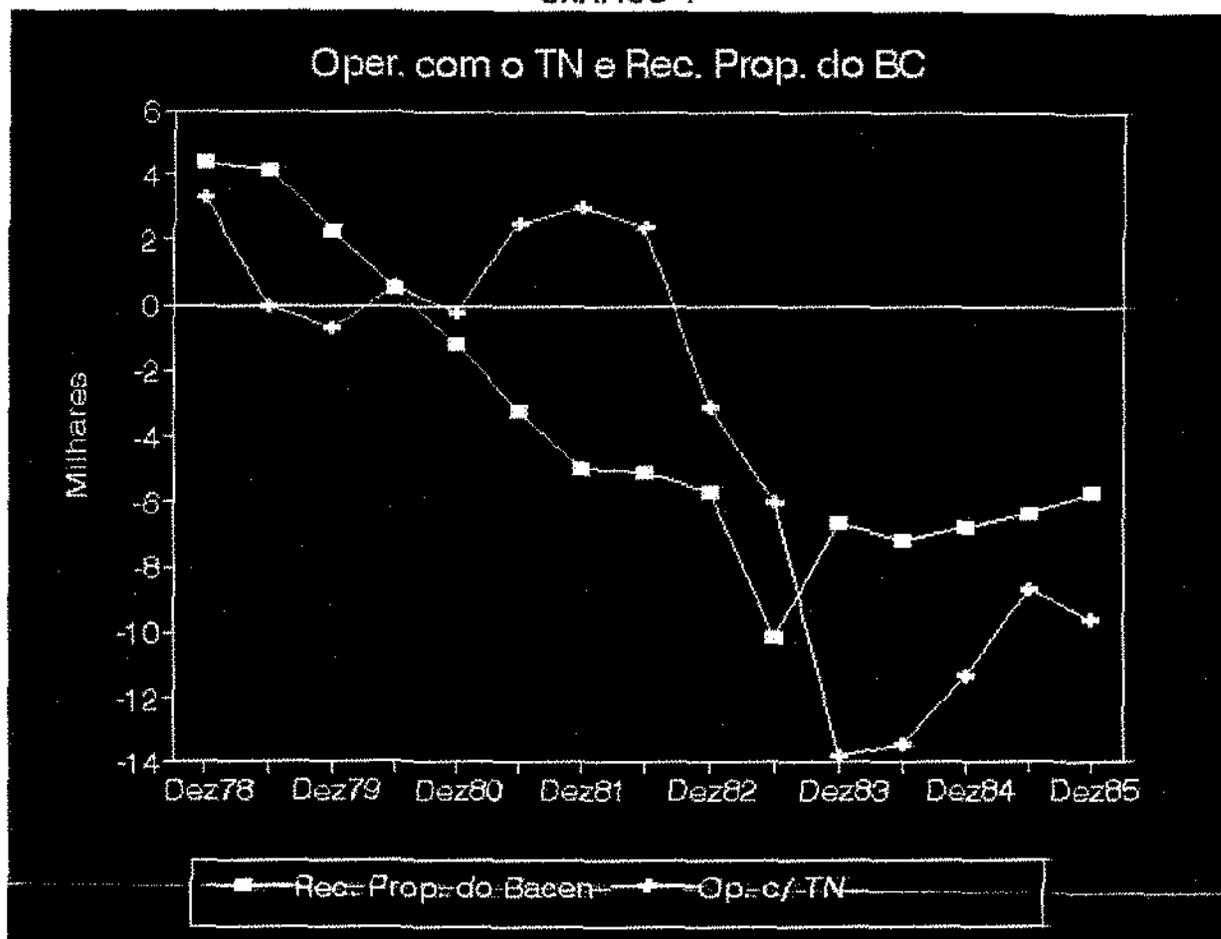
21 A razão da política monetária de juros internos altos, entre 1977 e 1982, seguiu a diretriz de política econômica de estabelecer um certo diferencial entre a taxa de juros interna e a externa para promover o equilíbrio do balanço de pagamentos, ao estimular a entrada de capitais externos de empréstimo. Ver KILSTAJN, 1984, p. 161-3.

22 O saldo negativo desta conta demonstra que o equilíbrio fiscal do TN, na verdade, decorria de o Banco Central ter assumido uma parcela de suas despesas, principalmente os juros da DMIF.

23 Ver BONTEMPO, 1988, p. 109, para o resultado das operações cambiais.

24 O aumento das despesas com o Passivo do Banco Central e o crescimento de seus recursos próprios negativos é descrito em KILSTAJN, 1984, p. 208.

GRÁFICO 1



Do lado do ativo, a menor remuneração deve-se a créditos subsidiados e à diferença entre a correção monetária e cambial em 1979, 1983 e 1984, quando há uma menor parcela dolarizada no ativo representada pelas reservas internacionais. Podemos ainda somar a rubrica ativa "conta de movimento", que não possui remuneração²⁵.

A elevação dos juros internacionais e a aceleração das desvalorizações cambiais no Brasil foram os principais determinantes da disparidade de remuneração entre ativo e passivo do Banco Central, já que as contas ativas dolarizadas passam a ser menores que suas contrapartidas passivas justamente em 1979.

Esses movimentos foram reduzindo os recursos próprios do Banco Central, que, em 1980, tornaram-se negativos, até atingir seu valor mínimo em junho de 1983,

²⁵ MUNHOZ, 1985, p. 89, apresenta a proporção no ativo e passivo do Banco Central sujeita à correção cambial, correção monetária, sem correção e com correção parcial. Segundo os valores de MUNHOZ, em dez. de 1983, a parcela sujeita à correção cambial no ativo é Cr\$ 21,3 bilhões (correntes), inferior aos Cr\$ 25,1 bilhões no passivo. O ativo também possui Cr\$ 20,8 bilhões sem correção, enquanto o passivo apresenta somente Cr\$ 12,3 bilhões sem correção.

cerca de NCZ\$ 10 bilhões negativos²⁶, quando passam a aumentar pelo crescimento da colocação de títulos junto ao público e da DMIF no ativo do Banco Central (Gráfico 1).

A gerência do montante de recursos do orçamento monetário foi de competência exclusiva do Poder Executivo até 1987, quando se completou o processo de reordenamento institucional do setor público com a criação de um orçamento fiscal com todas as despesas para a apreciação do Congresso Nacional. O Orçamento Geral da União ganhou importância em 1986 quando recebeu uma parte das contas que estava no orçamento monetário. Em 1988, todas as despesas consideradas de natureza fiscal estavam discriminadas no orçamento do Tesouro Nacional, submetido ao Congresso Nacional para discussão e aprovação²⁷.

1.1.2. O Orçamento Geral da União

Nos anos setenta, o orçamento fiscal federal propriamente dito consistia do Orçamento Geral da União. O OGU abrangia os gastos fiscais da administração centralizada e parte da administração descentralizada da União. Era composto pelos gastos tradicionais de governo com saúde, educação, segurança, pessoal, custeio e parte dos investimentos públicos relativos à administração direta.

A despesa efetiva do Tesouro Nacional nessa época abrangia, além dos gastos da União, as transferências correntes e de capital às empresas estatais. A partir de 1979, somaram-se à despesa efetiva do Tesouro Nacional as transferências de regularização das contas do Tesouro junto às Autoridades Monetárias. Essas foram as despesas do Tesouro Nacional até 1985²⁸.

O orçamento fiscal apresentou-se formalmente equilibrado de 1970 a 1985, sendo as despesas alocadas no Tesouro Nacional da mesma magnitude de sua receita fiscal. Isto porque uma parte das despesas estava alocada entre as contas do Banco Central, dentro do orçamento monetário.

26 Isto teoricamente significa que o Banco Central perdeu patrimônio, ou houve desinvestimento institucional, ou, ainda, financiamento através de emissão monetária. A conjugação simultânea destes fatores torna difícil a sua mensuração discriminada.

27 GUARDIA, 1992, cap. 2, explica os instrumentos criados para a participação do Legislativo no processo de elaboração do OGU.

28 BRAGA, 1982, p. 199.

No entanto, vimos que o financiamento das despesas do Tesouro dentro do orçamento monetário tornou-se deficitário ao final dos anos setenta. Sendo assim, o Tesouro Nacional começou a conter os seus gastos e transferir recursos fiscais do OGU ao Banco Central para minimizar o financiamento de seus gastos através do orçamento monetário.

O Tesouro Nacional iniciou as transferências fiscais para fundear algumas operações do Banco Central em 1979, sendo, nos primeiros anos, bastante modestas. Entretanto, cresceram e chegaram a representar NCz\$ 6 bilhões em 1983, NCz\$ 4,1 bilhões em 1984 e NCz\$ 1,7 bilhões em 1985, correspondendo à expressiva parcela do gasto do OGU²⁹.

TABELA 3
EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOURE NACIONAL
1975-1985
(NCZ\$ milhões de janeiro de 1989)

Período	Receita Efetiva	Despesa Efetiva	Transferência ao BCB	Resultado de Caixa Efetivo
1975	20.070	20.040	-	30
1976	24.410	24.350	-	60
1977	25.250	25.150	-	100
1978	26.060	25.700	-	360
1979	27.000	24.590	...	110
1980	28.540	29.490	...	50
1981	26.100	26.090	...	10
1982	27.250	27.250	3.610	--
1983	26.280	26.270	6.040	10
1984	24.450	24.930	4.130	20
1985	29.870	26.930	1.660	2.940

FONTES: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, vol. 17, n. 2, fev./81, p. 77 e vol. 22, 1986, p. 56.

NOTA: deflacionado pelo IGP - Col. 2 - Conjuntura Econômica
Receita efetiva = receita tributária + taxas + outras receitas

29 Os valores nominais são: Cr\$ 2,6 trilhões em 1983, Cr\$ 5,7 trilhões em 1984 e Cr\$ 7,5 trilhões em 1985, o que representa US\$ 4,5 bilhões em 1983, US\$ 3,0 bilhões em 1984 e US\$ 1,2 bilhão em 1985 pela taxa de câmbio média dos respectivos anos. Como proporção da receita fiscal representam algo em torno de 22% em 1983 e 17% em 1984, caindo para 5,5% em 1985. Ver TEIXEIRA e BIASOTO JR., 1988, p. 19-20.

A razão das transferências foi reduzir a Necessidade de Financiamento do Banco Central entre 1983/1985³⁰. Se somássemos as transferências do Tesouro à NFBC, teríamos o real valor das despesas do Banco Central com o financiamento dos setores público e privado e da acumulação de reservas nesse período. As transferências do Tesouro Nacional representariam 37% desse valor em 1983, 19,5% em 1984 e 8% em 1985.

A transferência fiscal para o Banco Central foi uma forma de transferir recursos fiscais para o restante do setor público, visto que o Banco Central contribuiu com a totalidade de recursos para o financiamento do setor público não financeiro até 1986.

O Tesouro Nacional também assumiu parte do desequilíbrio patrimonial do Banco Central quando este assumiu a dívida externa pública e privada. O Tesouro Nacional teve que compensar o crescimento do passivo do Banco Central com a expansão da participação de seus títulos na carteira do Banco Central, títulos que o próprio Banco Central emitia por permissão da Lei Complementar n. 12, de 1971. Essa expansão tornou o Tesouro Nacional "responsável, em última instância, pelo processo de estatização do endividamento externo"³¹.

O crescimento da carteira de títulos aumentou o ativo e a receita do Banco Central com os juros dos títulos às custas de uma maior despesa do Tesouro Nacional que, não sendo realizada no montante devido, traduziu-se no saldo negativo da conta "operações com o Tesouro Nacional vinculadas à execução orçamentária"³².

O crescimento da carteira de títulos do Banco Central pode ser considerado artificial porque decorreu de emissão de títulos pelo próprio Banco Central para equilibrar seu ativo, não representando a captação de quaisquer recursos para o Tesouro Nacional.

30 NFBC é a Necessidade de Financiamento do Banco Central e mede de modo aproximado o conceito de déficit de caixa do Banco Central, financiado pela emissão de moeda ou colocação de títulos. A NFBC será explicada na seção 1.3.

31 BIASOTO JR., 1990, p. 5.

32 A conta "operações com o Tesouro Nacional vinculadas à execução orçamentária" ficou negativa pelo valor da subconta "outras operações do Tesouro Nacional" que contabilizava os juros dos títulos.

O fato é que o orçamento fiscal, da maneira que os gastos federais eram organizados nos anos setenta, possuía pouca importância no total de investimentos públicos, uma vez que dele não faziam parte os investimentos das empresas estatais nem os investimentos financiados pelos fundos e programas³³.

Outra questão importante nesse período é que as principais ações de governo voltadas para o domínio da intervenção econômica e social (fomento, subsídio, previdência social, juros DMIF) não eram totalmente contabilizados no OGU até dezembro de 1987, tornando-o destituído de suas funções e significados quanto à discussão e controle da sociedade, através do Poder Legislativo, sobre a alocação de recursos públicos³⁴. Somente a partir de 1988 é que parte do OGU irá referir-se aos gastos da Previdência Social.

O problema a ser destacado quando se inicia a compressão dos dispêndios fiscais, em 1979, para viabilizar as crescentes transferências fiscais para o orçamento monetário, é que a magnitude do desequilíbrio do orçamento monetário e patrimonial do Banco Central equivalia a parcela considerável da arrecadação fiscal do Tesouro Nacional. Assim, a partir do momento em que o Tesouro Nacional assumiu o desequilíbrio patrimonial do Banco Central em 1986, não conseguiu mais equilibrar as suas despesas com a sua receita fiscal.

Desde os anos sessenta até 1988, o orçamento fiscal era apresentado ao Congresso Nacional que poderia aprová-lo ou rejeitá-lo na íntegra, não possuindo a prerrogativa de arbitrar a distribuição dos recursos³⁵.

33 BIASOTO JR., 1990, p. 8. Os investimentos financiados pelos Fundos e Programas administrados pelo Banco Central dividem-se entre investimentos públicos e privados e representam o investimento financiado por fundos públicos através do orçamento monetário. Os investimentos estatais passaram a ser discriminados no orçamento das empresas estatais a partir de 1979 e controlados pela SEST.

34 GUARDIA, 1992, p. 8 e 15.

35 Ver GUARDIA, 1992, p.84-92 para a evolução da participação do Legislativo na elaboração do OGU no Brasil.

1.2. AS DIFICULDADES ORÇAMENTÁRIAS DO BANCO CENTRAL E DO TESOURO NACIONAL DE 1980 A 1985

Quando a política econômica passou a buscar o equilíbrio das contas públicas - devido às dificuldades de financiamento e ao programa de ajuste externo monitorado pelo Fundo Monetário Internacional em 1983/1984 - os *policy makers* passaram a enfrentar dificuldades crescentes para a caracterização dos gastos fiscais e monetários.

O resultado financeiro do Tesouro Nacional era um indicador precário para o volume de gastos. A insuficiência das transferências do Tesouro ao Banco Central encobria a existência de um excesso de despesas financiado pelo Banco Central.

O excesso de despesas traduzia-se no aumento do saldo negativo da conta "Operações com o Tesouro Nacional", representando o uso dos recursos próprios do Banco Central e a redução do seu patrimônio líquido para financiar despesas do Tesouro Nacional³⁶.

Nos anos setenta, a emissão de títulos do Tesouro pelo próprio Banco Central era a forma do Tesouro Nacional transferir-lhe recursos, uma vez que o Tesouro Nacional teoricamente deveria pagar os juros da DMIF com seus recursos fiscais, mas não o fez até 1979, quando começou a pagar uma parcela. Ao invés de saldar os juros, permitia ao Banco Central emitir títulos em seu nome, pela Lei Complementar n. 12, para captar recursos e saldar os juros, mantendo a conta "Operações com o Tesouro Nacional" sempre positiva até o final da década de setenta.

O Banco Central emitia o volume de títulos que julgasse conveniente para captar recursos próprios. Destes recursos, subtraíam-se os juros pagos ao público mais os outros dispêndios alocados na conta "Operações com o Tesouro Nacional" e chegava-se assim aos recursos à disposição do Banco Central para aplicação em seus fundos e programas.

36 As despesas do TN financiadas pelo BCB eram fundamentalmente os juros da DMIF e alguns subsídios. Os subsídios eram para o trigo, política de preços mínimos de produtos agrícolas, comercialização de açúcar e gastos a fundo perdido. Ver FERREIRA, 1979, p. 40. A partir da década de 1980, somou-se a dívida externa pública de responsabilidade da União que ficou no passivo do BCB.

A forma de o Tesouro Nacional transferir recursos ao Banco Central pela expansão da própria DMIF durou até 1985, sendo que, de 1979 em diante, a expansão da DMIF não era mais suficiente e houve necessidade de complementação das transferências através de recursos fiscais do Tesouro Nacional. Mesmo assim, a conta do Tesouro no Banco Central continuou negativa.

O financiamento dos juros internos através do Banco Central esgotara as possibilidades de continuidade pela inelasticidade cada vez maior da demanda por títulos³⁷.

Dificuldade adicional para transferir recursos fiscais suficientes para o Banco Central derivou-se do fato de o Tesouro Nacional começar a arcar com os juros da dívida externa de maneira indireta pelo crescimento artificial da carteira de títulos do Banco Central. Estes foram emitidos para que os juros da carteira transferissem recursos do Tesouro Nacional para o Banco Central cobrir suas despesas com a dívida externa.

A organização dos fluxos financeiros entre o Tesouro Nacional e o Banco Central e a modificação dos estoques de dívida pública externa e interna podem ser melhor entendidas se definirmos a identidade contábil da restrição orçamentária do Tesouro Nacional juntamente com a restrição financeira do Banco Central.

O Banco Central e o Tesouro Nacional são aqui tratados como agentes separados do restante do setor público.

Embora o uso de identidades contábeis suponha uma análise estática, a sua definição facilita a visualização da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

Primeiramente, nos anos setenta, temos a seguinte restrição: do lado esquerdo, a restrição orçamentária do Tesouro Nacional, financiada pela restrição orçamentária simplificada (sem o setor externo) do Banco Central do lado direito:

$$T - G = -dCOTN - i.DMF + dDMF + dBM \quad (1)$$

onde T é a arrecadação do Tesouro, um fluxo;

³⁷ Ver FERREIRA, 1979, p. 58-63. Para as medidas de expansão do mercado de títulos em 1979, ver MADI, 1993, p.110-1.

- G** os seus gastos, outro fluxo, que apresentam-se equilibrados com a receita até 1985;
- dCOTN** é a conta no Banco Central "operações com o TN", outro fluxo, e possui sinal negativo, pois representa uma despesa para o Banco Central;
- i.DMF** é o encargo com juros da DMIF, um fluxo representado pela taxa de juros interna sobre o estoque médio de DMIF;
- dDMF** é a variação do estoque de títulos da DMIF em poder do público que o Banco Central emite para financiar-se;
- dBM** é a variação do estoque de base monetária retida pelo público e pelos bancos comerciais que o Banco Central emite para financiar-se.

Os sinais negativos indicam despesas na forma de fluxos, financiados por um fluxo positivo, **T**, e pela variação positiva de dois estoques, **dDMF** e **dBM**.

Note-se que explicamos anteriormente que os juros da DMIF, **i.DMF**, são financiados no Banco Central dentro da conta do Tesouro Nacional, mas aqui são apresentados separados para melhor entendimento. Caso a conta do Tesouro (**dCOTN**) varie, como possui o sinal negativo, deve haver a variação contrária de **dDMF** ou **dBM** para fechar a restrição orçamentária do Banco Central, ou então, deve haver $T > G$ para equilibrá-la, o que seria uma transferência do Tesouro Nacional ao Banco Central.

Podemos agregar à identidade 1 a possibilidade de transferência do Tesouro Nacional para o Banco Central, ocorrida a partir de 1979, introduzindo também o setor externo com a acumulação de reservas internacionais e a dívida externa, mais os empréstimos que fazem parte da restrição orçamentária do Banco Central; daí, a identidade torna-se:

$$T - (G + TF) = -dCOTN - i.DMF - dRI - i*.DE - dCD \\ + dDE + TF + dDMF + i'.CD + dBM \quad (2)$$

onde **TF** é a transferência fiscal, dos dois lados com o sinal trocado, que representa um fluxo do Tesouro para o Banco Central que financia uma parte dos juros internos e as despesas da **dCOTN**. Foi a situação que ocorreu entre 1979 e 1985;

- dRI** é a variação de reservas e é um fluxo de sinal negativo pelo fato de a acumulação representar uma despesa, enquanto a perda possui sinal positivo por financiar o Banco Central;
- i*.DE** são os juros da dívida externa que podem ser pagos tanto pela expansão da dívida externa líquida do Banco Central como pela expansão da DMIF (ainda emitida pelo Banco Central até dezembro de 1987) para acumular reservas, **dRI**, compradas do setor privado;
- dDE** é a variação da dívida externa do Banco Central, que, se positiva, pode financiar o Banco Central;
- dCD** é a variação do crédito concedido pelo Banco Central ao setor público e privado na forma de seus fundos e programas e ajuda financeira às empresas estatais (Aviso MF-30);
- i'.CD** é o retorno de juros desse financiamento.

Para facilitar a apresentação da identidade contábil, imaginemos que a taxa de câmbio que deveria multiplicar **i*.DE**, **dDE** e **dRI** é igual a 1.

Podemos discriminar a DMIF, assim como os juros, entre a DMIF em poder do público e a DMIF em poder do Banco Central. Os juros da DMIF dividem-se em **i.DMFbc** e **i.DMFpp**. Neste caso, o Banco Central recebe uma parcela dos juros da DMIF, **i.DMFbc**, que ele paga a ele mesmo e, portanto, se cancela. A DMIF em poder do Banco Central não é apresentada e a identidade torna-se:

$$T - (G + TF) = -dCOTN - (i.DMFpp + i.DMFbc) - dRI - i*.DE - dCD \\ + TF + dDE + i.DMFbc + dDMF + i'.CD + dBM \quad (3)$$

onde **i.DMFbc** são os juros da DMIF referentes à carteira de títulos do Banco Central mantida por ele para corrigir seus recursos próprios e praticar política monetária,

i.DMFpp são os juros referentes à DMIF em poder do público.

$$i.DMF = i.DMFbc + i.DMFpp$$

Note-se que, com essa discriminação no fluxo dos juros internos, o pagamento do serviço da dívida externa pode ser efetuado tanto com a expansão da DMIF em circulação, como pela expansão da DMIF em poder do Banco Central, caso o

Tesouro pague os juros da DMIF em poder do Banco Central. Neste caso o Banco Central pode saldar os juros externos usando os juros da DMIF recebidos por sua carteira, pois estaria usando indiretamente o superávit primário do Tesouro Nacional para comprar as divisas e pagar os juros externos. Basta para isso que $i.DMF_{bc} = i*.DE$ e $i.DMF = TF$ seja financiado pela receita fiscal do Tesouro Nacional.

O que aconteceu de fato foi o seguinte: como os juros da DMIF e as despesas da COTN eram pagos com a expansão da própria DMIF ($dDMF$) quando $dDMF < i.DMF_{bc} + i.DMF_{pp} + dCOTN$, o Tesouro Nacional deveria transferir recursos (TF) de modo que $TF + dDMF = i.DMF_{bc} + i.DMF_{pp} + dCOTN$. Caso $TF + dDMF$ fosse insuficiente, o Banco Central não receberia integralmente os juros de sua carteira de títulos e a conta "Operações com o Tesouro Nacional" ficaria negativa. Para fechar a restrição financeira do Banco Central, deveria haver uma expansão monetária (dBM) no valor equivalente ao que excedesse $TF + dDMF$.

O passivo a descoberto do Banco Central, que surge para financiar $dCOTN$ e $i.DMF$, decorre da impossibilidade de financiamento por $dDMF$, levando ao uso dos recursos próprios do Banco Central para o financiamento, o que corresponde a dBM .

Imaginando, por hipótese, que o Banco Central tivesse recursos próprios iguais a zero em dado momento, o seu passivo a descoberto seria igual à soma do valor negativo da conta "Operações com o Tesouro Nacional" e dos juros da DMIF por ele financiado. O valor do passivo a descoberto seria igual também a dBM ³⁸.

Com o objetivo de separar os financiamentos monetário e fiscal e reconstituir os recursos próprios do Banco Central que se encontravam negativos, iniciou-se um processo de separação de contas e atribuições entre o Tesouro Nacional e o Banco Central a partir de 1986.

Na próxima seção, voltaremos à restrição orçamentária da identidade 2, vigente entre 1979 e 1985, destacando os empréstimos do Banco Central aos setores público e privado, para entender melhor a relação entre a necessidade de financiamento do Banco Central e do setor público no contexto do ajustamento monetário do balanço de pagamentos em 1983.

³⁸ Entretanto, como vimos, o valor negativo dos recursos próprios do Banco Central deve-se também à diferença de remuneração entre o ativo/passivo pela expansão de seu passivo externo e à desvalorização da taxa Cr\$/US\$, que não possuem o mesmo efeito sobre dBM .

1.3. AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL E SETOR PÚBLICO NÃO-FINANCEIRO E O AJUSTE MONETÁRIO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS EM 1983/1984

Para entender a perda de funcionalidade da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central criada nos anos sessenta, é necessário entender, além do referido na última seção, a relação entre a necessidade de financiamento do Banco Central - NFBC - e a necessidade de financiamento do setor público não-financeiro - NFSP no contexto do ajuste monetário do balanço de pagamentos monitorado pelo Fundo Monetário Internacional em 1983/1984.

O conceito de Necessidade de Financiamento do Banco Central (NFBC) representa, de maneira aproximada, o conceito de déficit de caixa do Banco Central, sendo uma forma de apresentar os fatores de expansão da base monetária. A necessidade de financiamento do Banco Central é composta por seus financiamentos ao setor público não-financeiro, ao setor privado mais as despesas típicas de banco central, como a acumulação de reservas internacionais³⁹.

No caso de o financiamento do Banco Central ao setor privado ser constante, a expansão do financiamento ao setor público para atender à NFSP, ou à acumulação de reservas, aumenta a necessidade de financiamento do Banco Central a ser financiada com títulos ou moeda. Da mesma forma, tudo o mais constante, o aumento do financiamento ao setor privado aumenta a NFBC.

A Necessidade de Financiamento do Setor Público não-financeiro (NFSP) mede o impacto em termos de demanda de recursos líquidos do setor público não-financeiro sobre os sistemas financeiros interno e externo, incluindo o Banco Central e demais órgãos financiadores. O impacto é dado pela variação do endividamento junto ao conjunto desses órgãos, descontada a correção monetária, o que é chamado de NFSP (conceito operacional)⁴⁰.

39 Ver PARENTE, 1988, p. 14 e TEIXEIRA e BIASOTO JR., 1988, p. 33-9. Na identidade 2, a representação das contas da NFBC restringe-se a dCD e dRI.

40 A NFSP é medida em termos de fluxo de caixa e omite os encargos das operações externas do Tesouro Nacional administradas pelo Banco Central. As operações externas são as despesas com a dívida externa e

Neste contexto, nos anos 1970 e até dezembro de 1987, as variações da dívida mobiliária interna federal e da oferta de moeda refletiam o déficit de caixa do Banco Central, e não o déficit de caixa do Tesouro, que possui outras formas de financiamento e aferição, como o crédito de fornecedores, empreiteiros, empréstimos e outros⁴¹.

TABELA 4
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL
1983-1987
(% do PIB)

Discriminação	1983a	1984	1985	1986	1987
1. NFSP total	4,2	2,5	4,3	3,6	5,5
2. NFBC total	3,7	6,0	6,2	1,9	4,7
2.1. Set. Púb. não-fin.	---	3,2	4,7	3,6	4,8
2.2. Setor Privado	---	2,8	1,5	-1,7	-0,1
3. Financiamento das NFBC					
3.1. Base Monetária	1,8	2,4	2,3	3,6	2,6
3.2. Coloc. Liq. de Títulos	1,9	3,6	3,9	-1,7	2,1

Extraído de TRIZHIRA e BIAGOTO JR., 1988, p. 95.

FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: a: A NFBC de 1983 é uma estimativa de CAVALCANTI, 1988, p. 33-4.

Como visto na tabela 4, o financiamento concedido pelo Banco Central ao setor público foi superior à NFSP em 1984 e 1985, propiciando ao setor público não-financeiro um superávit com as instituições financeiras que não o Banco Central às custas de uma maior NFBC.

Como é de conhecimento geral, os empréstimos externos voluntários à economia brasileira e aos países em desenvolvimento deixaram de ser concedidos no segundo semestre de 1982 e a economia brasileira perdeu reservas até dezembro de 1982, quando num contexto de crise cambial começaram as negociações com o Fundo Monetário Internacional visando à adoção de um programa de ajustamento da economia e à renegociação da dívida externa⁴².

a acumulação de reservas, incluídas na NFBC. O conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público é explicado no LIVRO BRANCO do DÉFICIT PÚBLICO, 1986, p. 135.

41 Ver PARENTE, 1988, p. 14.

A partir de 1983 e até o início de 1985, a política econômica interna sofreu o monitoramento do FMI para atingir os critérios de desempenho considerados no programa de ajuste monetário do balanço de pagamentos daquela instituição.

1.3.1. O FMI e o ajuste monetário do Balanço de Pagamentos

Antes de analisar o ajuste externo e o desajuste interno sob a óptica do Banco Central e do Tesouro Nacional, vale a pena uma breve explicação sobre o programa de ajustamento externo promovido pelo Fundo Monetário Internacional no início dos anos oitenta.

O déficit do setor público, medido à época pela NFSP, foi apontado como o principal fato causador da expansão dos empréstimos do Banco Central e da expansão monetária. A sua redução é peça fundamental no programa de ajustamento externo da economia⁴³.

O déficit no balanço de pagamentos era entendido pelo FMI como uma criação excessiva de crédito para financiar o Tesouro. Um modelo simples apresentado por ZINI JR. (1993) detalha tal visão:

$$BM = RI + CD \quad (4)$$

$$Ms = mBM \quad (5)$$

$$Md/P = kY - hi \quad (6)$$

$$Ms = Md \quad (7)$$

A equação 4 diz que a base monetária **BM** é igual à soma das reservas internacionais **RI** e dos créditos do Banco Central **CD**. A equação 5 postula que a oferta de moeda é igual à base monetária vezes o multiplicador e a equação 6 que a demanda por moeda é função do nível de preços **P**, da renda **Y** e da taxa de juros **i**. A equação 7 é a condição de equilíbrio no mercado monetário. Para simplificar o argumento, a análise do Fundo supõe que "m" na equação 5 é igual à unidade⁴⁴. O equilíbrio no mercado monetário estará preservado desde que:

⁴² O contexto financeiro internacional que resultou no problema da dívida externa para a maioria dos países em desenvolvimento pode ser visto em BAER, 1993, p. 24-53.

⁴³ BACHA, 1993, p. 120, comenta que o FMI parecia ter uma regra de bolso para a redução do déficit público. Medi-lo e cortá-lo pela metade.

$$dM_s = dM_d \quad (7a)$$

substituindo 4 e 5 em 7a, com $m = 1$, tem-se:

$$dRI + dCD = dM_d \quad (8)$$

como por definição a variação de reservas é igual ao resultado do balanço de pagamentos, BP , substituindo $BP = dRI$, tem-se:

$$BP = dM_d - dCD \quad (9)$$

Por essa abordagem, o déficit no balanço de pagamento representa um excesso de criação de crédito pelo Banco Central. O único modo de resolver o problema é limitando e reduzindo quantitativamente a criação do crédito que o Banco Central concede aos setores público e privado. A limitação do crédito ao setor público é obtida com a redução do déficit público.

O controle do crédito do Banco Central cria um mecanismo de ajustamento automático, pois, estando constante o crédito das autoridades monetárias, a perda de reservas contrai a base monetária e reduz os gastos dos agentes, que tentam manter seus saldos reais⁴⁵.

Uma vez efetuada a desvalorização da taxa de câmbio com o objetivo de corrigir a defasagem da inflação passada e determinada a meta para o balanço de pagamentos, estabelece-se a quantidade de moeda necessária à renda nominal consistente com o ajuste do balanço de pagamentos. Caberia a dCD proporcionar o volume de oferta monetária compatível com o ajuste requerido.

Uma crítica importante à formulação dos critérios de desempenho em termos nominais é que estes consideram o nível de preços "P" como dado de acordo com a inflação prevista. Como o FMI estabelece sistematicamente valores

⁴⁴ A apresentação do modelo e os comentários sobre o modelo original, proposto por POLAK, 1957, estão em ZINI JR., 1992a, p. 55-61 e 61-7 respectivamente.

⁴⁵ Ver ZINI JR., 1992a, p. 55-61.

irrealisticamente baixos para a inflação prevista, a obediência aos critérios nominais representa uma política fortemente contracionista⁴⁶.

1.3.2. A política monetária no ajuste monetário

A política monetária do período 1983-85 deve ser entendida a partir da estratégia de ajuste monetário do balanço de pagamentos, do problema de financiamento do setor público não financeiro e da NFBC de cada ano.

Para conter a demanda interna, o governo instituiu tetos máximos para a expansão nominal dos empréstimos do sistema financeiro. Tetos nominais que eram bastante restritos, tendo em vista a inflação corrente e o volume de débitos dos setores público e privado que deveriam ser rolados pelo sistema financeiro doméstico⁴⁷.

A expectativa de desvalorização real do câmbio tornou atraente a possibilidade de fazer depósitos no DRME do Banco Central. Isto estimulou a substituição do endividamento externo pelo interno, demandando-se crédito doméstico para fazer depósitos no DRME até o ponto em que o custo do crédito em cruzeiros pudesse exceder o custo esperado do passivo em moeda estrangeira. Assim, a taxa de juros interna tornou-se função crescente do risco cambial percebido⁴⁸.

O controle quantitativo do crédito só não atingiu certas atividades específicas, como a exportação, agricultura e mineração e atividades substituidoras de energia importada⁴⁹. Esses créditos eram, em boa parte, fornecidos por programas do Banco Central e compunham a NFBC de 1983.

46 Tanto BACHA, 1983, p. 131, como ZINI JR., 1992a, p. 65, apresentam esta crítica. Os números apresentados por BACHA para a economia brasileira, em 1983, ilustram a magnitude do aperto creditício. A segunda carta de intenções enviada ao FMI em 24 de fevereiro previu uma expansão nominal do crédito interno de 62% ao longo de 1983 para uma taxa esperada de inflação, no programa, de 85-90%, o que representaria uma projeção da contração do crédito real de 13,6% entre dezembro de 1982 e dezembro de 1983. Como a taxa mensal de inflação ocorrida no início do ano projetava uma inflação bem superior, a magnitude do aperto seria bem maior.

47 A determinação de um teto nominal para a expansão dos empréstimos bancários deve-se à inoperância do mecanismo clássico do encaixe compulsório como limitador da expansão dos empréstimos. Essa inoperância será tratada logo adiante. Ver MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 20-4 e RÉGO, 1992, p. 97-114.

48 Os determinantes da elevação dos juros internos em 1983 são tratados em ARIDA e RESENDE, 1985, p. 8.

49 Ver ARIDA e RESENDE, 1985, p. 8.

Nessa situação de tetos para a expansão nominal do crédito público e do sistema financeiro, desde o início de 1983 foi limitado o acesso do setor público não-financeiro ao crédito dos bancos comerciais, através de um rigoroso controle quantitativo imposto pela Res. n. 831⁵⁰.

Frente à inadimplência do setor público não-financeiro, principalmente das empresas estatais, restou a alternativa de obter recursos junto aos bancos estrangeiros através das operações de *relending*. Quando estes foram insuficientes, sacou-se dos DRME, utilizaram-se empréstimos-ponte (Aviso MF-30) ou o Tesouro Nacional foi chamado a honrar os avais concedidos (Aviso GB-588)⁵¹.

O *relending* é o reempréstimo dos recursos externos depositados no Banco Central por conta dos projetos 1 e 2 de renegociação da dívida externa a partir de 1983⁵². Em função dos termos desfavoráveis aos devedores que os *relendings* vinham sendo concedidos, eles foram suspensos no acordo para a prorrogação das linhas de crédito em 1984, sendo reduzidos a partir de 1986.

O Aviso MF-30 era um empréstimo-ponte que seria reembolsado posteriormente. O Aviso GB-588 destinava-se a avais do Tesouro Nacional quando houvesse o "calote" do responsável pelo débito. Os Avisos eram fornecidos pelo Banco do Brasil que cobria o compromisso externo vencido, de responsabilidade do setor público ou avalizado pelo Tesouro Nacional. Nos dois casos, o Tesouro, usando o Banco Central, reembolsava o Banco do Brasil pelo gasto.

A concessão de Avisos só era expansionista no caso de seu uso para o pagamento de juros. No caso de pagamento de principal, como a sua contrapartida ficaria retida no Banco Central como depósito do Projeto 2, era só uma operação contábil, não havendo impacto monetário⁵³.

50 O limite do acesso ao crédito pelo setor público foi uma exigência do FMI.

51 Sobre o limite de acesso ao crédito pelo setor público não-financeiro ver LUNDBERG e PARKINSON de CASTRO, 1987, p. 82.

52 O processo e negociação da dívida externa em suas fases I e II entre 1983 e 1985, assim como o seu impacto sobre o financiamento do setor público, pode ser visto em BAER, 1993, cap. 3.

53 Sobre as fontes alternativas de recursos e seu impacto monetário, ver LUNDBERG e PARKINSON de CASTRO, 1987, nas páginas 82, 82 nota 7, 83 nota 8 e 87.

TABELA 5
Crédito para Refinanciamento Externo Concedido pelo Banco Central
1983-1985
(US\$ milhões)

Discriminação	1983	1984	1985
1. Reajusting	2500	7910	5950
1.1. Set. Público	1290	6690	5140
1.2. Set. Privado	1210	1220	810
2. Aviso MP-30	5760	6520	6460
2.1. Estatais	5510	3290	5690
2.2. Set. e Munic.	150	2710	400
2.3. Gov. Central	120	620	290
3. Total (1)+(2)	8260	14530	12410

Fonte: Brasil Programa Econômico

Extraído das tabelas 22 e 23 de CAVALCANTI, 1988, p.52-3.

TABELA 6
Financiamento Externo Recebido pelo Banco Central
1983-1985
(US\$ milhões)

Discriminação	1983	1984	1985
1. Dinheiro Novo	5170	8900	-
1.1. Bancos Estr. (Proj.1)	4395	6405	-
1.2. FMI	775	1795	-
2. Refin. de Amortizações (Proj.2)	4450	4720	6670
3. Refin. Clube de Paris	1015	2090	1970
4. Total	10635	15610	8640
5. Encargos do Banco Central com o refin. da Div. Ext.(a)	5400	2510	3570
6. Total líquido (4)-(5)	5235	13100	5070

Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: a) Incluem os juros e amortizações pagos ao FMI, amortizações ao Clube de Paris, amortizações dos Projetos 1 e 2, liquidação de empréstimos de emergência e uma estimativa dos juros sobre os depósitos de Projetos 1 e 2 com base na Libor mais um spread de 2% sobre o saldo dos depósitos.

Extraído das tabelas 22 e 23 de CAVALCANTI, 1988, p. 53-4.

O financiamento do Banco Central a partir de 1983 concentrou-se na expansão de seu endividamento externo líquido pelo aumento dos depósitos de projetos 1 e 2, que eram os recursos recebidos pelo Banco Central dos contratantes originais da

dívida com os bancos estrangeiros (empresas, estatais, estados e municípios) no seu vencimento, assumidos e renegociados pelo Banco Central⁵⁴.

O endividamento externo bruto do Banco Central cresceu significativamente após 1982. Passou de US\$ 7,9 bilhões, em 31.01.83, para US\$ 21,5 bilhões, em 31.12.85. Esses recursos decorrentes da intermediação e absorção da dívida externa pelo Banco Central, entretanto, não mais contrarrestaram a partir de 1984 as pressões expansionistas. Isto porque, além de atender à demanda de crédito do setor público e o *relending* aos setores público e privado, teve de financiar a recuperação das reservas internacionais do país⁵⁵.

Após entender como a crise de financiamento externo e a absorção da dívida externa pelo Banco Central influíram nas contas do Banco Central, é importante introduzir a Necessidade de Financiamento do Setor Público e do Banco Central, antes de concluir a análise do ajuste monetário do balanço de pagamentos.

TABELA 7
Necessidade de Financiamento do Banco Central
1983-1985
(% do PIB)

Discriminação	1983	1984	1985
1.NPBC total	3,71(a)	6,01	6,10
2.Op. c/ Set. Públ.	-	3,22	4,64
3.Op. c/ Set. Priv.	-	2,77	1,54
3.1.Op. Externas	-	-0,53	-0,91
3.1.1.Op. Internas	-	3,30	2,45

Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: a) Estimativa de CAVALCANTI, 1988, p.95

Extraído de TEIXEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p.53

54 Na identidade contábil da restrição financeira do BCE, o financiamento do BCE pelo aumento do Depósito de Projeto 2 equivale a dDE, que é a expansão do estoque de passivo externo do BCE. A razão é que os pagamentos externos tinham que passar pelo BCE, que reescalava o pagamento externo e ficava com os recursos, aumentando a sua participação na dívida externa. Uma explicação mais detalhada do financiamento do Banco Central pelo aumento dos depósitos de projetos 1 e 2 é encontrada em CAVALCANTI, 1988 e BIASOTO JR., 1988.

55 Isto significa que: $dDE = 1 \cdot dDE + dRI + dCD$, necessitando de $dDMF$ e dEM para fechar a restrição financeira do Banco Central. Os dados do passivo externo do BCE foram extraídos de BIASOTO JR., 1988.

Infelizmente, a NFBC de 1983 não se encontra disponível, havendo somente uma estimativa⁵⁶. Como se pode notar, as operações externas com o setor privado são o único item contracionista, principalmente pela transferência da dívida externa privada e pública para o Banco Central. As operações internas com o setor privado (discriminadas na tabela 9) e as operações internas com o setor público para financiar sua NFSP aparecem como os itens expansionistas da NFBC⁵⁷.

Seguindo a orientação do FMI, as operações de crédito das Autoridades Monetárias foram brutalmente contidas em 1983 (Banco Central e Banco do Brasil). A base monetária foi contraída por operações no mercado aberto. Houve a transferência do OGU para o orçamento monetário e, também, aproveitaram-se os depósitos voluntários no DRME e de moeda estrangeira no Banco Central decorrentes do vencimento da dívida privada para diminuir a liquidez da economia⁵⁸.

A contenção do crédito do Banco Central, a transferência fiscal e o aumento dos depósitos de projetos permitiram um resgate de títulos públicos bastante elevado (NCz\$ 9,26 bilhões pela variação da média de dezembro a dezembro), o que retraina a participação dos títulos públicos nos haveres financeiros no ano de 1983 (Ver Gráfico 2).

Mesmo assim, o giro da dívida pública só foi possível restabelecendo a ORTN-cambial, que constituiu a maior parte da dívida pública em poder do público, pois a correção cambial foi superior à monetária. A correção monetária subestimada dificultou a colocação de títulos pós-fixados em cruzeiros⁵⁹.

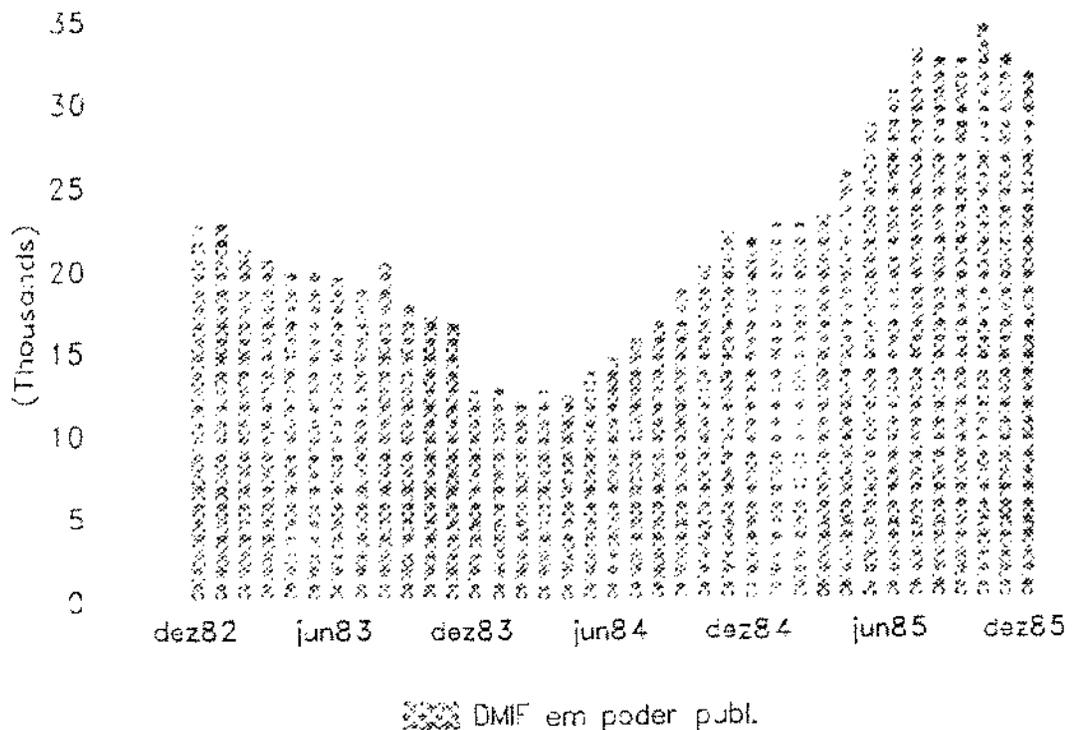
56 A NFBC de 1983 não se encontra calculada pelo BCB e desagregada por operação como no período 1984-1987. Existe uma estimativa da NFBC total calculada por CAVALCANTI, 1988, p. 53-4, com base na colocação de títulos e expansão monetária, utilizada na tabela acima.

57 A maneira como são apresentadas as operações na NFBC (tabela 7) não permite compará-las com as tabelas 5 e 6. A tabela 7 apresenta as operações agregadas com o setor público e com o setor privado, enquanto a discriminação das operações nas tabelas 5 e 6 é diferente. Os créditos na forma de Avisos (tabela 5) estão entre as operações com o setor público da NFBC. As operações externas com o setor privado da NFBC considera o reindênt (tabela 5) mais a acumulação de reservas internacionais e os saques do DRME, não considerados nas tabelas 5 e 6. A tabela 7 também possui o crédito ao setor privado (item 3.1) que não entra nas tabelas 5 e 6.

58 Os fatores restritivos da política monetária em 1983 estão descritos em FUNDAP, 1988b, p. 80-1 e 83. Como visto, o depósito no DRME, com base em empréstimo antigo, contrai a base monetária.

GRÁFICO 2

DMIF do TN em poder do público
NCz\$ milhoes



Para melhor entendimento do ajuste praticado nas contas do Banco Central, voltemos à identidade contábil da restrição orçamentária vigente em 1983-1985, dada pela identidade 2 da seção anterior:

$$T - (G + TF) = -dCOTN - i.DMF - i*.DE - dRI - dCD + \\ + TF + dDMF + dDE + i'.CD + dBM \quad (10)$$

Como o Tesouro Nacional encontrou-se equilibrado no período, isto é: $T = (G + TF)$, podemos reescrever a identidade 10 somente com as contas do Banco Central e resolvê-la para a expansão monetária, objeto de controle do programa do Fundo Monetário Internacional:

$$dCOTN + i.DMF + dCD + e.(i*.DE + dRI - dDE) - \\ - TF - dDMF - i'.CD = dBM \quad (11)$$

59 Sobre as principais medidas de política monetária em 1983, ver FUNDAP, 1988b, p.59 e 62. BATISTA Jr., 1990, mostra como a correção monetária foi inferior a inflação em 1983.

Na identidade 11, os valores com sinal positivo são despesas para o Banco Central que serão financiadas pelos valores com sinal negativo. O resultado líquido determinará a expansão da base monetária, **dBM**.

As contas do setor externo encontram-se entre parênteses e devem ser multiplicadas pela taxa de câmbio "e" que incorpora os efeitos da política de desvalorização cambial de 1983, não podendo, por isso, ser considerada igual à unidade, como suposto anteriormente.

Como visto no modelo simplificado do ajuste monetário do balanço de pagamentos, **dRI** e **dCD** são considerados como as causas principais da expansão monetária **dBM**. Apesar da hipótese restritiva do modelo do FMI, que desconsiderava a possibilidade de **dRI** e **dCD** serem financiados pela DMIF em poder do público, pode-se ver na tabela 8 que houve a redução dos haveres do Banco Central⁶⁰.

No cálculo do FMI, as contas do setor externo e a transferência fiscal eram estimadas e conhecidas a priori, de modo que a evolução da base monetária era controlada através da contração do crédito do Banco Central (**dCD**). A contração do crédito financiou o Banco Central, evitando que ocorresse uma **dBM** maior.

TABELA 8
Haveres do Banco Central
1981-1985
(US\$ milhões)

Discriminação	1981	1982	1983	1984	1985
1.Hav. do BCB (exc. Aviso)	16780	17870	8760	5830	7030
2.Hav. do BCB (c/ Aviso) (a)	18280	17870	9810	8750	13780

Fonte: Brasil - Programa Econômico

Nota: a: Aviso MF-30

Extraído de BONTMPO, 1988.

60 Embora a análise refira-se somente ao crédito do Banco Central, o crédito do Banco do Brasil também constitui o crédito da AM até 1985, e sofreu a mesma contenção. A participação do crédito do BB no total do sistema financeiro, que era em média de 20% até 1980, caiu para 15% em 1982 e 10% em 1984, recuperando-se para 11% em 1985. A fonte é o quadro estatístico de CONJUNTURA ECONÔMICA.

Entretanto, a maior fonte de vazamento era a conta "Operações com o Tesouro Nacional", do COTN, que financiou gastos a descoberto do Tesouro Nacional, sendo uma fonte de despesas para o Banco Central até 1985 ⁶¹.

O último comentário diz respeito à falta de controle que o Banco Central brasileiro possuía sobre o seu passivo externo, que podia ser trocado por base monetária à vontade dos devedores privados externos por causa da existência do DRME voluntário ⁶².

OLIVEIRA (1992) é de opinião que o programa de ajuste do FMI não foi implementado no Brasil. Numa análise *cross-section* com vários países, o Brasil é o que mais resistiu à implementação do programa quando se compara o crédito interno durante o programa de ajuste com o crédito pré-existente ⁶³.

TABELA 9
As Necessidades de Financiamento do Banco Central
1984
(% do PIB)

Discriminação	% PIB	Discriminação	% PIB
1. NFBC total	6,01	4. Financiamento	6,01
		4.1. Base Monet.	2,36
2. Set. Públ. não-fin.	3,23	4.2. Col. Liq. Tit.	3,63
		Cap. Liq.	2,53
3. Set. Privado	2,77	Custo DMIF	1,09
3.1. Op. Externas	-0,53		
3.1.1. Saque DRME	0,79		
3.2. Op. Internas	3,30		
3.2.1. Fund. e Prog.	0,53		
3.2.2. Sup. SE	0,72		
3.2.3. Emp. Liq.	0,96		
3.2.4. Outros(a)	1,09		

Fonte: Banco Central do Brasil

Extraído de TEIXEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p.95.

Nota: a) inclui Compra de Ouro e o item Outros da classificação

61 Nesta conta eram saldados os juros da DMIF (separados na identidade para dar maior destaque), subsídios e provavelmente as despesas com o Aviso MF-30 e 4B-588.

62 Em 1983 havia US\$ 11,45 bilhões em DRME no Banco Central. Ver tabela 3 e a explicação sobre o DRME na seção 1.1.1.

63 Ver OLIVEIRA, G., 1992, p. 175.

Mesmo assim, seguindo o programa ou não, o primeiro trimestre de 1984 pretendia ser o mais restritivo até então para reverter o processo inflacionário, havendo contenção monetária, congelamento das operações do Banco Central e aumento dos juros *overnight*.

Entretanto, não foi possível manter a contenção monetária, e a inflexão veio em abril de 1984, com "a explosão dos compromissos do estado e a impossibilidade de segurar a base monetária e os meios de pagamentos"⁶⁴ Nem a antecipação da transferência do OGU foi capaz de reverter o processo. O Banco Central registrou um crescimento de 86% na sua NFBC (tabela 9), financiada pela expansão de base monetária equivalente à 2,4% do PIB. Por essas razões, o ajuste externo com a formação do superávit e a recuperação das reservas em 1984 teve outros elementos explicativos que o ajuste proposto pelo FMI.

A elevação dos juros *overnight* em 1984 desvalorizou o valor de face dos títulos públicos e reduziu o mercado para a sua transação. O Banco Central foi então obrigado a socorrer o mercado devido à peculiaridade do financiamento dos títulos da DMIF em poder do público no *overnight*, o que marcará o relacionamento do Banco Central com o Tesouro Nacional mesmo após a separação de contas na segunda metade da década de oitenta⁶⁵.

Pela forma de financiamento dos títulos, existia um descasamento de prazo e rentabilidade entre o ativo e o passivo do intermediário financeiro. Os títulos da carteira do intermediário estão em sua grande maioria indexados à ORTN, ou à taxa de câmbio (ORTN-cambial) e o dinheiro dos clientes à taxa *overnight*. O aumento da taxa *over* impunha a necessidade da intervenção do Banco Central, trocando os títulos da carteira dos bancos e instituições financeiras para evitar insolvências.

A partir de abril de 1984, as medidas de contração foram no sentido de ampliar o mercado de títulos públicos pela expansão do extramercado, que é comprador final de títulos públicos. Houve também a emissão de CDB pelo Banco do Brasil para a

⁶⁴ FUNDAP, 1988b, p. 46

⁶⁵ Os títulos públicos, no Brasil, não são vendidos a compradores finais em sua maior parte, mas sim a bancos e instituições financeiras que se financiam junto aos clientes com depósitos de um dia em operações *overnight*. O financiamento da DMIF por operações de um dia é a gênese do que veio a ser conhecido como "moeda indexada", uma quase-moeda bancária com poder liberatório, como será visto adiante. Para este ponto, ver MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 7-13 e RÉGO, 199 , p. 20-8.

compra de títulos públicos e prazo maior para os CDBs de outros bancos e outros papéis concorrentes aos títulos públicos para facilitar a sua colocação⁶⁶.

A DMIF (ORTNs sobretudo) cresce neste período (ver Gráfico 2), em especial os títulos na carteira do Banco Central, que os emitia para financiar-se junto ao Tesouro Nacional e saldar seus compromissos externos. Devido à transferência do Tesouro para saldar parte dos encargos financeiros devidos ao Banco Central, a conta "Operações com o Tesouro Nacional" ficou um pouco menos negativa em 1984.

A partir de março de 1985, o novo Ministro pratica uma política econômica mais restritiva. A gestão Dornelles pagou altas taxas de juros aos títulos públicos federais, o que expandiu o déficit público e fez a DMIF crescer rapidamente (Gráfico 2).

Houve a volta da suspensão das operações de fomento do Banco Central, rigor na expansão das aplicações do Banco do Brasil e congelamento das operações ativas das instituições financeiras oficiais para que estas gerassem caixa para aquisição de títulos públicos federais.

Ampliou-se, também, o compulsório dos bancos e elevaram-se as taxas de juros - tanto do *overnight* como do sistema financeiro. Ademais, houve mudança no cálculo das correções monetária e cambial, que passaram a ser a média da inflação dos três meses anteriores.

O aumento do compulsório dos bancos em 1985 não trouxe os resultados esperados. Como havia a intermediação pelos bancos dos títulos da DMIF financiados no *overnight*, o Banco Central tinha o compromisso de resgatar diariamente os títulos que não encontrassem tomador final, o que era conhecido como "zeragem automática do mercado". Havendo a zeragem automática, o Banco Central não tinha como controlar as reservas bancárias pelo compulsório, pois os bancos podiam recompô-las com a venda de títulos ao Banco Central ao final do dia⁶⁷.

66 O extramercado é composto pelos investidores institucionais, como seguradoras, fundos de pensão e empresas estatais que muitas vezes possuem percentagens mínimas de seus ativos vinculadas a aplicações compulsórias em títulos públicos. O aumento do extramercado é obtido com a alteração das aplicações compulsórias. Sobre as principais medidas de política monetária em 1984, ver FUNDAP, 1988b, p.66-7.

67 Sobre a falta de operacionalidade do mecanismo de depósito compulsório na política monetária, ver MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 20-4 e RÊGO, 1992, p.97-114.

A política monetária apresentou certas contradições na gestão Dornelles.

TABELA 10
As Necessidades de Financiamento do Banco Central
1985
(% do PIB)

Discriminação	% PIB	Discriminação	% PIB
1.NFRC total	6,18	4.Financiamento	6,18
		4.1.Saas Monet.	2,33
2.Ser. Publ. não-fin.	4,64	4.2.Col. Liq. Tit.	3,86
		Cap. Liq.	2,16
3.Ser. Privado	1,54	Custo DMIF	1,69
3.1.Op. Externas	-0,91		
3.1.1.Saque DRME	0,42		
3.2.Op. Internas	2,45		
3.2.1.Fund. e Prog.	0,85		
3.2.2.Sup. BB	1,62		
3.2.3.Emp. Liq.	0,11		
3.2.4.Outros(a)	-0,14		

Fonte: Banco Central do Brasil

Extraído de TRIBEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p.95

Nota: a) Inclui Compra de Ouro e o item Outros da classificação

Com o congelamento das tarifas públicas e as correções monetária e cambial acima da inflação, em abril e junho⁶⁸, as empresas estatais recorreram mais aos Avisos GB-588 e MF-30. Em julho, o atraso da correção monetária e cambial frente à aceleração da inflação levou a saques na poupança e nos DRME⁶⁹.

Em agosto muda a equipe econômica com a entrada do Ministro Funaro e inicia-se um tratamento financeiro do déficit. Ocorre a redução dos juros com base em uma suposta inelasticidade da poupança financeira ante a variações da taxa de juros a partir de certo nível, o que reduziu o crescimento da dívida pública interna. Houve o restabelecimento da paridade das correções monetária e cambial com o IGP, maior liberdade para os bancos oficiais concederem empréstimos, incluindo o Banco do Brasil, que recupera uma parte de sua participação no sistema financeiro.

68 A fórmula de cálculo das correções cambial e monetária era a média geométrica dos três meses anteriores. Como a inflação foi levemente descendente nesses meses, a média determinou uma correção superior à inflação corrente.

69 Sobre as principais medidas de política econômica durante a gestão Dornelles e os motivos de sua saída, ver FUNDAP, 1988b, p.92-5.

1.3.3. A Política fiscal no ajuste monetário

Com a retração da oferta de recursos externos para o financiamento do déficit público e o programa de ajustamento do FMI, a política fiscal passou a orientar-se pela tentativa de minimizar sua necessidade líquida de recursos, mensurada nesta época pela Necessidade de Financiamento do Setor Público não-financeiro - NFSP.

Do lado da receita, tomaram-se várias medidas para aumentar a receita fiscal, mas essas medidas apenas compensaram a queda na arrecadação devida à retração econômica interna em 1983. A recuperação econômica em 1984, com base no crescimento das exportações e da agricultura (atividades com baixa taxaço), não permitiu o aumento da receita fiscal, que se reduziu em termos absolutos.

Para controlar os dispêndios públicos, foi criado o COMOR em meados de 1983, funcionando bem até meados de 1984, quando perdeu a eficiência devido às eleições presidenciais.

TABELA 11
Execução Financeira do Tesouro Nacional
1982 - 1985
(NCx\$ milhões de jan. 1989)

Ano	Receita Fiscal	Despesa Realizada	Transf. ao Banco Central	Despesa não financeira	Operações c/ TN
1982	27250	27250	3610	23640	-3070
1983	26280	26270	6040	20230	-13820
1984	24450	24430	4130	20300	-11310
1985	29870	26930	2660	25270	-9570

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil

Nota: A receita e despesa anuais acumuladas foram deflacionadas pelo IGP-DI médio do ano e multiplicadas pelo índice de janeiro de 1989. A transferência fiscal ao Banco Central foi extraída de TRIMBIRA e SIASOTO JR., 1988 e deflacionada da mesma maneira. Os gastos não-financeiros foram obtidos por resíduo. O saldo da conta "Operações com o Tesouro Nacional" refere-se ao saldo de dezembro.

A contenção das despesas nos anos de 1983 e 1984 deu-se basicamente pela contenção dos salários dos servidores públicos e pela redução drástica dos

investimentos públicos que, entretanto, não garantiram a manutenção do baixo volume de gastos nos anos seguintes.

Como já foi visto, o Tesouro Nacional manteve-se equilibrado e, ainda, fez transferências consideráveis ao Banco Central. Mas a sua execução financeira era um indicador precário da política fiscal pela existência da conta "Operações com o Tesouro Nacional" no Banco Central, que aumentou o seu déficit até 1983. Em 1984 e 1985 o seu valor negativo reduziu-se, significando que a transferência fiscal do Tesouro e a colocação de títulos permitiram o financiamento da conta.

1.4. CONCLUSÕES

Esse capítulo trouxe-nos as seguintes conclusões:

- i) a DMIF cresce inicialmente pela acumulação de reservas internacionais no Banco Central. Criado o endividamento interno do Banco Central, a política monetária aumentou suas despesas na segunda metade dos anos setenta. O aumento das despesas com juros reduziu o estoque de recursos próprios do Banco Central, diminuindo a sua capacidade de conceder créditos para os fundos e programas;
- ii) a transferência de grande parte da dívida externa da economia para o passivo do Banco Central, no momento em que a moeda doméstica é desvalorizada, criou uma diferença de remuneração entre seu ativo e passivo;
- iii) o fim dos empréstimos externos voluntários para a economia brasileira voltou o financiamento da NFBC para a colocação de títulos da dívida interna junto ao público. Essa expansão, mais o crescimento da carteira própria do Banco Central para lastrear a dívida externa, elevaram a DMIF total, cujos encargos financeiros eram saldados pelo Banco Central;
- iv) junto do fim dos empréstimos externos em 1982, o Tesouro Nacional, embora formalmente equilibrado, usou sua conta no Banco Central para saldar os juros e outras despesas, deixando-a fortemente negativa em 1983, o que agravou ainda mais o desequilíbrio nas contas do Banco Central, já desequilibrado patrimonialmente;
- iv) o fato de o Banco Central ter assumido parte da dívida externa criou a necessidade do aumento de sua carteira de títulos do Tesouro para equilibrar a remuneração de seu ativo e passivo. O Tesouro Nacional conteve os seus gastos e iniciou transferências fiscais para o Banco Central como forma de remunerar a sua carteira e reduzir seu desequilíbrio patrimonial;
- vi) os créditos do Banco Central, na forma de seus fundos e programas, foram reduzidos pelo programa de ajustamento do FMI, pois tiveram de ser contidos pelas metas do Fundo, cedendo lugar aos créditos de ajuda financeira ao setor público. O Banco Central não obedeceu às metas de expansão do crédito estabelecidas pelo Fundo Monetário Internacional para 1983/1984.

CAPÍTULO 2

AS ETAPAS DA ABSORÇÃO DOS GASTOS DO ORÇAMENTO MONETÁRIO PELO TESOIRO NACIONAL DE 1986 A 1989

Este capítulo trata do processo de unificação orçamentária ocorrido entre 1986 e 1988. Primeiro, apresenta os aspectos institucionais que prepararam o Tesouro Nacional para assumir suas novas responsabilidades, como a Secretaria do Tesouro Nacional, o caixa único do Tesouro e a transferência da emissão dos títulos federais e empréstimos com fundos públicos do Banco Central para o Tesouro Nacional. Segundo, analisa a execução financeira do Tesouro Nacional no período em que absorveu os gastos do orçamento monetário e assumiu o desequilíbrio patrimonial do Banco Central em 1986 e 1988, estendendo a análise até 1989. Analisa também a execução do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito pelo Tesouro Nacional que absorve os créditos do antigo orçamento monetário. Por fim, analisa a política monetária nos dois últimos anos em que o Banco Central operou com NFBC - 1986/1987 - e nos dois primeiros que operou sem as despesas do orçamento monetário - 1988/1989 - quando passou a apresentar resultados financeiros positivos, introduzindo a questão da zeragem automática do mercado pelo Banco Central.

2.1. ASPECTOS INSTITUCIONAIS

2.1.1. A criação da Secretaria do Tesouro Nacional e do caixa único em 1986 e 1987

Como visto no capítulo anterior, a conta "Operações com o Tesouro Nacional", que mantinha as disponibilidades da União nas Autoridades Monetárias, foi considerada aqui entre as operações ativas do Banco Central. A explicação é a seguinte: os recursos da conta eram disponibilidades da União, mas eram disponibilidades geridas exclusivamente pelo Banco Central para saldar despesas da União de sua responsabilidade.

Isso fazia que o saldo da conta "operações com o Tesouro Nacional" fossem recursos ativos do Banco Central, acumulados para fazer frente a gastos futuros, mesmo sendo estes gastos, assim como os recursos, teoricamente vinculados ao

A identidade contábil da restrição orçamentária do Tesouro Nacional e do Banco Central, considerando o fluxo pela compra e venda de estoques agrícolas, dEA , as operações de crédito do Banco Central, dCD , e seu retorno $i'.CD$, tornou-se:

$$T - (G + i.DMF) - dEA = -dCOTN - dCD - e.(i*.DE + dRI - dDE) + i.DMFbc + dDMF + i'.CD + dBM \quad (12)$$

onde dEA é a compra e venda de estoques agrícolas, figurando na conta Profie da execução financeira do Tesouro Nacional;

dCD é o crédito do Banco Central;

$i'.CD$ é o retorno dos juros do crédito;

$i.DMF = i.DMFbc + i.DMFpp$, substituindo a transferência fiscal, TF , estando alocado no Profie;

$i.DMFbc$ são os juros recebidos pelo Banco Central por sua carteira de títulos, que se tornaram a forma de repassar recursos ao Banco Central no lugar da transferência fiscal, TF ;

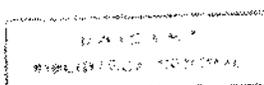
$i.DMFpp$ são os juros da DMIF em poder do público, agora pagos pelo Tesouro Nacional e fora da restrição financeira do Banco Central.

As contas externas, que incluem os DRME e seus juros em dDE e $i*.DE$, estão entre parênteses e multiplicadas pela taxa de câmbio "e" entre as contas do Banco Central.

A Conta "Operações com o Tesouro Nacional", agora positiva, ainda figura entre as contas do Banco Central até ser substituída pela "Conta Única do Tesouro no Banco Central" em 1988.

De acordo com os técnicos do governo, "o OGU, para 1986,...foi elaborado de modo a obedecer os princípios da unidade e universalidade, explicitando a dimensão do déficit fiscal, bem como a forma pela qual seria financiado"²¹.

Esse primeiro ensaio de unificação fez com que, depois de muitos anos, o orçamento fiscal apresentasse um déficit equivalente ao valor das novas despesas, mas que acabou aquém do esperado no início do ano devido ao crescimento da receita fiscal



Tesouro Nacional. O resultado é que a União possuía mais de uma execução financeira, uma no Tesouro Nacional e outra no Banco Central.

Com a transferência da execução dos gastos em 1986 e 1988 e a transferência da captação de recursos por dívida mobiliária para o Tesouro Nacional em 1988, a conta "operações com o Tesouro" foi extinta na forma que existia e os seus recursos passaram a ser geridos pelo Tesouro, estando apenas depositados no Banco Central como disponibilidades do Tesouro, e, portanto, figurando realmente como parte do passivo do Banco Central.

A "necessidade de modernizar a gestão dos recursos orçamentários e de exercer controle mais rigoroso e unificado sobre os gastos públicos"¹ ensejaram a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, em março de 1986, através do Decreto n. 92452. A Secretaria tem as funções de controle da execução do orçamento da União, dos haveres mobiliários, e das operações de crédito internas e externas. É o órgão central dos sistemas de administração financeira, contabilidade e auditoria, subordinando as Secretarias de Controle Interno, da Comissão de Programação Financeira e da Despesa Pessoal².

A Secretaria do Tesouro Nacional ficou responsável não só pela execução do OGU como também pela elaboração da programação financeira anual e plurianual da União. Passou a subsidiar a formulação da política de financiamento da despesa pública e a elaborar e executar a política de dívida mobiliária federal³. A STN registra e controla, também, as responsabilidades e haveres do Tesouro Nacional relativos aos empréstimos que são concedidos pelo Tesouro desde 1988, assim como controla os avales, garantias, participações acionárias etc.⁴.

1 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 57.

2 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 57. PARENTE, 1988, p. 16, disse que o TN havia sido o grande prejudicado na institucionalidade anterior, pois "parou no tempo suas estruturas de administração financeira. Sua contabilidade era defasada e seus mecanismos administrativos atrasados."

3 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 19.

4 Ver PARENTE, 1988, p. 17. A STN também acompanha os compromissos de estados, municípios, estatais etc., que possam, de alguma maneira, afetar as finanças federais. Adiante trataremos do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito, através do qual o TN passou a conceder empréstimos para a agricultura e as empresas estatais.

Quanto ao controle de seu fluxo de caixa, "...orientada pelo Dec. 92230 de dez/1985, a STN atuou no sentido de, sempre que necessário, ajustar os cronogramas de desembolsos das unidades beneficiárias ao efetivo comportamento dos ingressos no caixa do Tesouro Nacional."⁵. Isso significou que o Tesouro Nacional não pode efetuar gastos antes de possuir a receita, para não deixar o valor de seu caixa negativo⁶.

"Em janeiro de 1987, foi implantado o Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal - SIAFI, que passou a realizar a execução orçamentária e financeira do Tesouro Nacional, interligando, em modalidade *on-line*, cerca de 2000 unidades gestoras do Governo Federal, responsáveis por mais de 90 % das despesas, e as demais 1500 unidades em modalidade *off-line*"⁷.

A implantação do SIAFI tornou possível a instituição do sistema de caixa único do Tesouro Nacional. O caixa único "estipulou que os recursos somente poderão ser sacados para o pagamento de despesas formalmente processadas e dentro dos limites estabelecidos na programação financeira"⁸.

"Posteriormente, através da Instrução Normativa STN n. 10, de 6.9.88, foi implantada a Conta Única do Tesouro no Banco Central, a qual passou a acolher o saldo de caixa do Tesouro Nacional, no Banco do Brasil, ainda não liberado às unidades gestoras". Segundo OGASAVARA (1991,p.290), nessa conta são mantidos os recursos imediatamente disponíveis, mas ainda não liberados⁹.

Segundo o Relatório do Banco Central..."tal centralização melhora as condições para o fluxo de caixa do Tesouro Nacional, pois evita a hipótese de que, em determinado momento, haja escassez de recursos para algum gasto prioritário, ao tempo em que possam existir recursos ociosos liberados para outras finalidades, compondo

5 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 59.

6 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p. 61. Esta medida destinava evitar o ocorrido na primeira metade dos anos oitenta, quando a conta do Tesouro no Banco Central ficou enormemente negativa.

7 PARENTE, 1988, p. 17.

8 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 57.

9 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p. 61. Desde dezembro de 1986, o TN possui um caixa único no BB para atender os programas e compromissos previamente acertados junto às unidades gestoras. Ver OGASAVARA, 1990, p. 291.

saldos médios em contas bancárias em nome das unidades orçamentárias ou administrativas, até a época de sua utilização"¹⁰.

A conta única do Tesouro no Banco Central melhorou por um lado o controle da gestão dos recursos federais, mas por outro, numa situação de insuficiência de recursos fiscais para o Tesouro Nacional, limite de expansão para o endividamento interno e o valor da conta única não podendo ficar negativo; o crescimento dos gastos incompressíveis (juros, fundos de participação e salários principalmente) dificulta a manutenção das vinculações de receita.

O caixa único permite equilibrar a execução financeira do Tesouro pelo lado dos gastos, mas cria um déficit reprimido, pois o equilíbrio decorre do contingenciamento de despesas previstas no OGU para a obtenção do equilíbrio de caixa do Tesouro Nacional, desvirtuando completamente as funções do OGU votado no Congresso Nacional¹¹.

Como o caixa único melhorou a visibilidade da situação de caixa e as metas são de equilíbrio ou superávit fiscal, o resultado da conta única não pode ser deficitário. Dado o descasamento da receita com a despesa e o caráter meramente autorizativo de algumas rubricas do orçamento, a recomposição de gastos fica insustentável, ainda mais em condições de receita/PIB cadente.

2.1.2. A separação das atribuições entre o Banco Central e o Tesouro Nacional em 1988

Em junho de 1987, no bojo das medidas de reorganização institucional do Plano Bresser, foram lançadas medidas que transferiram a administração da dívida pública do Banco Central para o Tesouro Nacional (a partir de janeiro de 1988) e determinaram a conclusão do processo de unificação orçamentária, com a inclusão, na proposta do OGU para 1988, do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito, a ser gerido pela Secretaria do Tesouro Nacional¹².

¹⁰ RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 57.

¹¹ Para uma visualização entre os recursos liberados por rubrica e a sua dotação inicial no orçamento em dois anos específicos, 1990 e 1991, ver GUARDIA, 1992, p. 96-108.

¹² Sobre as medidas de reordenamento institucional do Plano Bresser, ver PARENTE, 1988, p. 17 e BIASOTO Jr., 1990, p. 30.

Esta última medida transferiu a atribuição das operações de fomento do Banco Central para o Tesouro Nacional, também a partir de janeiro de 1988.

Ainda em 1987, por força do Decreto Lei n. 2376 (nov/87), o Banco Central foi impedido de emitir títulos em nome do Tesouro, podendo fazer operações no mercado monetário somente com títulos em sua carteira. O Decreto tornou atribuição única do Tesouro a emissão de títulos e extinguiu os poderes concedidos pela Lei Complementar n. 12, de 1971 ¹³.

Esse mesmo decreto criou a Letra Financeira do Tesouro - LFT - para substituir a Letra do Banco Central - LBC, tornando a dívida mobiliária interna federal de responsabilidade única do Tesouro Nacional, além de definir critérios para a ampliação da dívida pública que configurariam um limite à sua expansão.

O Decreto n. 2376 determinou, também, o acerto de contas pela liquidação dos débitos e créditos de qualquer natureza entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, em janeiro de 1988, de acordo com os valores apurados em 31.12.87 ¹⁴.

A transferência da emissão de títulos e administração da DMIF, para a Secretaria do Tesouro, foi uma decorrência do processo de separação do financiamento fiscal do Tesouro Nacional do financiamento monetário do Banco Central, completando a responsabilidade formal do Tesouro pela DMIF.

A portaria n. 430, de 22 de dezembro de 1987, separou as funções da Secretaria do Tesouro Nacional das do Banco Central quanto à dívida pública.

As atribuições da Secretaria do Tesouro passaram a ser a determinação e o controle do volume e prazos dos títulos nas ofertas públicas, administrando o limite da

13 A Lei Complementar n. 12 permitia que o Banco Central emitisse títulos sem limites e sem autorização do Congresso para financiar-se e praticar política monetária.

14 Ver BIASOTO JR., 1990, p. 27 e REL. ANUAL do BCB, 1988, p. 74. O Conselho Monetário Nacional instituiu em 1984 um grupo de trabalho que analisou, entre outras questões, as operações do TN nas AM que se encontravam pendentes. A lista dessas operações está no Relatório do GT-3, p. 140-52. Esse decreto ainda definiu que o resultado positivo que deveria surgir no BCB após o acerto de contas deveria ser repassado ao TN, mas foi somente ao final de 1989, pela Lei n. 7862 de 30.10.89, que se definiu a transferência de fato, como veremos adiante. DANTAS de ARAÚJO, 1989, analisa as implicações do Decreto n. 2376.

colocação de títulos e supervisionando os serviços a cargo do Banco Central referentes à DMIF, prevendo os recursos financeiros necessários ao Banco Central para a cobertura de juros e de outras despesas da DMIF.

As atribuições do Banco Central resumiram-se à escolha das instituições financeiras para as ofertas públicas, realizando, através do SELIC, os recebimentos e pagamentos e lançando na conta de disponibilidades do Tesouro Nacional o resultado líquido das operações realizadas. Além disso, o Banco Central deve prestar contas à STN e supervisionar os serviços efetuados pelo Banco do Brasil referentes a DMIF¹⁵.

2.1.3. O limite para a expansão do endividamento do Tesouro Nacional em 1988

Ao final de 1987, pelo Decreto Lei n. 2376 de nov. de 1987, "...foi estabelecido limite para a emissão de títulos da dívida pública mobiliária, que, a partir de 1988, só poderá aumentar em termos reais para financiar o déficit orçamentário autorizado pelo Congresso Nacional"¹⁶. Isso foi o fim dos amplos poderes concedidos pela Lei Complementar n. 12, de 1971, que permitia ao Banco Central emitir títulos de acordo com suas necessidades.

Com a criação, em janeiro de 1988, do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito para realizar os empréstimos com fundos públicos, ficou estabelecido o impedimento de o Banco Central realizar suprimento de recursos, de maneira direta ou indireta, para qualquer operação de crédito ao Tesouro Nacional e ao setor público em geral que não as decorrentes da execução da política monetária e cambial, o que se restringe à compra de títulos do Tesouro Nacional no mercado secundário em suas operações de *open market*¹⁷.

A partir do exercício fiscal de 1989, a limitação do endividamento do Tesouro ficou ainda maior, pois "com a Constituição de 1988, surge a limitação do valor das operações de crédito ao montante das despesas de capital"¹⁸, que compreendem o

15 A separação das funções da STN e do Banco Central quanto à dívida pública são descritas em BIASOTO Jr., 1990, p. 29.

16 PARENTE, 1988, p. 17.

17 Sobre esse impedimento, ver BIASOTO Jr., 1990, p. 24-5. e RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1987, p. 71

18 CALABI e PARENTE, 1990, p. 26.

financiamento de investimentos, inversões financeiras e o pagamento de principal de empréstimos. Isso significa que o Tesouro Nacional não pode financiar despesas de consumo com o aumento da dívida mobiliária interna federal - DMIF.

2.2. AS ETAPAS DA ABSORÇÃO DAS CONTAS E A EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOIRO NACIONAL

2.2.1. A primeira etapa em 1985 e 1986

A primeira etapa do processo de unificação orçamentária foi iniciada em 1985 quando incluíram na proposta orçamentária para 1986 as despesas de natureza não-reembolsável realizadas pelos Banco Central e do Brasil (juros, trigo, AGF, subsídios de crédito rural e à exportação). Porém, "devido a dificuldades de natureza operacional, as operações reembolsáveis, isto é, as operações oficiais de crédito, foram deixadas para tratamento posterior"¹⁹.

Com essa exclusão dos gastos de natureza reembolsável, não faziam parte do OGU de 1986/87 os Fundos e Programas administrados pelo Banco Central, os Avisos MF-30 e GB-588 e os suprimentos ao Banco do Brasil para crédito rural. O suprimento ao Banco do Brasil para crédito rural substituiu a *conta de movimento*, congelada em março de 1986, como veremos adiante.

"Os encargos financeiros dos DRME e os encargos dos Projetos de Renegociação da Dívida Externa, assumidos pelo Banco Central por conta do Tesouro Nacional e sem dotação orçamentária no orçamento unificado" também ficaram de fora do OGU figurando entre as contas do Banco Central²⁰.

19 PARENTE, 1988, p. 17.

20 OLIVEIRA, J.doc., 1998, p. 22 nota. Sobre os encargos da dívida externa, o Banco Central foi assumindo o passivo público e privado da economia e despendendo os encargos financeiros dos Projetos 1 e 2. Os encargos de Projetos eram dados pela Libor mais um spread sobre o estoque de pagamentos reescalados desde o final de 1982. O financiamento dos encargos foi feito até dezembro de 1987 pelo acúmulo de mais dívida externa. A partir de 1988, a dívida externa privada ou pública assumida pelo Banco Central decresceu e não foi possível continuar financiando os encargos externos pelo aumento da dívida externa líquida do Banco Central. Ver BATISTA Jr., 1990, para o financiamento externo do BCB. As etapas da negociação da dívida externa em 85/87 estão em BAER, 1993, p.109-27.

decorrente do Plano Cruzado. Para a cobertura do déficit previu-se basicamente a mobilização de recursos internos²².

TABELA 12
A Execução financeira do Tesouro Nacional - 1985/1987
(Milhões de Cruzados Novos de janeiro de 1989)

Ano	Receita (1)	Despesa (2)	Fundo de Part. (3)	Profié (4)	Pessoal (5)	Outros (6)	Resultado (7)
1985	29870	28930	-	-	-	-	940
1986	35630	44420	8200	15040	2440	11730	-8780
1987	32900	36210	6610	5780	10710	11900	-3320

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, Quadro 3.1 e 3.2.

Nota: Os fluxos mensais de receita e despesa foram obtidos do fluxo acumulado, deflacionados pelo IGP-EI e depois somados no valor anual. 4) Projetos-Atividades Sujeitos a Tratamento Financeiro Específico, inclui as transferências ao ACB e encargos com estoques reguladores, trigo e açúcar. 6) Inclui gastos com amortização interna e externa de encargos da dívida dos órgãos federais, PIN/Proterra Finocial e outras despesas.

Ao término de 1986, a receita do Tesouro Nacional apresentou incremento real de 24 %, comparativamente a 1985. Retirando-se a receita com a venda de produtos agrícolas, que não figurava no orçamento de 1985, chega-se a um crescimento real de 19,3 %²³

A despesa realizada do Tesouro Nacional elevou-se 65,0%, comparativamente a 1985 (Tabela 12). A despesa orçamentária foi ampliada tendo em vista que na programação de gastos foram considerados todos os desembolsos de natureza fiscal. Deduzindo da despesa o montante das transferências para o Banco Central e para o Banco do Brasil em 1985 e 1986 (Profié em 86), a expansão real dos gastos se reduz para 26,6 %²⁴. As transferências do Governo Central através dos fundos de participação também cresceram pela emenda constitucional n. 27, passando a 23 % da receita do Tesouro em 1986. (Tabela 12).

22 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p.59. A receita fiscal cresceu no Plano Cruzado por causa do fim do "Efeito-Tanzi" e do crescimento econômico obtido no ano. O "Efeito-Tanzi" é o efeito da inflação alta sobre o valor real dos tributos não indexados e que dispõe de um período relativamente longo entre o fato gerador do imposto e o seu recolhimento de fato as disponibilidades do Tesouro Nacional. Ver TANZI, 1977, p. 156-87.

23 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p.59.

O déficit do Tesouro Nacional pela inclusão das despesas dos Projetos Sujeitos a Tratamento Financeiro Específico (Profie) foi a contrapartida da correção dos recursos próprios do Banco Central, uma vez que os juros da DMIF deixaram de ser descontados de seus recursos próprios e o Tesouro Nacional transferiu títulos para o Banco Central no valor suficiente para tornar seus recursos próprios positivos.

O OGU de 1986 apresentou o problema metodológico de agregar gastos a fundo perdido (salários, investimentos, juros, subsídios) a empréstimos com expectativa de retorno como a aquisição de produtos agrícolas (alocados no Profie), além de não se conseguir distinguir, dentro das operações com retorno, os subsídios implícitos²⁵.

2.2.2. A continuidade com mudanças em 1987

Em 1987 houve a reedição do Orçamento Geral da União unificado, com a redefinição de algumas das alterações efetuadas em 1986.

Entre as mudanças está a contabilização dos encargos da dívida mobiliária no OGU. Em 1986 haviam sido lançados todos os encargos; mas, em 1987, o Tesouro Nacional não se responsabilizou pela carteira própria do Banco Central. Apenas transferiu os recursos necessários para que este desse conta de seu passivo cambial²⁶.

A outra mudança foi a opção pela "separação dos recursos reembolsáveis dos gastos sem retorno, remetendo de volta ao orçamento monetário os desembolsos para suportar o *funding* dos programas de aquisição de produtos agrícolas....As despesas não reembolsáveis referentes a esses programas (armazenamento, frete, seguro e outros) permaneceram no OGU..."²⁷.

24 Dado do RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1986, p. 61.

25 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 17 e TEIXEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p. 23.

26 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 21-2. O passivo cambial do Banco Central iria apresentar despesas financeiras consideráveis em 1987 que seriam financiadas internamente pela primeira vez, pois o passivo externo público e privado assumido pelo Banco Central estava se esgotando. Entretanto, a moratória externa decretada em maio de 1987 permitiu ao Banco Central continuar o financiamento pela expansão de seu passivo externo, representado pela dívida externa não-registrada, acumulada em seu passivo pelos pagamentos não efetuados ao exterior. A moratória desonerou o passivo externo do BCB. Ver BATISTA Jr., 1990, para o financiamento externo pela moratória. Para os problemas externos e a estratégia de negociação que envolvia a moratória, ver SAER, 1993, p. 121-2.

A restrição orçamentária, após tais mudanças, tornou-se:

$$T - (G + i.DMF) = -dCOTN - dEA - dCD - e.(i*.DE + dRI - dDE) + i.DMFbc + dDMF + i'.CD + dBM \quad (13)$$

Considerando que os juros da DMIF na carteira do Banco Central, $i.DMbc$, ficaram limitados a $e.(i*.DE - dDE)$, uma vez que a acumulação de reservas seria financiada pelo Banco Central.

A razão do retorno das operações agrícolas para as operações do Banco Central foi separar o dispêndio de recursos reembolsáveis dos gastos sem retorno, de forma que fatores conjunturais (o aumento da despesa com a aquisição de um maior estoque agrícola decorrente do crescimento da safra), causadores de um desequilíbrio temporário nas contas do Tesouro (com a contrapartida de um ativo físico, o estoque regulador), não se confundissem com os desequilíbrios de natureza estrutural²⁸.

A receita do Tesouro Nacional, em 1987, apresentou queda real de 7,7 %, comparativamente a 1986. A despesa de caixa do Tesouro também foi reduzida, apresentando queda real de 18,5 %. A redução foi obtida com a diminuição da despesa com os Projetos e Atividades Sujeitos a Tratamento Financeiro Específico (Profie), que apresentaram queda de 55 %, pois as demais despesas não financeiras mantiveram-se no mesmo patamar de NCz\$ 29,4 bilhões²⁹. (Ver Tabela 12)

Considerando-se o menor déficit de caixa e a maior captação de recursos através de operações de crédito (mais de 3/4 provenientes da colocação de títulos públicos, emitidos pelo Banco Central, e o restante, provenientes de recursos externos) o ano fiscal encerrou-se com disponibilidade de caixa³⁰.

27 TELXEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p. 25. Estas foram as razões para as despesas do Profie caírem 55% em 1987 (tabela 12).

28 Ver GUARDIA, 1992, p. 21.

29 Ver RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1987, p. 76-9. Os valores deflacionados apresentados na tabela 12 diferem dos valores apresentados no RELATÓRIO ANUAL do BCB pelo uso do IGP-DI no lugar do índice oficial e a deflação dos fluxos mensais em separado, para posterior agregação anual, no lugar da deflação do fluxo acumulado de final de período, como apresentado no RELATÓRIO.

30 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1987, p. 76. A DMIF em poder do público expandiu-se em NCz\$ 6,8 bilhões para um déficit de caixa de NCz\$ 3,3 bilhões. Os recursos externos devem-se a moratória, que também desonerou o TN pela menor despesa do Profie.

2.2.3. A consolidação da unificação orçamentária em 1988 e a criação do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito

A proposta orçamentária de 1988 unificou novamente o OGU e, para isso, criou, numa peça separada, o Orçamento das Operações Oficiais de Crédito. Este constava do OGU como um anexo, contendo todos os programas até então financiados com suprimentos do Banco Central e que agora se tornavam uma obrigação do Tesouro Nacional. Assim, na proposta orçamentária de 1988 estavam contempladas todas as operações de responsabilidade do Tesouro Nacional definidas pelo Plano Bresser³¹.

O OGU para 1988 possuía todos os itens do orçamento de 1987 e apresentava novamente os encargos integrais da DMIF e aquisição de produtos agropecuários. Apresentava, também, pela primeira vez, os encargos decorrentes de programas e operações oficiais de crédito e suas respectivas disponibilidades, discriminadas no OOC como um anexo ao OGU. Ficou estabelecido que seria de competência do Ministério da Fazenda a elaboração e execução financeira do OOC³².

A criação do OOC, administrado pela STN, fez com que o Tesouro Nacional passasse a operar com certas funções de banco, como a de conceder empréstimos com os recursos provenientes dos antigos fundos e programas administrados pelo Banco Central, usando o Banco do Brasil como agente desses empréstimos.

Com essas mudanças, a identidade contábil da restrição orçamentária do Tesouro Nacional passou a ser:

$$T + dCUTN + i'CD_{ooc} - (G + i.DMF) - dCD_{ooc} = dDMF \quad (14)$$

onde $dCUTN$ são as disponibilidades da União na conta Única do Tesouro no Banco Central;

$-dCD_{ooc}$ são os desembolsos creditícios do OOC, uma despesa e, por isso, com sinal negativo;

31 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 23.

32 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 23, TEIXEIRA e BIASOTO Jr., 1988, p. 26, e RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1987, p. 73.

i'.CDoooc é o retorno dos juros desses empréstimos;
dDMF é a expansão da DMIF, agora emitida pelo Tesouro Nacional, para financiar seus gastos superiores à receita fiscal.

A expansão dos gastos e dos desembolsos do OOC acima da receita passou a implicar na expansão da DMIF emitida pelo próprio Tesouro Nacional.

O OOC possuía como despesas os desembolsos destinados às operações de empréstimos, à aquisição de produtos agrícolas e todos os outros desembolsos de caráter reembolsável. O OOC também possuía como despesa, além do desembolso do empréstimo propriamente dito, o pagamento do principal e dos encargos financeiros decorrentes do passivo acumulado para o financiamento das operações de crédito.

A receita do OOC previa o retorno com a venda de produtos adquiridos, o retorno dos empréstimos do OOC, a colocação de títulos, empréstimos externos e a transferência de recursos fiscais para o aumento das operações de caráter reembolsável.

No OOC também estavam despesas não reembolsáveis como comissões, taxas, armazenagens etc., mas estava previsto o ressarcimento pelo OGU de tais despesas³³.

O decreto que criou o OOC estabeleceu, também, que nenhuma operação de empréstimo do OOC poderia ser realizada a custos inferiores aos da colocação de títulos públicos, salvo se o respectivo subsídio estivesse previsto no OGU e no próprio OOC³⁴.

O Tesouro Nacional passou a manipular parcela dos empréstimos do Banco do Brasil pela operação do OOC e deixou para o Banco Central a responsabilidade única das políticas monetária e cambial, o que incluía os encargos da dívida externa no passivo do Banco Central.

33 Sobre as receitas e despesas do OOC. Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 73.

34 Ver BIASOTO Jr. 1990, p. 24 e REL. ANUAL do BCB, 1987, p. 73. Segundo LONGO, 1991, p. 79, "o subsídio direto ao setor privado é definido como o resultado negativo das operações de fundos e programas especiais consolidados no OOC,....e figuram como tal no orçamento fiscal."

TABELA 13

Receita e Despesa do Orçamento das Operações Of. de Crédito
(Milhões de Cruzados Novos de janeiro de 1989)

Ano	Receita (1)	Despesa (2)	Resultado (3)=(2)-(1)	Transferência do OGV (4)
1988	7250	16060	-8810	8810
1989	4430	7510	-3080	3080

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil

Quanto à DMIF, a partir de 1988, a LBC estava extinta e substituída pela LFT, estando a DMIF composta unicamente por títulos do Tesouro Nacional. A política de mercado aberto do Banco Central ficou sendo feita com títulos do Tesouro na carteira própria do Banco Central.

O Plano Bresser havia determinado que o Tesouro Nacional acertasse, em janeiro de 1988, as suas contas com o Banco Central, de acordo com os valores de 31 de dezembro de 1987. Nesse acerto foram transferidos ao Banco Central NCz\$ 47,2 bilhões na forma de títulos, sendo NCz\$ 41 bilhões na forma de LTN especiais que possuem somente correção monetária³⁵.

Em função desse acerto de contas, a DMIF de responsabilidade do Tesouro Nacional passou de aproximadamente NCz\$ 52 bilhões, em dezembro de 1987, para algo em torno de NCz\$ 100 bilhões, em janeiro de 1988, sendo que 40 % possuía somente correção monetária e estava na carteira do Banco Central.

Dentre os NCz\$ 60 bilhões restantes, compostos de LFT, OTN e as últimas LTN, 80 % estavam em poder do Banco Central e, somente, NCz\$ 12 bilhões em poder do público. O restante da DMIF em poder do público, em janeiro de 1988, era composto por NCz\$ 24 bilhões de LBC que foram substituídas ao longo do ano por LFT e OTN, que estavam na carteira do Banco Central.

35 As LTN-E possuem somente correção monetária e não oneram o OGV. O seu resgate é feito mediante a transferência do resultado do BCB ao TN, como será tratado adiante. O Decreto n. 2376 determinou que o resgate das LTN-E será feito em 20 anos, até 2007. Ver DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.28.

Como haveria necessidade de autorização legislativa para a ampliação do endividamento interno, o OGU para 1988, pela primeira vez, explicitou limites para a colocação de novos títulos³⁶. A DMIF do Tesouro Nacional terminou o ano em NCz\$ 102 bilhões, sendo NCz\$ 43 em poder do público.

Sendo assim, o reordenamento das finanças públicas federais "separou, em seus orçamentos, os fatos originários das ações governamentais daqueles próprios de Banco Central, regularizando, mediante convolações com títulos especiais, os direitos e responsabilidades, as relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central a partir do balanço de junho de 1988"³⁷....Passaram a ser de exclusiva responsabilidade do Banco Central as receitas e despesas decorrentes da execução das políticas monetária e cambial, não se onerando o Tesouro Nacional por força da captação de recursos dos quais não se beneficiou...Por outro lado, o Banco Central receberia integralmente os encargos devidos pelo Tesouro Nacional em razão dos títulos integrantes de sua carteira. No final do exercício, o resultado do Banco Central, se credores, seriam transferidos para o Tesouro Nacional"³⁸.

Embora apresentasse o primeiro OGU unificado, incorporando todas as despesas fiscais e as operações de crédito, a receita fiscal do Tesouro Nacional caiu 15,4 % em relação a 1987³⁹. A despesa subiu 18,9 pelo crescimento das despesas financeiras e o surgimento da transferência ao OOC.

A partir da criação do OOC, passaram a existir dois orçamentos (embora um fosse anexo do outro), cada um com seu respectivo déficit. O déficit do OOC criou um déficit maior para o Tesouro Nacional, pois o déficit do OOC tem de ser coberto por transferência fiscal.

O déficit do OOC foi de NCz\$ 8,8 bilhões, coberto por transferência fiscal. Somado ao déficit do Tesouro, o déficit total, em 1988, ficou sendo NCz\$ 15,2 bilhões, contra NCz\$ 3,3 bilhões, em 1987.

36 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p.61. A definição prévia pelo Congresso Nacional do limite para a colocação de novos títulos para o financiamento do OGU foi determinada em 1987 pelo Decreto Lei n. 2376.

37 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p. 6.

38 PARENTE, 1988, p.17.

39 Podemos atribuir a queda na receita fiscal à aceleração inflacionária (Efeito Tanzi). A inflação de 1988 alcançou 1037,6% contra 415,9% em 1987, medida pelo IGP-DI.

O déficit foi coberto pela colocação líquida de títulos emitidos pelo próprio Tesouro Nacional - emissão de NCz\$ 39.300 milhões em LFT e resgate de NCz\$ 22.410 milhões em OTN/LTN, ficando com um ganho líquido de NCz\$ 16.890 milhões⁴⁰. Isso outorgou ao Tesouro Nacional uma disponibilidade de NCz\$ 1.690 milhões⁴¹.

TABELA 14
A execução financeira do Tesouro Nacional - 1988/1989
(Milhões de Cruzados Novos de janeiro de 1989)

Ano	Receita (1)	Despesa (2)	Fund. de PAR. (3)	Enc. Fin. (4)	Pessoal (5)	GOOC (6)	Outros (7)	Resultado (8)
1988	27840	41050	5670	2430	11370	5000	7770	-15200
1989	26570	41310	5530	15350	20640	2080	8720	-16750

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, Quadro 3.1 e 3.2.

Nota: (1) Receita fiscal. Não inclui a receita do GOOC. (4) Inclui encargos de amortização de encargos da dívida de órgãos federais e encargos da DMIF. (6) Somente a transferência fiscal que equilibra o GOOC (7) Inclui outras vinculações e outras receitas.

A receita fiscal do Tesouro diminuiu novamente em 1989, caindo cerca de 4,6%⁴². Um esforço de contenção manteve a despesa praticamente constante, crescendo somente 0,6% em relação a 1988, mesmo havendo um crescimento brutal das despesas financeiras. Como 1988 havia sido um ano de déficit, o desequilíbrio entre a receita e despesa repetiu-se em 1989⁴³.

40 Excluindo as LTN especiais emitidas para o acerto de contas com o Banco Central e o ressarcimento pela transferência dos Fundos e Programas administrados pelo Banco Central.

41 Ver RELATÓRIO ANUAL do BCE, 1988, p. 68 e 70. As LBC foram resgatadas pelo BCE, trocando-as pelos títulos do TN em sua carteira.

42 Do lado da receita do Tesouro Nacional, "de conformidade com o novo ordenamento constitucional, foram extintos, a partir de março de 1989, cinco impostos da competência da União...além de ter sido redefinida nova modalidade de partilha (entre Estados e Municípios) de rendas e tributos federais. A perda de receita decorrente dessas medidas, sem que houvesse uma contrapartida pela descentralização das despesas, praticamente extinguiu a capacidade de investir da União". RELATÓRIO ANUAL do BCE, 1989, p. 62.

43 Em 1989, "buscou-se maior disciplina na área fiscal, limitando-se o desembolso de recursos ao montante de receitas efetivamente arrecadadas, acrescido das disponibilidades financeiras existentes em 31.12.88, ficando a emissão de títulos públicos restrito à rolagem do principal e encargos". RELATÓRIO ANUAL do BCE, 1989, p. 63. Como visto na tabela 14, isto não foi possível.

As despesas financeiras da DMIF cresceram 63%, em relação a 1988, passando de 34% da receita fiscal para 58%, em 1989. O ajuste na despesa foi possível pela redução da transferência para equilibrar o OOC, que caiu 65%, sendo somente um terço da transferência anterior.

O Orçamento das Operações Oficiais de Crédito de 1989 foi significativamente menor, menos da metade, com receitas creditícias (incluindo o retorno dos empréstimos) cerca de 40% menores e desembolsos 53% inferiores (tabela 13).

A queda na receita fiscal em 1989 deveu-se basicamente à aceleração da inflação e à extinção de impostos pela nova Constituição de 1988. Quanto à desvalorização dos impostos, O Tesouro tentou prevenir-se com a criação do BTNF "como referência de indexação de tributos e contribuições de competência da União (MP n. 68, de 14.6.89)"⁴⁴.

No caso dos encargos da DMIF, houve uma distribuição irregular dos fluxos dos encargos reais, pois as taxas de juros tornaram-se mais elevadas nos últimos meses de 1989, concentrando o déficit no segundo semestre⁴⁵. Como veremos adiante, as despesas com juros durante o Plano Verão não oneraram o Tesouro Nacional, devido ao artifício do emprego do vetor de preços que não incorporou a inflação anterior ao plano, permitindo a prática de juros altos após o Plano Verão, sem expandir a DMIF.

A relação no período entre o estoque da dívida e as receitas do Tesouro Nacional não teve um comportamento tão favorável quanto no caso do setor público como um todo. O estoque de dívida mobiliária interna federal (DMIF), que era cerca de 2,03 vezes a receita fiscal anual do Tesouro Nacional em dezembro de 1986, passou para 4,19 vezes a receita fiscal anual em dezembro de 1989, ou 3,73 vezes, caso descontem-se as LTN especiais que possuem apenas correção monetária⁴⁶.

44 RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p. 63.

45 Ver RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p. 68.

46 BIASOTO JR., 1993, p. 11-3 também apresenta números sobre a relação dívida/receita que corroboram o agravamento da situação financeira federal dentro do restante do setor público.

2.3. O TESOURO NACIONAL E A OPERAÇÃO DOS FUNDOS E PROGRAMAS DO BANCO CENTRAL DE 1988 A 1992

Um dos resultados mais significativos para as novas atribuições do Tesouro Nacional, após a unificação orçamentária de 1988, foi o OGU absorver os fundos e programas administrados pelo Banco Central mais outros créditos para o setor público (Aviso MF-30, por exemplo), agora alocados no Orçamento das Operações Oficiais de Crédito.

Os antigos fundos e programas passaram a ser geridos pela Secretaria do Tesouro Nacional, dentro do Ministério da Fazenda, sendo discriminados por programas e tendo a sua execução financeira divulgada mensalmente pelo Tesouro Nacional⁴⁷.

A transferência dos fundos e programas e das outras operações de crédito com fundos públicos do Banco Central para o Tesouro significou a transferência de parte dos haveres do Banco Central para o balanço do Tesouro Nacional, com o correspondente ressarcimento pelo Tesouro Nacional⁴⁸.

As operações de crédito para fomento transferidas do Banco Central para o Tesouro Nacional tiveram a sua estrutura de financiamento modificada. O financiamento monetário foi eliminado e o financiamento pelo OGU e pela expansão de DMIF emitida pelo Tesouro Nacional passou a depender de autorização legislativa⁴⁹.

As operações de crédito do OOC usam o Banco do Brasil e demais instituições oficiais de crédito como agentes financeiros, que recebem os recursos pela Conta de Suprimentos.

Após a transferência para o Tesouro, as operações de crédito apresentaram desembolsos cada vez menores.

47 Ver PARENTE, 1988, p. 13 e GUARDIA, 1992, p. 43.

48 BIASOTO Jr., 1990, p. 32. O ressarcimento pela transferência para o TN de parte do ativo do BCB e o concomitante pagamento pelo TN de todas as despesas fiscais pendentes com essa autarquia no acerto de contas foi feito com a transferência de LTN especiais para o ativo do BCB no valor de R\$ 41,7 bilhões. As LTNEs não rendem juros e são resgatáveis pela transferência do resultado (lucro) do BCB ao TN, a ser efetuada a cada semestre a partir de dezembro de 1988.

49 Ver BIASOTO Jr., 1990, p. 31 e GUARDIA, 1992, p. 22.

Parte da queda dos desembolsos relaciona-se com o fim do prazo de vigência de vários programas, que acabaram extintos por não terem seus prazos renovados. Outro motivo é que boa parte dos desembolsos do OOC refere-se a Avisos MF que, nos últimos anos, diminuíram bastante pela diminuição da dívida externa de Estados, Municípios e empresas estatais⁵⁰.

Os desembolsos totais do OOC também diminuíram, pelo menos em parte, pela desvalorização de seu *funding*. Os motivos são que as despesas com taxas, comissões e armazenagem (ocorridas principalmente nas operações com produtos agrícolas), que deveriam ser previstas no OGU, foram feitas com recursos do próprio *funding* do OOC.

Um outro problema é que a equalização das taxas de juros abaixo do mercado deveria ser feita por recursos fiscais, estando o subsídio creditício previsto no OGU. Mas isso não tem ocorrido.

Existe, também, o problema da correção monetária pela inflação do mês anterior que, nos períodos de inflação ascendente, diminui o valor real do retorno dos empréstimos.

Agregue-se ainda, o fato de as transferências do OGU para o OOC terem sido elevadas somente no primeiro ano de vigência do orçamento, caindo para um terço no ano seguinte e mais 40 % em 1990. Nos anos posteriores, não houve mais transferência (tabela 15).

A redução dos desembolsos do OGU para aplicação no OOC limitou as aplicações desse ao retorno dos empréstimos concedidos (principal e juros). Esses recursos passaram a responder por uma parcela crescente das novas aplicações, chegando a representar 94% das liberações previstas para 1992.

TABELA 15

O resultado do Orçamento das Operações Oficiais de Crédito e as transferências do OGC
(milhões de cruzados novos de janeiro de 1989)

Discriminação	1988	1989	1990	1991	1992
1. Result. OGC - Rec.	7250	4430	2430	2470	1720
Desp.	16060	7510	4256	2230	1560
2. Transf. Fiscal	8800	3080	1820	-240	-160
3. % da desp. realizada	20,5	7,1	3,6	-	-
4. % da rec. fiscal	31,6	11,6	4,2	-	-

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil

Nota: As linhas 3 e 4 são a porcentagem da transferência fiscal na despesa realizada e receita fiscal do Tesouro Nacional

Como a maioria dos programas envolve subsídios e alguns deles possuem um alto nível de inadimplência (ex. crédito agrícola e refinanciamento da dívida externa), a insuficiência de recursos fiscais implicou necessariamente uma trajetória decrescente das aplicações⁵¹.

Um estudo do Banco Mundial⁵² diz que as operações do OGC - especialmente as Garantias de Preços Mínimos - não apresentam informações adequadas sobre os subsídios a cargo de cada programa, não permitindo discriminar se o crescimento das despesas de cada programa corresponde ao aumento do próprio programa ou dos subsídios neles implícitos.

2.4. O BANCO CENTRAL E A POLÍTICA MONETÁRIA DE 1986 A FEVEREIRO DE 1990

Para a análise da política monetária nesse período é importante assinalar que, em 1986/1987, ainda havia déficit no Banco Central, déficit este que era discriminado anualmente na NFBC e necessitava de financiamento pela colocação de títulos, como também pela emissão de base monetária. O déficit dura até dezembro de 1987, quando são transferidas para o Tesouro Nacional as suas principais causas

51 Ver GUARDIA, 1992, p. 34, para a composição dos recursos do OGC.

52 WORLD BANK. Brazil: public expenditure, subsidy policies and budgetary reform, 1989, citado por GUARDIA, 1992, p. 43. GUARDIA vê a importância da discriminação das despesas para o exame pelo Poder Legislativo e o correspondente controle da sociedade dos dispêndios creditícios do Poder Executivo.

geradoras: o financiamento do setor público não-financeiro (NFSP) e dos Fundos e Programas (itens 2 e 3.2.1 da NFBC), como pode ser visto adiante nas tabelas 16 e 17 com a NFBC de 1986 e 1987. As operações com o setor privado que permaneceram são típicas de bancos centrais (Operações externas, empréstimos de liquidez).

Note-se que, se suprimíssemos os itens 2 e 3.2.1. da NFBC de 1986 e 1987, elas se tornariam superavitárias em -2,21% do PIB em 1986 e -0,73% do PIB, em 1987. Isso pode ser visto adiante nas tabelas 16 e 17.

Outro detalhe para a análise da política monetária nesse período é a transferência da emissão dos títulos públicos para o Tesouro Nacional, fazendo com que o Banco Central se transforme de vendedor em comprador dos títulos do Tesouro. A receita da carteira de títulos do Tesouro mantida pelo Banco Central tornou-se, a partir de então, a sua fonte de financiamento e o Banco Central passou a apresentar um vultoso resultado positivo.

3.4.1. A NFBC e a política monetária de 1986 a 1987

em março de 1986, entre as medidas do Plano Cruzado, congelou-se o valor da "Conta de movimento do Banco Central no Banco do Brasil", reduzindo, desta maneira, uma das fontes da NFBC e transformando o Banco do Brasil em um simples banco comercial.

A partir de março, o Banco Central ficou sendo a Única Autoridade Monetária, deixando, o Banco do Brasil de operar um importante instrumento de expansão da renda nos anos setenta, a conta de movimento.

O Banco do Brasil passou a captar os recursos para seus empréstimos como um banco comercial convencional, economizando cerca de 1% do PIB ao Banco Central pelo congelamento da conta de movimento⁵³.

53 A conta de movimento foi extinta pelo voto CMN 045, de março de 1986. Fazendo parte da NFBC, havia representado 0,72% e 1,62% do PIB em expansão da NFBC em 1984 e 1985 respectivamente, sendo então substituída pela conta de suprimentos e representando uma média 0,6% do PIB na NFBC de 1986 e 1987. A extinção da conta de movimento não impediu que o BB aumentasse a sua participação nos empréstimos do sistema financeiro de 11% em 85 para 14,6% em 86, chegando a 16,6% em 87. Depois de 88, a sua participação tem oscilado entre 12 e 15%. Dados de CONJUNTURA ECONÔMICA.

A formulação básica do Plano Cruzado não incluía a necessidade de uma política monetária ativa, pois "acabou prevalecendo a avaliação de que a queda da inflação e dos juros nominais permitiria o equacionamento quase espontâneo dos principais problemas de natureza monetária e fiscal"⁵⁴. A queda dos juros reduziria o déficit público de natureza essencialmente financeira, à qual se somaria os ganhos do pacote fiscal do ano anterior. A maior demanda por moeda decorrente da queda da inflação permitiria um ganho de senhoriagem que resgataria parte da DMIF em circulação, reduzindo ainda mais os seus encargos.

O Banco Central agiu passivamente após 28 de fevereiro, sancionando a substituição de ativos não-monetários por base monetária e trocando seu passivo não-monetário de DMIF por um passivo monetário. As políticas monetária e de dívida pública mantiveram uma situação de liquidez folgada, fixando taxas de juros baixas, 1,8 % a.m. ou 16,3 % a.a. no *overnight*, não onerando, assim, o Tesouro Nacional com as despesas da dívida pública e de outros passivos do governo. A partir de abril iniciou-se o resgate líquido de títulos da DMIF em poder do público, como contrapartida da maior demanda por M1.

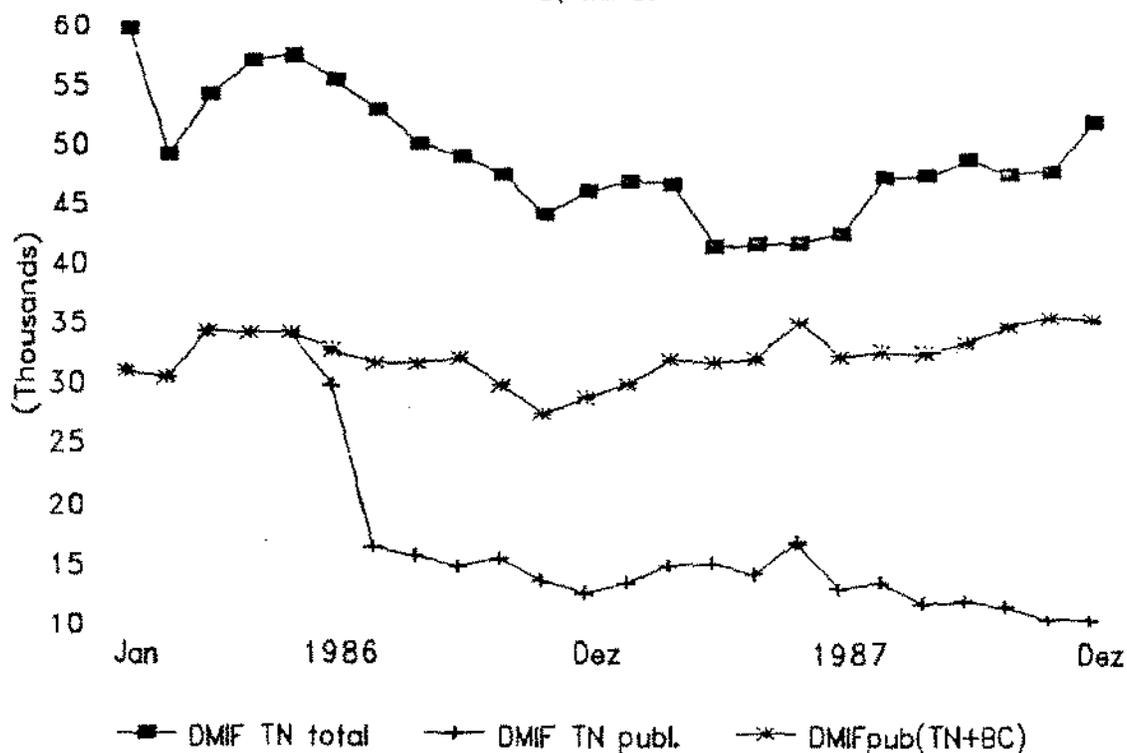
Em agosto, foi introduzida a Letra do Banco Central, LBC, no lugar da OTN, cuja remuneração do valor de face igual à taxa *over* facilitava a administração dos juros diários pelo Banco Central, ao reduzir os riscos de intermediação para os bancos e outras instituições financeiras pelo casamento das remunerações de seus ativos e passivos⁵⁵.

O que se procurava com a LBC era ter um título do Banco Central usado exclusivamente para a política de controle da liquidez. O Banco Central realizaria compra ou venda de títulos na quantidade necessária para fixar a taxa de juros desejada no mercado monetário. Os títulos do Tesouro Nacional - teoricamente de prazos mais longos - seriam usados como instrumento da política fiscal.

54 CARVALHO, 1992, p. 135.

55 Como visto no capítulo I, os títulos eram ativos dos bancos e outras instituições financeiras que captavam recursos para financiá-los com passivos remunerados pela taxa *over*. Como a remuneração da LBC é igual à taxa *over*, acaba o risco de intermediação. Sobre política monetária e os motivos da criação da LBC em 86, ver FUNDAP, 1988b, p. 117-23, e CARVALHO, 1992, p. 137-9.

GRÁFICO 3

DMIF - composição
NCz\$ milhao

A mudança na remuneração dos títulos públicos com a criação da LBC foi a medida de repercussão mais prolongada do Plano Cruzado, pois a LBC só foi substituída pela LFT em janeiro de 1988 durante o rearranjo institucional do setor público. A LFT manteve a mesma forma de remuneração da LBC, sendo praticamente o único título público negociado ativamente no mercado até o Plano Collor⁵⁶.

De fato, tanto a Necessidade de Financiamento do Setor Público não-financeiro em geral como a do Banco Central diminuíram, em 1986. No caso do setor público não-financeiro, as causas principais foram a redução dos encargos financeiros e a maior receita. No caso do Banco Central, deveu-se ao congelamento da conta de movimento e a outros motivos conjunturais surgidos no decorrer do ano.

⁵⁶ Ver CARVALHO, 1992, p. 137-8. A participação da LBC/LFT no total de títulos em circulação é elucidativa da preferência por esses títulos. A LBC representava 56 % dos títulos da DMIF em poder do público em dez. de 86 e 71 % em dez. de 87. O seu substituto, a LFT, representava 68 % em dez. de 88 e 97,9 % em dez. de 89.

TABELA 16

As Necessidades de Financiamento do Banco Central - 1986
(% do PIB)

Discriminação	% PIB	Discriminação	% PIB
1.NFBC total	1,89	4.Financiamento	1,89
2.Sec. Públ. não-fin.	3,60	4.1.Base Monet.	3,62
3.Sec. Privado	-1,71	4.2.Col. Liq. Tit.	-1,73
3.1.Op. Externas	-2,24	Cap. Liq.	-2,51
3.1.1.Saque DRME	0,89	Quota DMIF	0,78
3.2.Op. Internas	0,53		
3.2.1.Fund. e Prog.	0,59		
3.2.2.Sup. BB	0,59		
3.2.3.Exp. liq.	0,12		
3.2.4.Comp.s/veic.comb.	-0,37		
3.2.5.Dep.vinc.SBPE	-0,18		
3.2.6.Outros(a)	-0,13		

Fonte: Banco Central do Brasil

Extraído de TEIXEIRA e BIASOTO, op. cit., p.95

Nota: (a), inclui Compra de ouro e o item Outros da classificação.

A necessidade de financiamento do Banco Central diminuiu bastante em 1986, pois o Banco Central não pagou mais os juros da DMIF do Tesouro Nacional (ORTN e LTN), responsabilizando-se somente pelos encargos decorrentes de seus fundos e programas, da política cambial, dívida externa e da gestão monetária (cujo instrumento principal passaria a ser a Letra do Banco Central). Houve também a criação de novas formas de financiamento ao Banco Central que serão apresentadas após a análise das suas despesas.

Pelo lado da despesa do Banco Central, no plano das suas relações com o Banco do Brasil, o congelamento da "Conta de Movimento" constituiu medida importante para o controle dos gastos públicos, outorgar maior eficácia para a política monetária e para diminuir a NFBC em 1% do PIB⁵⁷.

Outra despesa que também diminuiu em 1% do PIB foi o financiamento ao setor público não-financeiro, que manteve estável seu endividamento com o restante das

57 Os suprimentos do BB diminuíram de 1,62 % do PIB em 1985 para 0,59 % em 1986, conforme as tabelas da NFBC de 1985 e 1986, representando uma economia de 1% do PIB.

instituições financeiras, onerando menos a NFBC. Esse comportamento contrastava com o dos anos anteriores, quando o endividamento do setor público era expansivo da NFBC. O financiamento ao setor público representou para a NFBC 4,64% do PIB em 1985, contra 3,60%, em 1986.

Como forma de financiamento ao Banco Central, houve, no início do ano, a criação de um depósito vinculado de 25 % dos depósitos em caderneta de poupança do SBPE⁵⁸.

No meio do ano, entre as medidas do chamado Cruzadinho, criou-se outro mecanismo de financiamento público, os empréstimos compulsórios sobre o consumo de veículos novos e usados (até quatro anos) e sobre o álcool e gasolina, recolhidos ao Banco Central.

Os empréstimos compulsórios financiaram o Banco Central e reduziram sua NFBC em cerca de 0,36% do PIB, de 1986 a 1987. Os recursos formavam o Fundo Nacional de Desenvolvimento - FND - e deveriam financiar o Plano de Metas da Nova República, o que acabou não ocorrendo. Visava, também, absorver o excesso de demanda sobre bens e serviços nos meses seguintes ao congelamento de preços, atuando como instrumento de administração da demanda agregada⁵⁹.

O financiamento da NFBC não representou um problema no primeiro semestre, visto que a maior demanda por moeda decorrente da baixa da inflação permitiu o seu financiamento e o resgate da DMIF em circulação pelo processo de remonetização.

No segundo semestre, o fator de financiamento ao Banco Central, não previsto, foram as operações externas, bastante contracionistas pela perda de reservas internacionais, o que reduziu a NFBC e contribuiu decisivamente para que ocorresse uma NFBC de cerca de um terço do que foi verificado nos anos anteriores, algo como 1,9 % do PIB em 1986.

58 OLIVEIRA, F. A., 1990, p. 53. O encaixe compulsório de 25% sobre os depósitos de Caderneta de Poupança foi decidido na reunião do Conselho Monetário Nacional de 31.01.86. Uma vantagem dessa forma de financiamento era seu custo de 6% ao ano, contra 15% dos títulos públicos.

59 OLIVEIRA, F. A., 1990, p. 58-9. O motivo da criação do Plano de Metas e do FND foi apresentado por OLIVEIRA como resultado do excesso de demanda numa situação em que vários setores aproximavam-se da plena ocupação, o que tornava inadiável a realização de investimentos privados e públicos. Os recursos do FND financiariam os investimentos públicos e resgatariam a dívida social de acordo com OLIVEIRA.

Com o fim do Plano Cruzado devido à crise cambial ocasionada pela redução drástica do superávit comercial e à perda de reservas internacionais, a generalização de expectativas de inflação forçou o retorno às desvalorizações cambiais e à reindexação da economia. Esta foi introduzida pelo Plano Cruzado II, onde a LBC foi eleita para o papel de indexador oficial. A indexação pela LBC tornou complicada a fixação do juro diário, visto que os juros *overnight* se tornaram a referência da inflação futura e a sua elevação exacerbava a expectativa de inflação, dificultando a prática de um juro positivo *ex-post*⁶⁰.

A política monetária, após novembro de 1986, deu-se num quadro de reindexação da economia, e foi no sentido de reverter o quadro de juros altos e a iliquidez surgida no sistema financeiro pelo aumento da inflação.

A iliquidez do sistema financeiro, com a alta da inflação no último trimestre de 1986, deveu-se ao movimento de saída de recursos dos depósitos à vista para depósitos de um dia, remunerados pela taxa *overnight*, lastreados pela compra de LBC pelos bancos.

Como o aumento dos depósitos à vista no início do Plano Cruzado havia elevado as reservas do sistema financeiro, este expandiu seus empréstimos. Com o fim do Plano, ocorreu o movimento oposto: os depósitos à vista foram substituídos pelos depósitos de um dia lastreados nas LBCs, cujo depósito compulsório era de 100%, recolhido ao Banco Central na venda do título. A redução dos depósitos à vista diminuiu as reservas bancárias e forçou uma contenção dos empréstimos, que se retraíram em 40 % real, após grande expansão no Plano Cruzado.

Essa retração do crédito e a escalada dos juros nominais durou até o Plano Bresser, gerando um quadro de desaceleração econômica que trouxe problemas de solvabilidade para os agentes deficitários que haviam se sobreendividado durante o Plano Cruzado I, em geral empresas de pequeno porte.

60. O fator complicador da política monetária pelo uso da LBC como indexador é tratado em CARVALHO, 1992, p. 140-1. O dilema, segundo CARVALHO, era entre iniciar o mês com altas taxas de juros nominais, sinalizando ganhos reais, ou manter os juros reais mais moderados para não exacerbarem as expectativas de inflação. Este dilema sempre existiu, apenas tornou-se mais complicado com a LBC como indexador, pois o aumento dos juros remunerava toda a DMIF na forma de LBC, ao invés de desvalorizar o valor de mercado de título, como acontecia com a ORTN, OTN e a LTN.

O Banco Central teve que criar linhas especiais de assistência à liquidez para instituições financeiras e introduzir, em maio de 1987, programas de refinanciamento à pequena e média empresa, ao setor agrícola, Estados e Municípios, o que expandiu a NFBC de 1987.

Mesmo havendo expansão do crédito interno do Banco Central, as suas operações com o setor privado inverteram-se em 1987. As operações externas tornaram-se expansionistas devido à necessidade de acumular reservas internacionais, baixas desde o fim do Plano Cruzado. Por outro lado, as operações internas, tradicionalmente expansionistas, tornaram-se contracionistas devido ao comportamento dos empréstimos ao sistema financeiro e aos depósitos vinculados do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos, que foi contracionista (este último) em 1,53% do PIB de 1987.

A recuperação dos depósitos das cadernetas de poupança num momento em que os empréstimos habitacionais estavam desestimulados, levou o Banco Central a aceitar depósitos voluntários do SBPE remunerados pela LBC mais 8 % a.a..

TABELA 17
As Necessidades de Financiamento do Banco Central - 1987
(% do PIB)

Discriminação	% PIB	Discriminação	% PIB
1.NFBC total	4,70	4.Financiamento	4,70
		4.1.Base Monet.	2,64
2.Sec. Públ. não-fin.	4,84	4.2.Col. Liq. Tít.	2,06
		Cap. Liq.	1,76
3.Sec. Privado	-0,14	Custo DMIF	0,30
3.1.Op. Externas	0,17		
3.1.1.Saque DRMB	0,48		
3.2.Op. Internas	-0,31		
3.2.1.Fund. e Prog.	0,59		
3.2.2.Sup. BB	0,60		
3.2.3.Emp. liq.	-0,46		
3.2.4.Comp.s/veic. e combust.	-0,36		
3.2.5.Dep.vind.SBPE	-1,53		
3.2.6.Emp.mic.peq.empr.	0,16		
3.2.7.Subsc.obrig.FND	0,54		
3.2.4.Outros(a)	0,13		

Fonte: Banco Central do Brasil

Extraído de TRIZBIRA e BIASOTO, op. cit., p.95

Nota:(a) Inclui Compra de ouro, compulsório s/ dep. a prazo e o item Outros da classificação.

Ao longo de 1987, os empréstimos compulsórios deixaram de ser fontes de financiamento para o Banco Central⁶¹. Em maio, foi extinto o compulsório sobre veículos usados e reduzido o compulsório sobre os novos até um ano, até que no fim de junho foram extintos totalmente, restando o compulsório sobre combustíveis.

Esse conjunto de fatores fez com que a Necessidade de Financiamento do Banco Central de 1987 aumentasse para 4,7 % do PIB, contra 1,9 % em 1986.

Como as operações com o setor privado foram levemente contracionistas, restou como forma de reduzir a NFBC o corte de 12,3 % no financiamento do setor público não-financeiro, que teve um valor equivalente a 0,68 % do PIB financiados fora do Banco Central, fugindo do padrão anterior⁶².

A expansão da colocação líquida de títulos iniciou-se em abril e intensificou-se em maio, quando o crescimento real da dívida pública anula o decréscimo de 1986. Notamos pelo gráfico 3 que a colocação de títulos junto ao público é toda de LBC, que toma o lugar das OTN/LTN; e que o crescimento da DMIF do Tesouro Nacional ocorre todo na carteira do Banco Central, que se financia através de colocações de LBC.

O crescimento da DMIF do Banco Central e dos depósitos do SBPE refletiu a substituição do passivo monetário do Banco Central pelo seu passivo não-monetário, tendo em vista a menor demanda por moeda com a maior inflação de 1987⁶³.

Na metade do ano, 12 de junho, foi anunciado o Plano Bresser, que pretendia apenas conter a inflação e não se comprometia com inflação zero. O Plano manteve a indexação e valeu-se de um artifício para praticar juros reais elevados, expandindo o mínimo a DMIF.

61 Houve pressão de vários setores econômicos para a extinção do empréstimo compulsório. A Autolatina ameaçou demitir milhares de funcionários caso não fosse revogado o empréstimo compulsório sobre automóveis. Ver OLIVEIRA, F. A., 1986, p. 119 e 124.

62 Nos anos de 1984 e 1985, o Banco Central financiou as NFSP de modo a diminuir o endividamento do setor público não-financeiro com outras instituições de financiamento. Em 1986 o financiamento do Banco Central manteve constante esse endividamento e em 1987 o menor financiamento do Banco Central aumentou a dívida do setor público não-financeiro fora do Banco Central. Ver TEIXEIRA E BIASOTO, 1988, p. 94. Ver a tabela 4 com a NFSP e a NFBC na seção 1.3.

63 Sobre a política monetária no primeiro semestre de 1987, ver FUNDAP, 1988b, p. 132-6.

O artifício foi a criação de um vetor de preços incorporando todos os aumentos prévios ao congelamento, de modo que o índice de preços após o choque não captava os efeitos da inflação anterior ao choque. A correção da LBC ao longo da primeira quinzena de junho não incorporou este vetor, e a perda foi compensada pelos juros nominais pagos após o choque, funcionando como um atrativo à manutenção do dinheiro em aplicações financeiras até setembro, quando se completou a reposição das perdas de junho⁶⁴.

A midi-desvalorização do câmbio decretada no Plano incorporou o vetor, e o câmbio pôde apenas acompanhar a inflação medida após o Plano de estabilização. O nível dos juros reais incentivou a antecipação do fechamento de câmbio dos exportadores para aproveitar o ganho financeiro, contribuindo para a recuperação das reservas e tornando expansionistas as operações com o setor privado relativas ao setor externo na NFBC de 1987 (tabela 17).

Entretanto, estando os títulos do Banco Central financiados em sua maior parte por depósitos *overnight* no passivo dos bancos, o aumento dos juros trazia a complicação de expandir a liquidez em quase-moeda, ao invés de restringi-la, pois remunerava os depósitos bancários de um dia (quase-moeda) pelo rendimento da LBC.

Voltou-se, em maiores proporções, ao quadro conhecido como "moeda indexada", existente antes do Plano Cruzado. Vale dizer sobre esse quadro que uma política de juros elevados expandia a liquidez ao invés de restringi-la, pois não seria possível um superávit fiscal do Tesouro Nacional capaz de conter o crescimento nominal da DMIF e dos depósitos *overnight* que ela lastreava⁶⁵.

O grande volume de depósitos de um dia em relação à base monetária não permitia que a troca de depósitos em "moeda indexada" por depósitos à vista fosse

64 Os juros nominais elevados entre junho e setembro foram estendidos à caderneta de poupança. Em junho, a LBC rendeu 18 % e a inflação com vetor foi de 26,1 %.

65 RODRIGUEZ, 1991, p.28-35, conclui que o agregado cuja expansão deve ser contida para o controle da liquidez é o M2, que agrega os meios de pagamento e os títulos da DMIF. RODRIGUEZ assinala também que o crescimento de M2 é dado pela taxa nominal de juros. Embora hipoteticamente a liquidez da "quase-moeda" fosse distinta da liquidez monetária por definição, na prática, a liquidez era semelhante. Segundo MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 10, "uma pessoa ou empresa pode aplicar seus recursos no Oper às 10 da manhã e gastá-lo, total ou parcialmente, na tarde ou noite do mesmo dia. A compensação do cheque no dia seguinte vai encontrar sua conta corrente devidamente provisionada pelo resgate, em reservas, das suas aplicações no Over. Maior poder liberatório que esta, impossível."

financiada pela troca de reservas entre sistema financeiro - embora existisse o mercado interbancário, o CDI - criando a necessidade de o Banco Central intervir financiando os saques da "moeda indexada" pela troca de seus títulos por base monetária, operação conhecida como "zeragem automática do mercado"⁶⁶.

O mercado interbancário foi criado em maio de 1986, através do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), com o objetivo de ampliar os vasos comunicantes entre as instituições financeiras, baixar o custo de captação das instituições com maior dificuldade de acesso ao público e distribuir mais agilmente a liquidez dentro do sistema⁶⁷.

A LBC acabou tendo um rendimento real nulo na maior parte do ano de 1987, em virtude da taxa do *overnight* ter se transformado no indexador da economia e a fixação de seu rendimento somente acompanhar as expectativas de inflação.

2.4.2. O lucro do Banco Central e a política monetária de 1988 a fevereiro de 1990

Após o fracasso de dois planos de estabilização heterodoxos, a política de juros altos passou a ser o principal instrumento de política econômica para conter a inflação.

Como visto anteriormente, a partir de janeiro de 1988, os empréstimos dos fundos e programas e o financiamento concedido pelo Banco Central ao setor público não-financeiro são transferidos ao Tesouro Nacional.

66 O mecanismo de zeragem automática do mercado ao final do dia consiste na compra pelo Banco Central dos títulos que não obtêm comprador final, existindo desde o início da generalização do *overnight*. A zeragem automática eliminava o risco do intermediário financeiro, permitindo que os bancos carregassem carteiras de títulos no valor de várias vezes o seu capital. MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 32, diz que os intermediários financeiros assumiam posição de LFT da ordem de vinte ou trinta vezes seu capital de giro. A troca de reservas no mercado interbancário poderia ser feita, mas a um custo possivelmente superior ao *overnight*, gerando perdas às instituições financeiras e reduzindo a alavancagem.

67 O certificado de depósito bancário veio juntar-se ao Mercado ADM, já existente, configurando outra forma de *overnight*, mas de emissão exclusiva entre instituições financeiras. O CDI e o Mercado ADM (ADM - cheque administrativo para pagamento entre bancos) permitem aos bancos levantarem recursos de curtíssimo prazo no over com lastro em títulos privados e fazer aplicações do público para o dia seguinte quando o cheque é creditado após passar pela câmara de compensação. CARVALHO, 1992, p. 138 e p. 200, nota 17.

O Banco Central ficou responsável somente pela política monetária e cambial. O financiamento por este concedido ao Tesouro Nacional efetuava-se via compra de títulos do Tesouro Nacional no mercado secundário, seguindo os objetivos de política monetária. O Banco Central ficou proibido de comprar títulos no mercado primário e as compras de títulos no mercado secundário mantiveram-se pela necessidade da "zeragem automática" do mercado ao final de cada dia.

O Banco Central não emitiu títulos entre janeiro de 1988 e dezembro de 1990. Nessa época, os títulos em circulação foram exclusivamente do Tesouro, após a substituição da LBC pela LFT, sendo a política monetária feita com os títulos do Tesouro na carteira do Banco Central, acumulada pelo acerto de contas entre o Tesouro e o Banco Central.

Com a transferência da DMIF e dos empréstimos ao setor público e privado ao Tesouro Nacional, o balancete consolidado sintético do Banco Central passou a ser:

QUADRO 2
Balancete Consolidado do Banco Central

Ativo	Passivo
1. Reservas Internacionais	1. Papel-moeda em poder do público
2. Títulos da DMIF	2. Encaixe dos bancos comerciais
3. Redesconto e outros emprést. ao sistema financeiro	3. Conta única do Tesouro
4. Outras operações (a)	4. Emprést. externos
	5. DRMR
	6. Recursos próprios e Patrimônio Líquido

Nota: a) Inclui imobilizado e outros ativos

O Banco Central continuou sendo o responsável pelos encargos da dívida externa em seu passivo, mas como os rendimentos de sua carteira de títulos e de outras operações passaram a ser superiores⁶⁸, no lugar da NFBC surgiu um vultoso resultado positivo nas contas do Banco Central.

68 As outras operações rentáveis para o Banco Central são políticas específicas que possuem resultados financeiros como a intervenção no mercado paralelo de câmbio após o Plano Collor. No período 88/89, o resultado positivo do Banco Central deve-se fundamentalmente ao maior rendimento com juros da carteira de títulos e a valorização do Cruzado/Cruzado Novo.

A mudança na relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional separou as restrições orçamentárias dos dois, criando uma nova restrição financeira ao Banco Central:

$$e.(dRI + i*.DE - dDE) + dDMFbc + dCDr - dCUTN - i.DMFbc = dBM \quad (15)$$

As contas externas continuam apresentadas entre parênteses, multiplicadas pela taxa de câmbio,

onde $-dCUTN$ é a variação do saldo da Conta Única do Tesouro no Banco Central. Por estar no passivo do Banco Central, a sua variação implica uma variação contrária de $dDMbc$ ou dBM , de acordo com os objetivos de política monetária;

$dCDr$ é a variação do crédito do Banco Central, agora restrito ao redesconto e outros empréstimos de liquidez ao sistema financeiro. O retorno com os juros destes créditos, $i.CDr$, foi omitido da identidade por simplificação.

O financiamento do Tesouro pelo Banco Central ficou restrito ao aumento de sua carteira de títulos do Tesouro ($dDMFbc$) pelas compras no mercado secundário. Caso o Banco Central resolvesse financiar-se pela venda de títulos, deveria desfazer-se de sua carteira de títulos do Tesouro vendendo-os ao mercado, de modo que $dDMFbc$ apresente sinal negativo na identidade 15.

A relação entre a execução financeira do Tesouro e a política monetária restringiu-se formalmente ao impacto da variação do saldo da conta única do Tesouro no passivo do Banco Central, definido na identidade como $dCUTN$ ⁶⁹.

Entretanto, essa separação entre Banco Central e Tesouro não criou as condições necessárias para o Banco Central controlar a compra de títulos do Tesouro Nacional, pois manteve-se a relação do Banco Central com o sistema financeiro no tocante à compra de títulos da DMIF no mercado secundário.

69 O recolhimento (saída) de recursos à Conta Única do Tesouro no Banco Central diminui (aumenta) as reservas do sistema financeiro, que têm de ser corrigidas em operações de open market. Entretanto, a variação do saldo não se constitui um problema para o controle da oferta de moeda no longo prazo, constituindo somente um problema de balizamento diário, como diz OGASAVARA, 1990, p. 290.

A substituição da LBC pela LFT, título de responsabilidade do Tesouro Nacional, transferiu a DMIF do passivo do Banco Central para o passivo do Tesouro Nacional, mas não alterou o mecanismo de financiamento dos títulos por depósitos bancários de um dia, permitindo a continuidade do mecanismo bancário de criação de "moeda indexada".

A manutenção da intermediação de um volume de títulos - agora emitidos pelo Tesouro Nacional - financiados no *over*, muito superior ao capital de giro dos bancos só foi possível devido à continuidade do mecanismo da zeragem automática do mercado ao final do dia⁷⁰. Mesmo impedido de financiar diretamente o Tesouro Nacional pela compra de títulos no mercado primário, ou por empréstimos, o Banco Central continuava obrigado a financiar os bancos para manter os juros do *open market* estáveis quando estes se viam sem mercado para os títulos em carteira.

Embora a "moeda indexada" fosse mantida com recursos do Tesouro Nacional (seus encargos financeiros entravam no OGU desde 1986), a sua troca por papel-moeda através de saques do *overnight* era feita pelo Banco Central, o que representava um financiamento indireto ao Tesouro Nacional, que se via desobrigado do resgate de seus títulos.

Como o aspecto remanescente da separação de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central passa a ser a questão da troca dos títulos do Tesouro por moeda, efetuada pelo Banco Central no mercado secundário, vale a pena introduzir aqui algumas posições sobre a zeragem automática do mercado.

Na opinião de CARVALHO (1991), a zeragem automática permitia ao Banco Central fixar com mais tranquilidade a taxa de juros diária desejada. Ao anunciar, pela manhã, o nível em que estaria operando com as LFT, ficava definido o piso dos juros. Se o volume de reservas do sistema financeiro se apresentasse insuficiente no final do dia, o Banco Central comprava os títulos que sobrassem, como se fosse um aplicador *overnight*. Caso as reservas fossem excessivas, fazia a operação inversa⁷¹.

70 "A necessidade de absorção de volume expressivo de títulos pelo mercado induzia à super-alavancagem da carteira de títulos e ao aumento de risco de seu carregamento pelas instituições financeiras, configurando o fenômeno do *oversold*, principalmente no período 1984-89, ou seja, a posição de sobreavenda do Bacen, que acabava vendendo ao mercado mais títulos que sua capacidade normal de absorção de títulos". OGASAVARA, 1990, p. 291.

Para MENDONÇA de BARROS (1993, p.12), os depósitos em "moeda indexada" eram à prova de um movimento generalizado de saques. O que seria uma fuga em massa dos depósitos em "moeda indexada" para bens reais não era possível porque o vendedor dos bens não teria outra alternativa para depositar o cheque ou crédito na moeda legal. Neste caso, a destruição de "moeda indexada" pelo saque do comprador seria compensada pela criação de "moeda indexada" em nome do vendedor. A compra de títulos pelo Banco Central na "zeragem", ao final do dia, seria compensada pela venda a outra instituição financeira e estaria restabelecido o volume de depósitos em "moeda indexada".

O que poderia ser denominado de "fuga" da "moeda indexada" seria, na opinião de CARVALHO, o aumento do giro dos recursos no sistema bancário pela troca de posições entre consumidores e vendedores, o que ocorreria ao longo do dia e à revelia do Banco Central⁷². Segundo essa opinião, a zeragem automática não representava o financiamento monetário à DMIF do Tesouro Nacional, pelo mesmo motivo alegado por MENDONÇA de BARROS sobre a impossibilidade do saque generalizado.

A especificidade do sistema financeiro brasileiro que justifica a "zeragem" nessa época era a seguinte: como M1 era muito baixo em relação ao volume de "moeda indexada", a perda de reservas do sistema financeiro, quando ocorria saques da "moeda indexada", não era possível de ser restabelecida pela queda de M1⁷³.

O mecanismo clássico de restabelecimento das reservas do sistema financeiro é a diminuição de seus empréstimos, destruindo depósitos à vista e reduzindo M1 desta maneira até o ponto compatível com as reservas. Como M1 e as reservas

71 CARVALHO, 1991, p. 266.

72 Ver MADI, 1993, p. 161 e CARVALHO, 1991, p. 271-3.

73 O volume de "moeda indexada" dividia-se entre os depósitos overnight, fundos de curto prazo e contas remuneradas. Como não há estatísticas sobre os depósitos indexados, podemos tomar como aproximação deste volume o valor dos títulos federais em circulação que compõe o M2. Em janeiro de 1988, o valor dos títulos federais em circulação era de 5,02 vezes a base monetária ou 10,4 vezes as reservas bancárias. Em dezembro de 1989, os títulos representavam 9,6 vezes a base monetária e 26,3 vezes as reservas bancárias. Ou seja, as reservas bancárias representavam 3,8% dos títulos que compõe o M2, ou a "moeda indexada", em dezembro de 1989. Os dados foram extraídos de RODRIGUEZ, 1991, p. 30.

compulsórias eram muito pequenos, esse mecanismo não poderia financiar os saques da "moeda indexada"⁷⁴.

Sem a "zeragem automática", na opinião de MENDONÇA de BARROS, haveria uma redução brutal da carteira de LFT das instituições financeiras pela elevação do risco, e os agentes privados ficariam sem alternativa para seus ativos líquidos, podendo provocar uma corrida para bens reais e de risco e, por consequência, a hiperinflação⁷⁵.

Na opinião de PASTORE (1990, p.162), a expansão do volume de "moeda indexada" pela sua remuneração e por novos depósitos não era inflacionária, na medida em que essa proteção da riqueza financeira contra o imposto inflacionário evitasse que ela fosse gasta para defender o seu poder aquisitivo. Entretanto, PASTORE era contra a "zeragem automática" do mercado ao final do dia, como veremos adiante ao retomarmos o debate em torno da "zeragem automática".

Uma das implicações da zeragem automática já foi apresentada. O Banco Central não conseguia afetar as reservas do sistema financeiro, pois as instituições financeiras podiam sempre repor suas reservas, obrigando o Banco Central a financiar o Tesouro Nacional pelas compras de títulos no mercado secundário. A política monetária tinha que se render à possibilidade de não aceitação pelo mercado de sua taxa de juros desejada, o que acarretaria uma mudança na composição de portfólios dos agentes em direção a ativos reais e divisas. A elevação dos juros só era obtida às custas de uma expansão maior da dívida pública e dos depósitos *overnight*.

Tentando sair da armadilha da indexação diária dos preços com base nos próprios juros *overnight* - indexação surgida na economia após o Plano Cruzado através da criação da LBC/LFT - criou-se um novo indexador diário denominado OTN-fiscal para expressar a expectativa de inflação por parte do Governo. Desta maneira, a taxa de juros do *overnight* deixou de ser o indexador da economia e tornou-se positiva em relação à OTNf a partir de agosto de 1988.

74 MENDONÇA de BARROS, 1993, p. 22-3.

75 MENDONÇA de BARROS, 1993, p.12. Como não poderia haver o saque generalizado, e cada saque individual corresponderia a um depósito, seria possível a troca de reservas e títulos entre os bancos no mercado CDI. O problema seria a provável elevação da taxa de juros no mercado interbancário e o custo tornar-se superior ao *overnight*, estando aí o risco dos bancos.

A aceleração inflacionária nos últimos meses de 1988 e a ameaça de hiperinflação levou a mais um choque, em janeiro de 1989, denominado de Plano Verão.

O Plano Verão usou o mesmo artifício do vetor de preços do Plano Bresser para pagar juros reais elevados após o Plano, sem onerar o Tesouro Nacional, e tentou desindexar a economia. O vetor de preços criado no Plano Verão corrigiu os contratos sem incorporar a inflação anterior ao Plano, que foi devolvida nos meses seguintes por juros reais elevados. Uma vez terminada a reposição da correção, insuficiente antes do Plano, os juros reais diminuíram.

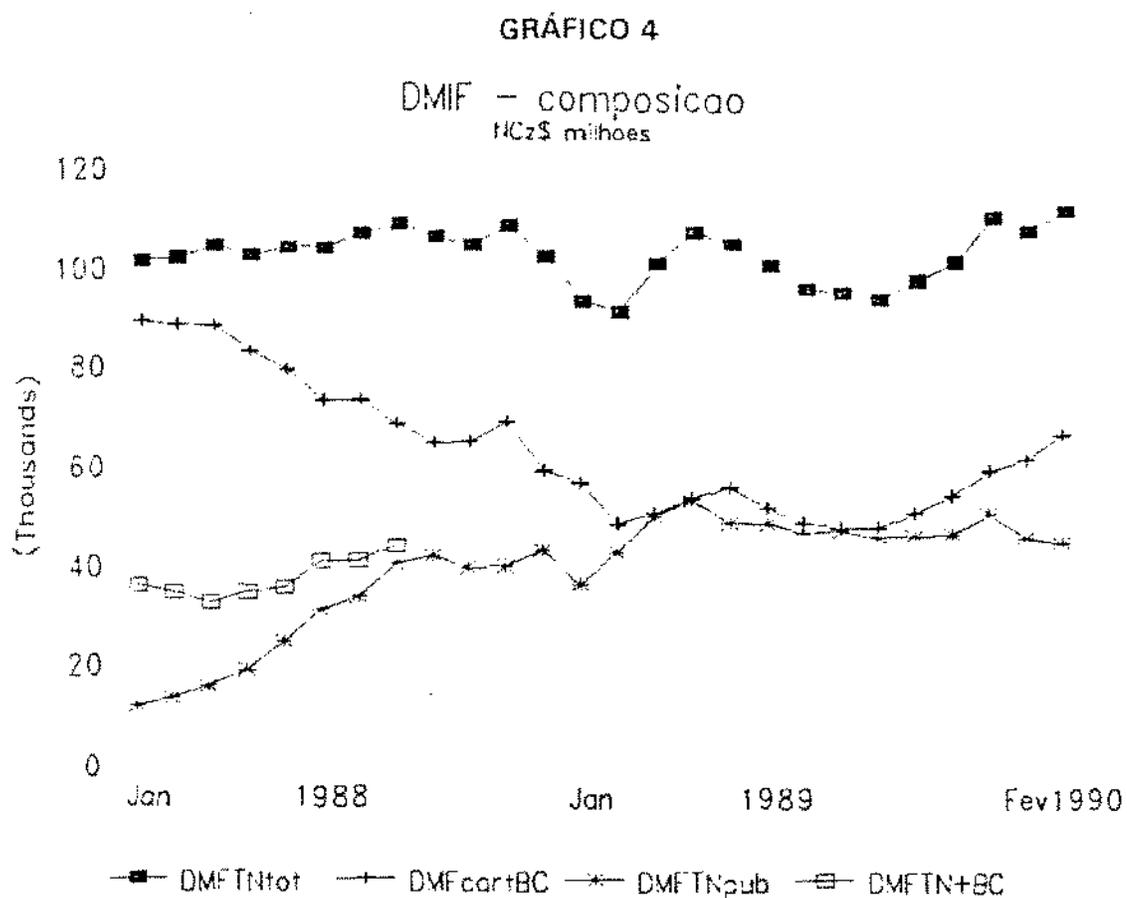
O fracasso do Plano Verão e o medo da "híper" trouxeram para o *overnight* a quase totalidade dos recursos da poupança financeira da economia.

Em face da impossibilidade de conter a inflação crescente no segundo semestre de 1989, a fixação da taxa de juros passou a orientar-se, exclusivamente, para a contenção de processos especulativos, com resultados cada vez menos satisfatórios.

Em meio à total imprevisibilidade do movimento dos preços no segundo semestre de 1989, a taxa de juros passou a constituir um referencial cada vez mais importante para a formação dos preços das empresas, processo conhecido como "financeirização dos preços". Neste processo, a taxa nominal esperada do juros do *overnight* torna-se a referência para o reajuste dos preços no período de produção, procurando antecipar a evolução dos custos em condições de incerteza e compensar os diferenciais de risco entre a riqueza ativa e inativa⁷⁶.

A dívida pública emitida pelo Tesouro Nacional passou a apresentar rápido incremento no segundo semestre de 1989, com maturidade teórica de três a quatro meses e extrema liquidez (diária) pelo mecanismo de zeragem automática. Entretanto, vemos pelo gráfico 4 que o crescimento da DMIF total não é acompanhado pelo crescimento da DMIF em poder do público.

76 Ver BELLUZZO e GOMES de ALMEIDA, 1990.



Segundo OGASAVARA (1991,p.292-3), até agosto de 1989 o resultado líquido das operações nos mercados primário e secundário não apresentava tendência firme de supremacia da compra de títulos pelo Banco Central no mercado secundário, sobre as colocações líquidas junto ao público, feitas pelo Tesouro Nacional no mercado primário.

Até então, o montante de títulos colocados no mercado primário superava ou, no máximo, era compensado pela compra de títulos pelo Banco Central no mercado secundário, o que dava como resultado líquido a expansão do volume de títulos em circulação. Em setembro, dá-se uma reversão e inicia-se a diminuição deste volume.

TABELA 16

Operações com títulos junto ao público
Fluxo mensal em US\$ milhões
(conversão pela taxa oficial de venda)

Mês	Mercado primário (1)	Mercado secundário (2)	Resultado líquido (3) = (1) + (2)
1989jan.	1.926	-3.306	-1.780
fev.	-1.374	1.281	-93
mar.	-718	-540	-1.278
abr.	-548	1.767	1.218
maio	-502	3.714	3.212
jun.	508	130	638
jul.	-238	46	-192
ago.	-697	-107	-804
set.	-249	1.324	1.075
out.	-129	1.964	1.835
nov.	-684	3.980	3.296
dez.	-1.715	4.208	2.493
1990jan.	-1.221	1.471	250
fev.	1.336	309	1.675

Fonte: Banco Central do Brasil/Dopec

(1) colocação de títulos ou retirada de recursos

(2) resgate de títulos ou injeção de recursos

Extraído de OGASAVARA, 1990, p.292

"A partir de setembro de 1989, as vendas de títulos no mercado secundário passaram a superar sistematicamente e em larga margem as colocações primárias feitas pelo Tesouro junto ao público, de modo que o resultado líquido acumulado entre setembro de 1989 e fevereiro de 1990 (até o dia 21) alcançou aproximadamente US\$ 10.6 bilhões (convertido pelo câmbio oficial, ou aproximadamente US\$ 5 bilhões pelo paralelo)"⁷⁷

77 OGASAVARA, 1991, p. 292-3. OGASAVARA corrobora esse movimento analisando os financiamentos concedidos e tomados pelo BCB no mercado secundário. Até setembro de 1989, o BCB concedia financiamento líquido, porém, em valores decrescentes, numa posição de *oversold*. A partir de fins de setembro, verifica-se uma inversão, e já em outubro o BCB passou a ser tomador de recursos, numa posição de *undersold*. Em outubro, o fluxo diário médio de financiamento tomado pelo BCB atingiu US\$ 1,3 bilhão (câmbio oficial), porém, esse valor se tornou crescente até atingir uma média diária de US\$ 10,4 bilhões entre os dias 16 e 21 de fevereiro.

A política de juros altos para coibir a especulação em ativos e pagar prêmios de risco cada vez mais elevados pelo carregamento da dívida pública de curtíssimo prazo perdeu eficácia quando ocorreu a crise de desconfiança sobre a solvência do Tesouro Nacional (58% da receita comprometida com juros) e surgiu a expectativa de medidas drásticas de redução da liquidez dos títulos na posse do novo Presidente, o que de fato ocorreu.

Vendo nos gráficos, a carteira de títulos do Tesouro no ativo do Banco Central e a DMIF em poder do público após abril de 1989, percebe-se que toda a colocação de títulos do Tesouro Nacional acabou na carteira do Banco Central, demonstrando que todo o reordenamento da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central no tocante à emissão e resgate de títulos, na presença de um déficit elevado no Tesouro, não evitou o seu financiamento pelo Banco Central.

2.5. CONCLUSÕES

Este capítulo, tratando da separação de contas do Banco Central e Tesouro Nacional e da consolidação da unificação orçamentária, traz as seguintes conclusões:

- i) a transferência dos gastos de caráter fiscal do orçamento monetário corrigiu o Patrimônio Líquido do Banco Central, mas expandiu a dívida mobiliária interna federal e expandiu o déficit do Tesouro Nacional nos anos em que foram transferidos gastos para o orçamento fiscal (1986 e 1988), sendo seguidos da tentativa de redução das despesas nos anos posteriores;
- ii) o processo de unificação orçamentária foi acompanhado da queda contínua da receita fiscal e do aumento da DMIF emitida pelo Tesouro Nacional. A separação de contas, a criação do caixa único, a transferência da emissão e do resgate da DMIF para o Tesouro Nacional e a imposição de limites para o seu endividamento tentaram, sem sucesso, equilibrar a execução do Tesouro pelo lado dos gastos;
- iii) os valores que ilustram o fracasso são: a queda da receita fiscal do Tesouro Nacional entre 1986 e 1989, período em que caiu de NCz\$ 35,6 bilhões para NCz\$ 26,6 bilhões; a manutenção do patamar de NCz\$ 44 bilhões para as despesas no mesmo período, com o aumento da parcela financeira, o que fez a DMIF emitida passar de NCz\$ 72,5 para NCz\$ 111,2 bilhões;

iv) a transferência dos encargos, emissão e resgate da DMIF para o Tesouro Nacional não evitou o financiamento monetário do resgate da dívida por duas razões: pela insuficiência e queda da receita fiscal e pela característica do financiamento da DMIF por depósitos *overnight*, o que exigia a existência da zeragem automática. Até o Plano Collor, não havia como eliminar a zeragem automática pela pequena relação entre M1 e o volume de "moeda indexada";

v) o financiamento da DMIF por depósitos *overnight* e a relação entre M1 e a "moeda indexada" criaram, juntos, uma situação em que o Banco Central era obrigado a socorrer o Tesouro Nacional quando não houvesse mercado suficiente para as colocações de títulos e ocorressem saques generalizados do *over*, caso do segundo semestre de 1989. Como veremos no próximo capítulo, a discussão sobre o fim da zeragem automática ressurge após o Plano Collor como o passo que faltava na separação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional;

vi) a transferência dos desembolsos do crédito público para o Tesouro Nacional criou o Orçamento das Operações Oficiais de Crédito, mas reduziu estes desembolsos na tentativa de equilibrar a execução financeira do Tesouro (53 % menores no segundo ano de operação, 73 % menores no terceiro, chegando a menos de um décimo no quinto ano).

CAPÍTULO 3

O TESOURO NACIONAL NOS ANOS NOVENTA E O RESULTADO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Este capítulo conclui a análise da execução orçamentária do Tesouro Nacional e da operação do Banco Central, abrangendo o período após o Plano Collor até 1992/1993. No que concerne à política monetária, destaca o fim da zeragem automática, a carteira de títulos do Banco Central e a composição da DMIF em poder do público no período até setembro de 1993. Analisa a evolução da receita fiscal, do déficit e do endividamento do Tesouro Nacional. Procura mostrar que o déficit concentrou-se no Tesouro quando este assumiu o desequilíbrio patrimonial do Banco Central, entre 1986 e 1988, aumentando a relação DMIF/receita fiscal do Tesouro Nacional e criando suas dificuldades fiscais, que persistiram mesmo após o Plano Collor. Explica o surgimento do resultado positivo do Banco Central do Brasil e como ocorre o seu repasse para o Tesouro Nacional, e encerra tratando da transferência de parte da dívida externa do Banco Central para o Tesouro Nacional, etapa conclusiva do processo de separação das contas entre o Tesouro e o Banco Central.

3.1. A EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOURO NACIONAL DE 1990 A 1992

A política fiscal no período 1990-1992 foi influenciada pelo Plano Collor e marcada pela contenção dos gastos para equilibrá-los com a receita fiscal. Nesse período, já vale o procedimento de elaboração do OGU definido pela Constituição de 1988, que aumenta a participação do Legislativo.

No processo de elaboração do OGU, o Executivo estima as receitas (em termos nominais) para fixar as despesas (também em valores nominais). Nestes últimos anos, a receita nominal estimada foi sempre superior à capacidade de arrecadação, como mostram os valores previstos e efetivamente arrecadados. A contrapartida da superestimação da receita tem sido a fixação das despesas nominais acima da capacidade de financiamento da União¹.

1 Passando os valores nominais para termos reais, fica claro. Em 1990, o Governo esperava arrecadar US\$ 83,7 bilhões, mas arrecadou efetivamente US\$ 62,6 bilhões. Em 1991, a estimativa era de US\$ 91,8

A elaboração do OGU em termos nominais é feita ao preço médio estimado para o próximo ano, embutindo uma expectativa de inflação no orçamento, expectativa que é sempre subestimada na ocasião de sua apresentação ao Congresso na tentativa de não influenciar as expectativas de inflação correntes no mercado².

Entretanto, a execução do orçamento do Tesouro Nacional tem-se mostrado mais ou menos equilibrada nos anos noventa, a despeito da fixação de despesas nominais acima da capacidade de arrecadação fiscal.

Esse equilíbrio orçamentário decorreu de fatores tanto do lado da receita e despesa como da execução do orçamento com caixa único.

Do lado da receita, a indexação da receita fiscal faz com que a receita nominal arrecadada cresça com a inflação efetiva, superando a receita nominal estimada. Já do lado da despesa, dois mecanismos servem para conter os gastos do OGU. O primeiro, mais importante, é devido ao valor nominal das dotações orçamentárias que embutem uma previsão subestimada de inflação. A inflação efetiva desvaloriza o OGU e a simples postergação da liberação desvaloriza ainda mais a dotação e equilibra o orçamento³. Outra forma de contingenciamento das despesas é a não liberação do uso de parte das dotações para custeio e investimento, devido ao caráter meramente autorizativo do OGU.

A execução do orçamento com o caixa único, como apresentado no capítulo anterior, também garantiu o equilíbrio entre as despesas e a receita. Desde 1987, o Tesouro Nacional opera com um caixa único que não pode ficar negativo. Isso significa que não pode ser efetuada qualquer despesa sem que tenha entrado a receita no caixa do Tesouro, seja fiscal, seja de títulos. Quando não há receita suficiente, ocorre

bilhões e a arrecadação acabou em US\$ 54,4 bilhões. Os números foram extraídos de GUARDIA, 1992, p. 99 e 101.

2 A proposta orçamentária para o próximo ano é feita a preços de abril ou maio do ano corrente e depois atualizada para valores de dezembro e acrescida da inflação média estimada para o ano. Em 1991, a inflação estimada foi de 333,5 % ao ano e depois revista para 249,9 %, sendo que foi efetivamente 480,22 %, medida pelo IGP-DI. Ver GUARDIA, 1992, p. 116 nota 97.

3 O OGU para 1990 foi inicialmente indexado, de maneira que as dotações para a despesa mantiveriam o seu valor real. Um acordo entre o Executivo recém-eleito e o Legislativo retiraram a indexação ao longo do ano para obter a redução de despesas através da redução do valor nominal das dotações aprovadas no orçamento. Ver CALABI e PARENTE, 1990, p. 28-9.

o contingenciamento das despesas até que o crescimento nominal da receita financie a despesa nominal já desvalorizada pela inflação.

A receita e a despesa reais acabam sempre menores no final do ano, mas a receita e despesa nominais acabam superiores em função da elevação dos preços. Assim, não obstante o valor real da receita estimada no início do ano ser superior ao efetivamente arrecadado, o seu valor nominal estimado (a preços médios) é desvalorizado pela inflação mais elevada que a prevista mas o Tesouro apresenta um excesso de arrecadação em termos nominais⁴.

Podemos ver na tabela 19 que o Tesouro apresentou o orçamento cada vez mais equilibrado entre 1990 e 1992, apesar de enfrentar uma queda de receita.

TABELA 19
Execução Financeira do Tesouro Nacional
1990-1992
(Milhões de Cruzados Novos de jan. de 1989)

Ano	Receita (1)	Despesa (2)	Fund.de Part(3)	Financ. (4)	Pessoal (5)	OOOC (6)	Outros (7)	Resultado (8)
1990	18800	42310	8850	4180	14480	1250	-520	-4330
1991	29070	30880	7700	870	10070	-	10210	-1610
1992	27270	29060	7030	1410	9320	-	9320	-1790

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil.

Nota: 1) Receita Fiscal, 2) despesa realizada, 3) Repasses Constitucionais, 4) Encargos da DMIF e outros serviços da dívida interna e externa, 5) Gastos com salários e encargos sociais, 6) Repasse ao OOC, 7) Inclui outras despesas e outras vinculações.

O déficit de 1990 deveu-se ao desequilíbrio financeiro anterior ao Plano Collor, uma vez que houve superávit de caixa depois do Plano pela redução drástica da despesa financeira e aumento da receita fiscal com a tributação inserida no Plano.

⁴ O excesso de arrecadação em termos nominais permite que o Executivo opere com Leis de Excesso, que representam uma espécie de mini-orçamento e desvirtuam o planejamento dos gastos, contido no OGU desvalorizado. Ver GUARDIA, 1992, p. 117 e 118, notas 98 e 99.

Em 1991 e 1992, ocorreu o menor déficit de caixa desde a unificação orçamentária, em razão não só da menor despesa financeira, mas também de uma forte contenção durante a execução do orçamento, já que o Tesouro enfrentou grandes perdas de receita fiscal. Mesmo assim, o déficit não superou a receita com operações creditícias: NCz\$ 2470 milhões em 1991 e NCz\$ 1720 milhões em 1992.

A diminuição das despesas financeiras após o Plano Collor e o ganho de receita fiscal (ainda que decrescente) permitiram a manutenção de um patamar de gastos não-financeiros do Tesouro Nacional em 1990 e 1991 mais ou menos equivalente ao do Plano Cruzado, em torno de NCz\$ 21 a 22,5 bilhões, quando se descontam as despesas financeiras, o fundo de participação e a transferência ao OOC. Em 1992 o patamar caiu para NCz\$ 18,6 bilhões, inferior ao nível em 1988/1989, demonstrando que as dificuldades fiscais do Tesouro Nacional persistiam mesmo após o Plano Collor⁵.

O esforço de contingenciamento dos gastos do Tesouro Nacional para manter a execução equilibrada piorou a qualidade dos gastos públicos - definida como a proporção gastos correntes/gastos de investimentos e também a própria produtividade destes investimentos - mesmo tendo ocorrido o aprimoramento dos instrumentos de elaboração do Orçamento Geral da União no que tange ao planejamento dos gastos públicos⁶.

GUARDIA (1992, p. 121-31) faz a comparação entre o valor em dólar de dotações orçamentárias (por grupos agregados) na ocasião da apresentação do OGU e o seu valor correspondente, também em dólar, da soma final das liberações mensais. Dessa forma, demonstra que algumas das liberações concentradas no final do ano chegam a representar somente 1/3 da dotação inicial, na maior parte dotações de custeio e investimentos.

5 O patamar de gastos não-financeiros do Tesouro foi de NCz\$ 22 bilhões em 86/87, caindo para NCz\$ 12 bilhões em 88/89. O gasto considerado refere-se a despesa total menos o fundo de participação, as despesas financeiras e a transferência ao OOC após 1988 (incluída no PROFIE em 86/87).

6 O aprimoramento do gasto público deveu-se à introdução do Plano Plurianual de Investimentos - PPA para os próximos cinco anos, que deve ser apresentado pelo Presidente da República no final do primeiro ano de governo. O PPA orienta a Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO, elaborada todo ano pelo Executivo, votada pelo Legislativo e que deve orientar os gastos contidos no OGU apresentado anualmente pela Presidência da República. Uma análise detalhada dos instrumentos de planejamento do gasto público e da participação do Legislativo na elaboração do orçamento no Brasil é feita por GUARDIA, 1992, p. 61-74.

O equilíbrio na execução orçamentária (com pequeno déficit) em 1991 e 1992 esconde o que se convencionou chamar de déficit reprimido, ou déficit potencial, que é um equilíbrio decorrente da repressão das despesas orçamentárias, aproveitando-se da desvalorização das despesas. Essa situação de déficit reprimido não é satisfatória e corrobora a hipótese de que os problemas fiscais do Tesouro Nacional persistiram após o Plano Collor.

"A existência de um montante de despesas superior ao potencial de arrecadação do governo dificulta sobremaneira a execução orçamentária, devido aos interesses formados em torno das dotações"⁷

Esse esforço de contenção dos gastos também reduziu ao mínimo os desembolsos do OOC, que foram, em 1990, 73% menores que em 1988, chegando a apenas um décimo do valor de 1988, em 1992⁸

3.2. A POLÍTICA MONETÁRIA DE 1990 A SETEMBRO DE 1993

A reforma monetária do Plano Collor bloqueou os ativos financeiros em circulação denominados em Cruzados Novos e criou uma nova moeda, o Cruzeiro, para a qual os ativos bloqueados deveriam ser convertidos seguindo regras pré-estabelecidas, o que reduziu a liquidez da economia de maneira drástica⁹.

O Plano Collor significou que uma parte do passivo do Tesouro Nacional, na forma de DMIF em poder do público, foi bloqueado e transferido para o passivo do Banco Central na forma de Valores à Ordem do Banco Central (VOBC), que representava os ativos bloqueados no plano.

Os encargos com o VOBC não oneraram o déficit público, em 1990, por serem contabilizados pelo regime de competência até a sua devolução, o que ocorreria somente entre setembro de 1991 e setembro de 1992, entrando no regime de caixa - que é o que importa - referente aos anos de 1991 e 1992¹⁰. O VOBC era remunerado pela variação

7 GUARDIA, 1992, p. 100.

8 Ver a seção 2.4 para os valores e as explicações sobre a redução dos desembolsos do OOC.

9 Um resumo do Plano Collor com as regras de conversão dos Cruzados bloqueados está em BRASIL: PROGRAMA ECONÔMICO, Banco Central do Brasil, Brasília, março de 1990.

do BTNf mais juros de 6 % ao ano, bem abaixo do custo financeiro da DMIF antes do plano.

O alongamento compulsório do estoque de riqueza financeira praticado pelo Plano Collor reduziu o impacto das taxas de juros sobre as contas do Tesouro Nacional, dando maior liberdade para a fixação da taxa de juros pelo Banco Central.

A transformação dos ativos bloqueados na nova moeda, o Cruzeiro, foi permitida por uma série de regras de conversão que pretendiam recompor a liquidez da economia até o ponto considerado como aceitável para garantir a estabilidade de preços.

O processo de conversão foi bastante conturbado, com a equipe econômica sendo pressionada a abrir novas "torneiras" para recompor a liquidez dos agentes que se julgavam prejudicados com o Plano. O total de conversões acumulado de março a maio representou 39,7 % dos recursos bloqueados, de modo que a relação M4/PIB acabou acima do nível programado inicialmente¹¹.

A reforma monetária foi criticada por não ser acompanhada da extinção de um dos mecanismos de criação para o público da nova moeda, que eram os depósitos *overnight*, acompanhados da "zeragem automática". Essa crítica foi apresentada por ZINI Jr. e PASTORE¹².

Mesmo havendo um excedente de conversão e a manutenção do *overnight*, a reforma alterou o passivo público pela diminuição da DMIF financiada por depósitos *overnight*. A DMIF em poder do público diminuiu de NCz\$ 45,2 bilhões, em fevereiro de 1990, para NCz\$ 12 bilhões, em março, caindo para NCz\$ 6,4 bilhões, em dezembro de 1990, com o resgate possibilitado pelo superávit de caixa do Tesouro Nacional.

10 Este era o período da devolução dos cruzados novos, sendo um terço da devolução - 3 parcelas - em 1991 e as 2 restantes no regime de caixa de 1992.

11 Ver MADI, 1993, p. 166.

12 Para PASTORE, 1990, p. 159, a introdução de uma nova moeda não significa a realização de uma reforma monetária, pois o aspecto mais importante é a alteração do processo através do qual a moeda nominal é criada e tornada disponível para a sociedade; e isto não foi realizado pela manutenção da "zeragem automática" do mercado monetário pelo Banco Central. Ver também ZINI Jr., 1992b, p.153-4 e 155, criticando a manutenção do *overnight*.

Segundo o então Presidente do Banco Central, a alteração do passivo do Tesouro permitiu recuperar os instrumentos clássicos de política monetária, que são o compulsório, redesconto e operações de mercado aberto (*open market*). Com a mudança na relação entre os títulos públicos ainda em circulação e M1 foi possível, em maio de 1990, acabar com a figura formal da zeragem automática do mercado¹³.

Em junho de 1990, o Banco Central extinguiu o financiamento diário e automático ao custo do *overnight* às instituições financeiras que não conseguissem financiar sua carteira de títulos junto ao mercado. Os casos de falta de liquidez seriam financiados no mercado interbancário ou por operações de redesconto junto ao Banco Central com custo punitivo acima do *overnight*¹⁴.

A LFT, com juros repactuados e indexados ao *over* como anteriormente a LBC, saiu de cena, substituída pela LTN, um título prefixado que reintroduziu a possibilidade de descasamento entre a rentabilidade dos títulos públicos e a taxa *overnight*, caso a última suba acima do juros embutidos no desconto dos títulos.

Com a extinção da zeragem automática, O Banco Central anunciou que não atuaria mais através da taxa de juros, mas, sim, controlando as reservas bancárias e fixando uma taxa de juros punitiva no redesconto, havendo a compra e venda definitiva de títulos do Tesouro Nacional pelo sistema financeiro.

Com a venda definitiva dos títulos aos bancos, na opinião de PASTORE, o seu financiamento por depósitos *overnight* não constituiria mais uma fonte inflacionária, caso houvesse saques para o consumo, pois os títulos só poderiam ser vendidos a outro depositante do *overnight*, passando a ocorrer o exemplo sem a zeragem definido por PASTORE (ver nota)¹⁵.

13 O problema da pequena relação entre M1 e a "moeda indexada" havia sido resolvida pelo Plano Collor. Os títulos federais que compõem M2 eram somente 2,9 vezes maiores que as reservas bancárias e M1 era superior ao M2 em maio. Os dados foram extraídos de RODRIGUEZ, 1991, p.30.

14 Ver MADI, 1993, p.167.

15 PASTORE, 1990, p.162-3, supõe dois países idênticos que financiam seus déficits públicos por depósitos *overnight*. No país sem a zeragem, o saque só é possível pela venda de títulos a outro grupo de depositantes, seja pela diferença na expectativa de inflação de cada grupo, seja pela elevação nos juros que o saque do *overnight* provocaria nessa circunstância. Entretanto, PASTORE continua um crítico da política monetária mesmo após o fim formal da zeragem (Palestra proferida no XXI Encontro Nacional de Economia, Belo Horizonte, dezembro de 1993).

Com opinião oposta, CARVALHO critica PASTORE pelo que chama de solução parcial, proposta por PASTORE, que o fim da zeragem automática retire o caráter de pressão inflacionária do estoque de "moeda indexada", que são os depósitos remunerados de um dia¹⁶.

O âmago da questão, segundo CARVALHO, seria que o Banco Central não poderia controlar a conversão de "moeda indexada" em M1 por iniciativa de seus próprios titulares, pois o depósito *overnight* é um contrato de juros e prazos fixos entre o aplicador e o banco. O banco não poderia recusar-se a converter o depósito *overnight* em M1 no dia seguinte, haja ou não novos aplicadores dispostos a financiar a posição daqueles que se retiram.

Caso o dinheiro sacado não retornasse aos bancos pelas mãos de novos aplicadores, o que caracterizaria uma fuga generalizada do *overnight*, os bancos deveriam elevar os juros oferecidos para aplicações *overnight* até o ponto de atrair recursos suficientes para financiar sua carteira de títulos, que poderia apenas ser trocada entre eles¹⁷.

Essa alta dos juros estaria sendo produzida pelos bancos, e não pelo Banco Central. Caberia ao Banco Central sancionar ou não a alta dos juros no próximo leilão de títulos do Tesouro. Caso sancionasse, o que necessitaria fazer caso quisesse vender títulos - o Banco Central estaria acelerando o crescimento do estoque de quase-moeda ("moeda indexada") e dos gastos do Tesouro Nacional com dívida pública¹⁸.

CARVALHO argumenta que o processo de substituição de "moeda indexada" por M1 ocorre à revelia do Banco Central, havendo ou não compromissos de recompra (zeragem automática) e a cada leilão de títulos o Banco Central teria de sancionar ou não a variação dos juros do *overnight*.

A segunda crítica de CARVALHO a PASTORE é referente ao tratamento do efeito do saque de recursos do *overnight*. Segundo CARVALHO, não é correto supor que os saques do "consumidor" diminuam o valor total nominal de recursos à disposição

16 CARVALHO, 1991, p.268-73.

17 Os bancos trocam títulos entre si no mercado interbancário, criado em 1986. Sobre o mercado interbancário, ver CARVALHO, 1992, p. 138 e p. 200, nota 17.

18 CARVALHO, 1991, p.270.

do sistema bancário para financiar suas posições de títulos públicos, posto que o dinheiro do saque para consumo retorna ao *overnight* na forma do depósito do "vendedor"¹⁹.

Dentro dessa mesma assertiva, o Banco Central não teria como controlar o volume de transações efetuadas no mesmo dia com saques do *overnight* antes que o dinheiro retornasse ao sistema financeiro ao final do dia²⁰.

O fato é que a zeragem automática do mercado foi formalmente extinta em maio de 1990, mas isto não foi suficiente para que o financiamento dos títulos públicos por depósitos *overnight* deixasse de ser formador de expectativas inflacionárias dos agentes econômicos relevantes.

Após o fim da zeragem, para conter a criação de M1 pelas operações dos próprios bancos, ocorreu também a elevação dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista e o contingenciamento do crédito ao consumidor e pessoal pela limitação das operações aos saldos existentes em 31.03.1990. Somente foi permitido um ajustamento progressivo das instituições financeiras para enfrentar o limite de crédito por instituição a partir de agosto de 1990²¹.

Com a venda definitiva dos títulos do Tesouro, o Banco Central pretendia controlar a base monetária. A taxa de juros nas operações de *open-market* seria consequência do maior ou menor saldo total dos recursos de livre movimentação dos bancos. Procurava-se, desta maneira, que a demanda por reservas bancárias adicionais - seja por saques do *overnight*, seja por outro motivo - determinasse o nível das taxas de juros nas operações de *open-market*.

Portanto, o controle quantitativo das reservas teria como contrapartida a variabilidade das taxas de juros nas operações de *open-market*. Essa posição contrastava com a posição anterior em que o Banco Central "zerava" o mercado para

19 Esta posição de CARVALHO, 1991, p.271, é semelhante à de MENDONÇA de BARROS, 1993, p.12. CARVALHO, 1991, p.271-2, descreve o caminho dos recursos sacados do over, seja em moeda manual ou por cheque emitido, até o seu depósito novamente na conta do novo titular, mostrando como os recursos, uma vez de volta aos bancos, nunca deixam de ser aplicados em títulos, seja do próprio TN, seja no mercado ADM. Sobre o mercado ADM e CDI, ver CARVALHO, 1992, p. 138 e p. 200 nota 17.

20 CARVALHO, 1991, p.272.

21 Ver MADI, 1993, p. 167 nota 289.

evitar a instabilidade dos juros. O controle da base só se manteve de maio a setembro de 1990, devido às peculiaridades de um sistema financeiro adaptado à situação de inflação crônica, estrutural²².

No mês de setembro, a aceleração da inflação²³ e o aumento da incerteza fez com que as instituições financeiras passassem a resistir cada vez mais à aquisição definitiva de títulos do Tesouro à taxa de juros nominal desejada pelo Banco Central e que embutia a sua expectativa inflacionária. Isso obrigava o Banco Central a atuar no mercado secundário vendendo títulos por prazos extremamente curtos, anulando, assim, o efeito da extinção da zeragem automática. Conseqüentemente, as taxas de juros subiram no último trimestre do ano e tiveram de ser mantidas em níveis bastante elevados entre setembro e novembro.

A pequena redução da liquidez, caracterizada pela ligeira contração de M4 em termos reais em 1990, foi muito mais resultado do elevado superávit de caixa do Tesouro Nacional após o Plano Collor do que da política monetária em si mesma.

A aceleração da inflação e a dificuldade de controle da liquidez pelos prazos extremamente curtos de vencimento dos títulos levaram à adoção de novas medidas pelo Plano Collor II, em janeiro de 1991. Também em janeiro, o Banco Central voltou a emitir títulos próprios e a DMIF passou a ser composta novamente por títulos do Tesouro e do Banco Central.

O Plano Collor II teve como principais medidas a extinção do BTN e do BTNf, instituindo a Taxa Referencial e Taxa Referencial Diária como alternativa à indexação dos contratos como VOBC, caderneta de poupança e SFH. Além disso, extinguiu o *overnight* e criou o Fundo de Aplicação Financeira (FAF) em seu lugar²⁴.

22 Ver MADI, 1991, p.166-71 para os detalhes da política monetária, especialmente p.169-70 para os problemas enfrentados pela política de controle da base monetária.

23 A aceleração da inflação a partir de setembro deveu-se fundamentalmente à desvalorização do câmbio, que se encontrava sobrevalorizado desde o Plano Collor. Não foi possível à política monetária conter a elevação de preços determinada pela desvalorização da moeda doméstica.

24 O cálculo da TR do mês baseia-se na média do rendimento dos CDBs e RDBs prefixados de 30 dias das 20 maiores instituições financeiras, durante os primeiros dias do mês, reduzido em dois pontos percentuais. Essa forma de cálculo visava 1) a descasar as taxas de juros da inflação passada, retirando a inércia da inflação e a limitação à baixa dos juros da indexação das cadernetas de poupança à inflação passada, 2) a fixar os juros de acordo com a previsão de inflação futura dos agentes. O FAF ficou

O Fundo de Aplicação Financeira iniciou seu funcionamento em março de 1991, sendo a única aplicação com liquidez diária, sem prazo de carência. Entretanto, um imposto punitivo tornava seu rendimento negativo nos primeiros 18 dias úteis. A composição da carteira do FAF deixou seu rendimento menor que o antigo *overnight*. Assim, se por um lado reduziu os ganhos do aplicador, por outro reduziu o custo do passivo público que lastreia as aplicações de curtíssimo prazo. A vinculação de 43% dos depósitos do FAF à compra de títulos públicos federais criou um mercado cativo para esses títulos.

A Taxa Referencial de fevereiro foi arbitrariamente fixada em 7 % para o mês, desvalorizando as aplicações que deveriam ser indexadas pela inflação de janeiro. De março a maio, as taxas de juros reais foram mantidas elevadas para dar credibilidade às mudanças introduzidas no Plano Collor II. A inflação variou de 7 % para 10 % ao mês, respectivamente.

Em maio de 1991, houve a troca da equipe econômica. Assumiu a equipe liderada pelo Ministro Marcílio Marques Moreira, em substituição à equipe da Ministra Zélia Cardoso de Mello. Apesar do discurso de austeridade e da intenção de manter os juros altos, entre junho e outubro as taxas nominais de juros não acompanharam a forte aceleração inflacionária, resultando em rendimentos reais baixos, ou mesmo negativos.

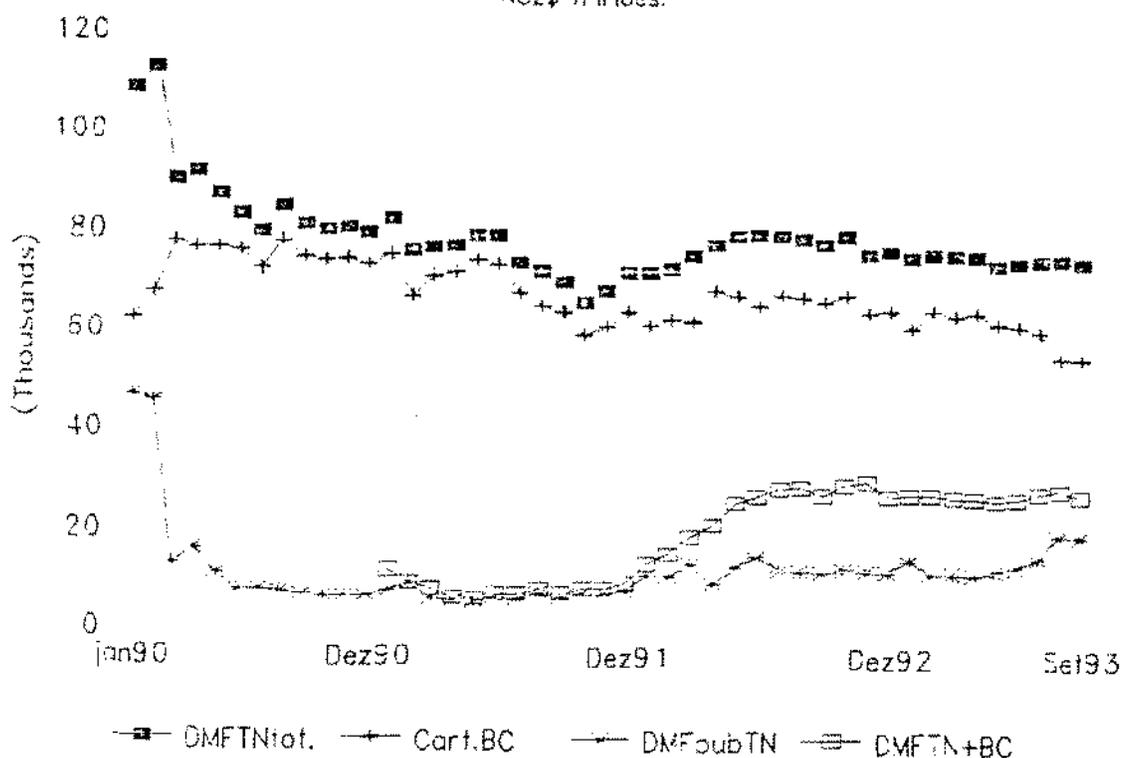
Em agosto de 1991, iniciou-se, com um mês de antecedência²⁵, a devolução dos cruzados novos bloqueados, o que forçou a colocação junto ao público de títulos da DMIF para esterilizar o aumento da liquidez (Gráfico 6). Para estimular a manutenção dos cruzados bloqueados no mercado financeiro, criou-se um novo instrumento financeiro, o Depósito Especial Remunerado - DER²⁶.

sendo a única aplicação financeira com liquidez diária, mas um imposto regressivo torna o seu rendimento negativo nos 18 primeiros dias. A composição da carteira do FAF seguia critérios de aplicação de 43 % em títulos públicos federais ou depósitos no ECB; 18 % em Títulos de Desenvolvimento Econômico -TDE (lastro para crédito de longo prazo); 3 % em títulos de desenvolvimento Social; 2 % em depósitos à vista e no máximo 42 % em aplicações livres (CDBs, títulos estaduais). Ver APPY, 1993, p.16, nota 19. A idéia era captar no FAF a moeda de transação com uma baixa remuneração direcionando a poupança financeira para aplicações de prazo maior e melhor remuneração. Ver APPY, 1993, p.16.

25 A devolução de depósitos bloqueados com saldos inferiores a NCz\$ 200.000,00 foi feita integralmente com um mês de antecipação.

26 O DER possuía o rendimento da TR + 8 % a.a. e só podia receber depósitos provenientes da liberação dos Cruzados Novos bloqueados. Ver APPY, 1993, p.18, nota 23.

GRÁFICO 6

DMIF – COMPOSIÇÃO
NCz\$ milhões.

A política monetária restritiva instituiu também um compulsório de 100 % sobre a captação adicional de recursos através de depósitos a prazo, de modo a evitar a expansão dos empréstimos bancários e manter a restrição monetária.

Os Cruzados Novos devolvidos tenderam a permanecer no mercado financeiro, aproveitando a maior remuneração do Depósito Especial Remunerado²⁷. Parte dos Cruzados devolvidos foram sacados do DER e distribuíram-se pelos demais ativos financeiros da economia, expandindo a DMIF fora do Banco Central. O que se notou nos primeiros meses da devolução foi uma pressão no mercado de câmbio, que sofreu especulações devido à frágil situação cambial existente.

Um dos motivos era o retorno da apreciação cambial do cruzeiro ao longo de 1991, que não permitia que as reservas se recompusessem via saldos comerciais, criando maiores dificuldades para a volta dos pagamentos da dívida externa. A

27

Em dezembro de 1991, 48 % dos recursos liberados permaneciam em depósitos no DER. Em agosto de 1992, ainda permaneciam aplicados 38 %. Ver APPY, 1993, p.19, nota 25.

insuficiência de reservas externas e a ameaça de crise cambial forçou o governo a fazer uma mídi-desvalorização do cruzeiro ao final de setembro e liberalizar o mercado cambial num contexto internacional de elevada liquidez e baixa taxa de juros.

A desvalorização do câmbio promoveu um salto do índice de inflação, acompanhado da elevação acentuada do dólar no mercado paralelo apesar das intervenções do Banco Central. Este acabou por suspender suas intervenções no mercado devido ao baixo nível de reservas em outubro (nível mínimo de 4 meses de importação). O ágio do mercado paralelo disparou, só cedendo após nova redefinição da gestão monetária-cambial²⁸.

A intervenção no mercado paralelo havia sido instituída, em 1990, como um canal de ligação entre o dólar livre comercial e o paralelo, na tentativa de unificá-los. O Banco Central comprava ouro no mercado internacional com as divisas obtidas no mercado livre e vendia-o no mercado para abaixar a cotação do mercado paralelo de câmbio, obtendo grandes lucros com a diferença de cotações. O fim da intervenção deixava livre a cotação do dólar no mercado paralelo²⁹.

O Governo, para não perder o controle da situação, praticou uma brutal elevação da taxa de juros em outubro, enquanto promovia a liberalização financeira externa da economia, aumentando a liberdade de entrada e saída de capitais estrangeiros³⁰.

Para manter a paridade real do Cruzeiro fixa e recompôr o nível de reservas em divisas, o Banco Central passou a determinar a taxa de juros em função da entrada de divisas. Tal política estabilizou o mercado de câmbio, porém, expandiu a dívida mobiliária interna federal. A colocação de títulos do Banco Central à taxas de juros reais

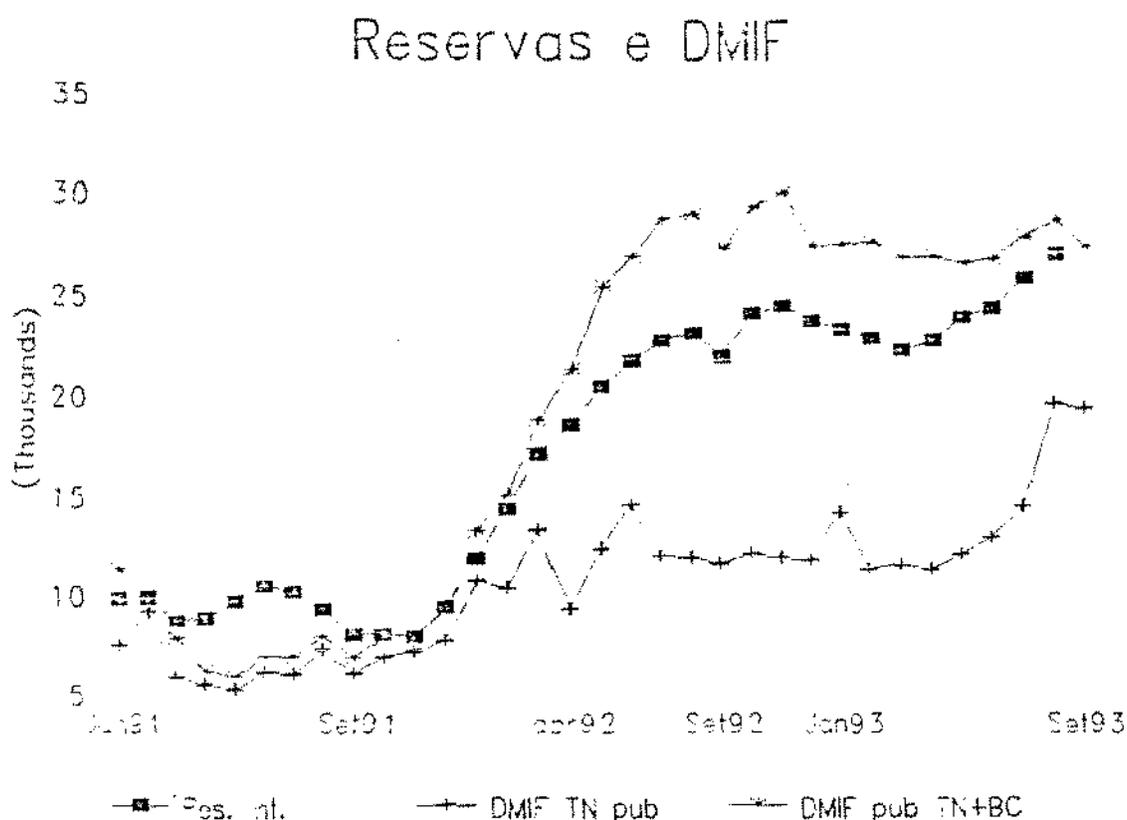
28 Ver APPY, 1993, p.29. O jornal Folha de São Paulo chegou a dar manchete do início da hiperinflação em 30 de setembro.

29 Essa operação é típica das políticas específicas voltadas para aspectos econômicos que geram grandes lucros para o BCB, posteriormente transferidos ao TN, resgatando títulos públicos federais, como será tratado na seção 3.4.

30 A maior abertura financeira para o exterior derivou de medidas liberalizantes, como: i) permissão de investidores institucionais estrangeiros operarem no país sem prazo mínimo de permanência dos recursos no país. ii) maior liberdade para empresas brasileiras captarem recursos externos. iii) isenção de IE sobre ganhos de capital com ações. iv) alíquota menor para remessa de lucros ao exterior a partir de 1992. Para um resumo mais detalhado das medidas, ver APPY, 1993, p. 46-7, nota 67.

elevadas esterilizou o aumento (potencial) da liquidez decorrente de tal política (Ver Gráfico 7).

GRÁFICO 7



Os juros internos mantiveram-se bastante elevados e a taxa de câmbio real manteve-se fixa entre outubro de 1991 e abril de 1992. Paralelamente, medidas liberalizantes iniciavam a abertura financeira do país ao exterior, facilitando a mobilidade externa de capitais e o acúmulo de reservas através da entrada de capital financeiro.

O objetivo de tal política era justamente acumular reservas pela entrada líquida de capitais, cujo efeito interno é a expansão da DMIF em poder do público como contrapartida do aumento de reservas internacionais no Banco Central.

De novembro de 1991 a março de 1992, o rendimento real médio dos títulos públicos federais alcançou 28,7%, correspondendo a uma taxa anualizada de 83%. Tal política expandiu a DMIF do Tesouro junto ao público, que até então mantinha-se constante (Gráfico 6).

Os juros altos e o câmbio fixo em termos reais também estimularam a antecipação de contratos de câmbio pelos exportadores. A abertura financeira para o exterior, numa conjuntura de juros internacionais baixos e alta liquidez dos mercados financeiros internacionais, inteiramente favorável à captação por diferencial de juros, foi responsável por um intenso afluxo de recursos externos de natureza financeira. As reservas internacionais passaram de US\$ 7 bilhões, em outubro de 1991, para US\$ 15,2 bilhões, em abril de 1992.

O volume de meios de pagamento a esterilizar³¹ e o elevado custo desta operação levaram a uma enorme colocação de títulos públicos (NBC/BBC principalmente) responsáveis por uma expansão de 250 % da dívida pública fora do Banco Central entre outubro de 1991 e setembro de 1992, quando acabou a devolução dos cruzados bloqueados. A DMIF em poder do público passou de NCz\$ 7,8 bilhões para NCz\$ 27,3 bilhões em setembro de 1992, sendo a maior parte das colocações de títulos feita pelo Banco Central (Gráfico 7).

A partir de abril de 1992, a política monetária abrandou-se, reduzindo as taxas de juros, embora mantendo-as em níveis reais.

O fluxo de entrada de recursos externos continuou elevado até maio, declinando em junho/julho, quando as reservas externas chegaram a US\$ 18,9 bilhões. A DMIF em poder do público ainda cresceu até novembro de 1992, quando se estabilizou até meados de 1993.

A parcela de responsabilidade do Tesouro Nacional ficou praticamente constante em 1992 ao nível de NCz\$ 12 bilhões. Desde meados de 1992 até meados de 1993 a DMIF total do Tesouro permaneceu inalterada (Gráfico 6).

O crescimento da DMIF junto ao público deveu-se aos títulos do Banco Central que compensaram a entrada de reservas internacionais. A partir de maio/junho de 1993, o Banco Central passou a vender títulos do Tesouro de sua carteira própria para resgatar seus BBC/NBC, modificando a composição da DMIF em poder do público pela substituição dos títulos do Banco Central por títulos do Tesouro Nacional em sua carteira.

31 O volume corresponde à liquidez derivada da entrada de capitais externos (acumulação de reservas) e àquela decorrente da liberação dos Cruzados Novos.

3.3. RECEITA E ENDIVIDAMENTO DO TESOURO NACIONAL DE 1975 A 1993

Após tratar das etapas da unificação orçamentária, que concentrou as despesas federais no Tesouro Nacional, cabe finalizar a análise com a evolução da situação financeira do Tesouro Nacional numa perspectiva temporal mais longa, abrangendo o período que vai de meados da década de setenta até os dias de hoje.

Podemos observar tal evolução pela tabela 20. Até os anos setenta, embora a responsabilidade da DMIF fosse na prática do Banco Central, a DMIF total nunca superou a receita fiscal do Tesouro Nacional, ficando em torno de 80% da receita fiscal neste período.

O salto significativo no crescimento da DMIF total foi em 1981, quando quase dobra de valor. Outro salto foi em 1982, quando passou de NCz\$ 25,8 bilhões, em dezembro de 1981, para NCz\$ 32,9 bilhões no final de 1982, superando, pela primeira vez, a receita fiscal anual do Tesouro Nacional. O crescimento acelera-se novamente em 1985, tendo expandido-se 33% neste ano, e a DMIF atinge NCz\$ 50 bilhões, superando a receita fiscal anual em 67%.

Como o Tesouro Nacional apresentou-se equilibrado nesse período, o crescimento da DMIF reflete exclusivamente as dificuldades de financiamento do Banco Central no mercado internacional. Por isso, teve de elevar sua captação de recursos junto aos agentes internos e expandir o seu ativo de títulos para compensar o crescimento de seu passivo externo.

A primeira etapa da unificação orçamentária cria o primeiro déficit na execução orçamentária, em 1986. A DMIF apresenta o maior crescimento do período, 44% naquele ano, mas o crescimento pode ser atribuído em parte ao acerto do saldo da conta "Operações com o Tesouro Nacional", negativo até 1985.

A partir de então, as trajetórias de déficit do Tesouro e aumento da DMIF são contínuas, devido à deterioração da situação financeira do Tesouro Nacional até o Plano Collor³².

32 A exceção é o ano de 1987, quando a DMIF diminui. A razão é a emissão de LEC, que compõe a maior parte da DMIF junto ao público. Caso se somem as LEC, a DMIF total passa para NCz\$ 85,9 bilhões, ou 2,61 vezes a receita fiscal do TN (ver coeficientes na tabela 20).

O segundo momento marcante da evolução da situação financeira do Tesouro Nacional ocorreu em 1988, quando o acerto de contas entre o Tesouro e o Banco Central (determinado pelo Decreto n. 2376) fez com que a DMIF total do Tesouro Nacional superasse os NCz\$ 100 bilhões. Vale lembrar que o aumento da DMIF deveu-se à emissão de LTN-E, com apenas correção monetária, resgatáveis até o ano 2007 pela transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro Nacional.

TABELA 20
Receita Fiscal e Endividamento Mobiliário do Tesouro Nacional

1975-1993

(NCz\$ milhões de janeiro de 1993)

Ano	Receita Fiscal	Juros	Déficit total	DMIF	DMIF/ receita
1975	20.070	-	-10	16.670	0,83
1976	24.410	-	-60	19.120	0,74
1977	25.250	-	-100	20.930	0,82
1978	26.060	-	-340	21.670	0,83
1979	24.700	...	-110	17.900	0,72
1980	29.540	...	-50	13.050	0,53
1981	26.100	...	-10	25.840	0,99
1982	27.250	3.410	0	11.740	1,21
1983	26.280	6.040	-10	34.270	1,30
1984	24.450	4.130	-20	37.570	1,54
1985	29.070	1.660	-2.940	50.010	1,67
1986	35.630	15.040	8.780	72.500	2,03
1987	32.900	6.780	3.320	60.610	1,84
1988	27.040	9.430	15.200	102.220	3,67
1989	26.570	15.350	16.760	111.220	4,19
1990	35.980	8.180	8.330	79.190	2,20
1991	29.070	670	1.010	71.610	2,46
1992	27.270	3.410	1.790	76.490	2,80
1993set.	29.960(e)	8.180(*)	7.410(*)	74.500	2,48
Após troca de Passivo	29.960(e)	8.180(*)	7.410(*)	41.600	1,38

Ponte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil

Nota: O valor dos juros pagos em 1982/1985 refere-se à transferência do TN ao BCB. Em 1986/1987, refere-se ao valor do PROPLA, que inclui transferências para operações agrícolas. A partir de 1988, os juros incluem somente as despesas com encargos da DMIF. As operações agrícolas estão no OODC e incluídas no déficit total do TN. (e) A receita fiscal de 1993 foi estimada com base na variação observada entre jan/set de 93 e jan/set de 92. (*) Até novembro de 93.

O auge da deterioração financeira ocorreu em 1989. A DMIF total passou de NCz\$ 72,5 bilhões, em 1986, para NCz\$ 111 bilhões, em dezembro de 1989, sendo NCz\$ 99 bilhões remunerados. Nesse mesmo período, a receita fiscal caiu de NCz\$ 35,6

bilhões para NCz\$ 26,6 bilhões, respectivamente. A DMIF total, que superava a receita fiscal em 100%, passa a superá-la em 320%.

A situação foi revertida quando o Plano Collor reduziu o endividamento total do Tesouro Nacional ao transformá-lo, em parte, em VOBC. A DMIF total chegou ao final de 1990 em NCz\$ 79 bilhões, pouco mais que seu montante em 1986. Deste valor, somente NCz\$ 60 bilhões eram remunerados (os restantes NCz\$ 19 bilhões eram LTN-E). A receita fiscal de 1990 superou em NCz\$ 280 milhões a receita fiscal obtida durante o Plano Cruzado.

A DMIF total caiu novamente, em 1991, devido ao uso da transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro, na forma do resgate da DMIF em sua carteira, chegando a NCz\$ 71,8 bilhões, em dezembro. A política de juros altos expandiu novamente a DMIF até NCz\$ 76,5 bilhões, em 1992. Em 1993, a DMIF retomou a trajetória de redução pelo uso do resultado do Banco Central, reduzindo-se a NCz\$ 74,5 bilhões em setembro de 1993.

A trajetória de redução acentuou-se em setembro de 1993, quando no leilão especial que o Tesouro Nacional realizou com o Banco Central foram resgatados mais NCz\$ 6 bilhões. Após o leilão, restaram NCz\$ 68,5 bilhões na carteira do Banco Central, dos quais NCz\$ 26,9 bilhões seriam trocados pelos bônus emitidos para a reestruturação da dívida externa com os bancos estrangeiros. Ficou, assim, pendente uma DMIF total de NCz\$ 41,6 bilhões³³.

Numa rápida retrospectiva, a trajetória de crescimento acelerado da DMIF iniciou-se no final da primeira metade da década de oitenta para tornar-se crítica no fim da década, quando o Plano Collor e o uso do resultado do Banco Central para amortizá-la, consegue reduzi-la. Com a substituição de parte da DMIF do Tesouro pelos bônus externos do acordo da dívida externa, como veremos adiante, a DMIF do Tesouro diminui consideravelmente.

Na próxima seção, analisa-se a transferência do resultado do Banco Central para o Tesouro Nacional, amortizando a dívida mobiliária na carteira do Banco Central. A remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central será

33 A troca de passivos entre o TN e o BCB e o endividamento externo e mobiliário do TN, após a troca, será tratada na seção 3.5.

analisada também como forma de substituir o endividamento do Tesouro Nacional por endividamento do Banco Central.

3.4. O RESULTADO DO BANCO CENTRAL E O SEU USO PELO TESOIRO NACIONAL

3.4.1. A formação do resultado do Banco Central em 1988 e a forma de transferência

Como visto anteriormente, com a transferência dos ativos do Banco Central (seus Fundos e Programas principalmente) para o Tesouro Nacional e com o acerto de contas entre as instituições, em junho de 1988, o Tesouro Nacional transferiu títulos de série especial para saldar as suas responsabilidades assumidas pelo Banco Central até 31.12.87. A transferência aumentou o ativo e o patrimônio líquido do Banco Central, sendo contabilizados a partir do balanço de junho de 1988. Esses títulos não oneraram o Tesouro Nacional com novas despesas de juros, porque possuíam apenas correção monetária³⁴.

A partir do acerto de contas e livre de seus antigos encargos de natureza fiscal, o Banco Central passou a apresentar um resultado considerável, pois, como disse DANTAS de ARAÚJO (1989,p.10) "a unificação dos orçamentos da União e a conseqüente separação dos gastos de governo daqueles próprios de Banco Central deixaram transparente o "orçamento monetário" que, a partir deste momento, abrigava apenas as contas do Banco Central, mas continuava absorvendo o imposto proporcionado pela inflação sobre o meio circulante, sobre os depósitos compulsórios e sobre os haveres do Tesouro Nacional depositados no Banco Central, sem remuneração"

O resultado positivo do Banco Central, a partir do segundo semestre de 1988, reflete basicamente: os seus ganhos com a emissão monetária - senhoriagem e imposto inflacionário; e o resultado do regime de competência da remuneração do ativo e dos encargos do passivo, sujeitos a índices de atualização monetária e a taxas médias de juros diferenciadas. Ao resultado financeiro soma-se o resultado de políticas específicas (voltadas para aspectos econômicos) com reflexos financeiros, como a intervenção informal no mercado paralelo de câmbio ocorrida entre 1990 e outubro de 1991 ³⁵.

34 O acerto de contas foi determinado pelo Decreto 2376. Ver DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.6.

Além das receitas com senhoriagem e imposto inflacionário, o resultado do Banco Central é determinado pela diferença entre a correção cambial e o índice de correção monetária, pois "das operações ativas do Banco Central, faz parte a carteira própria de títulos mobiliários (parcela considerável do total emitido) e do lado do passivo, a grande conta é composta pelos depósitos em moeda estrangeira (DFA). Como as demais contas (redesconto, empréstimos de liquidez) acabam se compensando, o resultado acaba ficando em função da evolução do câmbio e do nível da senhoriagem"³⁶.

Em vista dessa composição do ativo e passivo do Banco Central, uma apreciação do Cruzeiro em relação ao dólar, como a que ocorreu a partir de 1991, gera um resultado positivo para o Banco Central em razão da diminuição do valor em Cruzeiros de seu passivo externo, enquanto uma desvalorização do Cruzeiro tornaria o resultado negativo e reduziria o patrimônio líquido do Banco Central. Pela composição específica do ativo e passivo, a manutenção dos juros da DMIF em níveis muito superiores aos juros internacionais acarreta uma remuneração do ativo muito superior às despesas do passivo.

15 "Com a transparência do "OM", expurgado dos gastos de subsídios, próprio de quem cobra tributo, apresentam-se nas contas de resultado do BCE os efeitos do imposto inflacionário que será tanto maior quanto mais alta for a inflação." DANTAS de ARAÚJO, 1989, p. 11. Imposto inflacionário é a receita do Banco Central com a emissão de moeda para a manutenção do valor da base monetária, que se desvaloriza com a inflação, e também permite o resgate de títulos da dívida interna. DANTAS de ARAÚJO o define assim: "a perda de poder de compra da moeda não remunerada, se abatendo sobre o saldo do meio circulante e sobre os saldos dos depósitos à vista e compulsórios, incidindo em favor dos órgãos emissores e a débito dos detentores destes ativos (a sociedade)."

36 BIASOTO Jr., 1990, p. 52.

TABELA 21
Principais Contas Ativas e Passivas do Banco Central do Brasil
(NCz\$ e US\$ milhões de jan. 89)
dez.1987-dez.1992

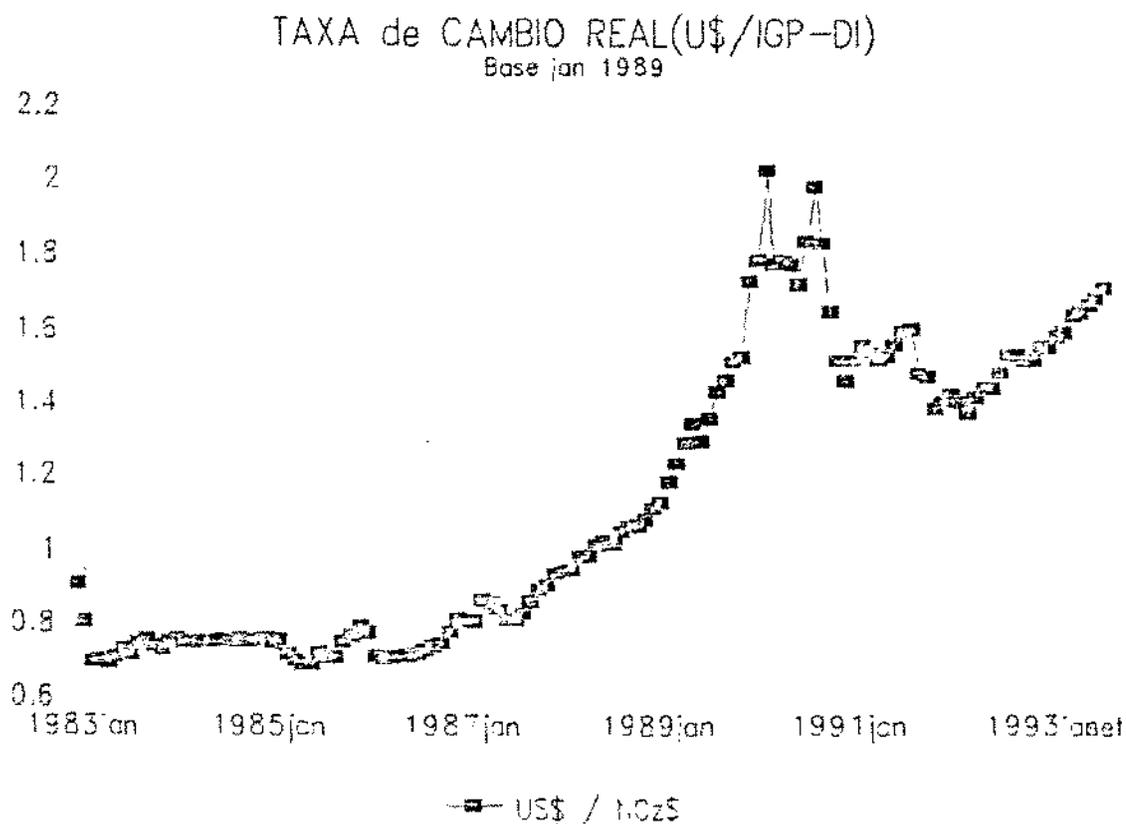
ANO	Cart. Bacem	Ativo		Total	Div. Exc.	Passivo	
		Res. Int.				DMIF BC	Total
		NCz\$	US\$			NCz\$	US\$
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)		
1987 dez.	50.4	7.0	55.1	53.9	25.4	78.1	
1988 dez.	59.2	9.0	73.6	57.1	-	57.1	
1989 dez.	60.0	9.9	98.4	65.6	-	65.6	
1990 dez.	72.8	10.7	113.0	70.2	-	70.2	
1991 dez.	64.0	9.9	94.2	69.9	1.6	72.0	
1992 dez.	64.7	25.3	117.4	63.5	15.6	78.1	

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, Relatório Anual do Banco Central do Brasil e Brasil: Programa Econômico.

Nota: (3) e (6) são respectivamente (1)+(2) e (4)+(5) em US\$ bilhões constantes de jan. de 89.

O efeito da política cambial fica claro quando apresentamos o valor das principais contas ativas e passivas internas e externas discriminadas na respectiva moeda. As contas internas aparecem na tabela 21 em NCz\$ constantes de janeiro de 1989, juntamente com as contas externas em dólar constante da mesma data. Quando se expressa a soma do valor das contas internas e externas em dólar constante (colunas 3 e 6 da tabela 21), a valorização do Cruzado Novo/Cruzeiro faz com que o valor da soma apresente variações na moeda norte-americana, fazendo a soma do ativo e passivo em dólar variar apenas pelo efeito da política cambial. O maior crescimento do ativo mensurado em dólar constante de janeiro de 1989 mostra o efeito da política cambial sobre o resultado do Banco Central.

GRÁFICO 8



Vemos no gráfico 8 um índice da taxa de câmbio real³⁷, no período que vai de janeiro de 1983 a setembro de 1993. Tal período tão extenso só nos interessa para mostrar a flutuação real do dólar no Brasil. Vemos que o dólar inicia a sua desvalorização na segunda metade da década de oitenta, sendo máxima em 1989, quando a desvalorização do Cruzado Novo pela inflação passada não acompanha a aceleração inflacionária. O dólar inicia outro período de desvalorização em relação à base escolhida no final de 1991, sendo esse o período que nos interessa diretamente, pois o efeito do câmbio sobre o balanço do Banco Central resulta no aumento do resultado do Banco Central e no resgate da DMIF do Tesouro no seu ativo, na ocasião da transferência.

37 O Gráfico 8 apresenta o índice da taxa de câmbio Dólar/Cruzado Novo em valores constantes de janeiro de 1989, escolhido por ocasião do Plano Verão, que tornou a taxa de câmbio igual a unidade, em 14 de janeiro de 1989. Tal escolha não significa que qualquer taxa abaixo desse valor esteja desvalorizada, enquanto taxas superiores estejam sobrevalorizadas. O gráfico 8 apresenta o seguinte: $U\$/NCz\$ \times IPA-EUA/IGP-DI$, centrados todos em janeiro de 1989.

"No segundo semestre de 1988, em havendo equivalência entre a correção cambial e o rendimento do mercado aberto, o imposto inflacionário gerou um lucro para o Banco Central de cerca de 9,5 % do PIB e equivalente a quase toda a arrecadação tributária do Tesouro Nacional, durante o ano inteiro"³⁸.

"Este iníquo tributo, que também se chama "imposto inflacionário", vem sendo capturado pelo balanço do Banco Central, uma vez que os depósitos compulsórios e a emissão de moeda (mecanismo natural) e a disponibilidade do Tesouro Nacional (mecanismo espúrio) no Passivo do Banco Central não têm nenhuma proteção quanto à perda da reserva de valor, ao passo que a contrapartida de sua aplicação, no Ativo, tem, no mínimo, correção monetária plena, daí os vultosos resultados da Autarquia"³⁹.

Entendido o processo que resulta em lucro ou prejuízo para o Banco Central, "a segunda parte da questão trata do significado econômico da apropriação, pelo Tesouro Nacional, dos resultados do Banco Central. Ora, se existe o imposto inflacionário cobrado de toda a sociedade pela redução do poder de compra da moeda, e se aquela Autarquia obteve lucro pela manutenção da reserva de valor dos ativos adquiridos no mercado (títulos do Tesouro Nacional), mesmo pela correção monetária, este tributo deveria ser devolvido à sociedade, sob a forma de bens e serviços como qualquer outro"⁴⁰.

"Considerando que, na sua quase totalidade, os recursos de diversas origens, inclusive o resultado líquido, estão aplicados em títulos públicos, adquiridos no mercado ou não, a utilização dos resultados do Banco Central pelo Tesouro Nacional implicaria em três hipóteses, no que concerne à redução da carteira de títulos:

- a) para gastos comuns do orçamento fiscal,
- b) para resgate da carteira de títulos (do Tesouro) no ativo do Banco Central,

38 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.11. Na verdade, a variação cambial não acompanhou a inflação, como pode ser visto no gráfico 2.

39 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.23. "A partir da unificação orçamentária e regularização da relação do Banco Central com o Tesouro Nacional, aproximadamente 98 % dos recursos gerados nas diversas funções do Banco Central estão aplicados." (21 % em moedas estrangeiras, 77 % em títulos públicos) "Os 2 % restantes estão alocados à assistência financeira, ao permanente e às outras contas." DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.6

40 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.12.

c) para capitalização do Banco Central.

As duas primeiras hipóteses implicam a redução da carteira de títulos do Banco Central, porém, com efeitos econômicos distintos.

i. em a), devolve-se o imposto inflacionário à sociedade vendendo-se, junto ao mercado, os títulos que o Banco Central havia adquirido desse mesmo mercado, com a conseqüente manutenção do sistema global em equilíbrio. (A dívida pública se mantém, com o aumento da parcela em poder do público);

ii. em b), demanda-se que o Banco Central, juntamente com a transferência para o caixa do Tesouro Nacional, seja obrigado a resgatar títulos (do Tesouro, no seu ativo). Nessa hipótese, a dívida pública se reduz;

iii. em c), simplesmente as receitas são capitalizadas, incorporando-se ao PL do Banco Central. Todavia, o caminho correto deveria ser por transferência do lucro ao Tesouro Nacional, resgatando títulos da carteira, que lhe seriam devolvidos para aumento de capital. Neste caso, não se reduz a dívida pública, nem se devolve o imposto à sociedade, mas se aumenta o patrimônio do Tesouro Nacional pela elevação de sua participação no capital do Banco Central⁴¹.

"O resgate da carteira de títulos do Tesouro Nacional com os resultados do Banco Central, oriundos do imposto inflacionário, tem o mesmo significado que a elevação da carga tributária com idêntica finalidade"⁴².

3.4.2. O uso do resultado do Banco Central no orçamento do Tesouro Nacional

A manutenção das disponibilidades de caixa da União no Banco Central, mecanismo espúrio de geração de imposto inflacionário no Banco Central, segundo DANTAS de ARAÚJO, foi determinada pela Constituição de 1988. A justificativa é que o Banco Central é o agente do Tesouro para efeitos da colocação de títulos no mercado primário, e, assim, a manutenção das disponibilidades do Tesouro no Banco Central permite que sejam elas utilizadas para a redução temporária ou permanente do montante da dívida (pelas compras de títulos no mercado secundário para corrigir a diminuição das

41 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.33.

42 DANTAS de ARAÚJO, 1989, p.33.

reservas do sistema financeiro), diminuindo os encargos financeiros do Tesouro Nacional junto ao público⁴³.

Por essa razão, a transferência do resultado do Banco Central assumiu duas formas. Primeiro, a transferência do resultado propriamente dita, na forma do resgate de títulos do Tesouro Nacional em poder do Banco Central (item b das alternativas da seção 3.4.1). Segundo, criou-se a figura da remuneração das disponibilidades do Tesouro no Banco Central como forma de discriminar a parcela do resultado obtida justamente com a desvalorização dos recursos da conta única do Tesouro Nacional no Banco Central, o que configurou a fonte 188, código do OGU que identifica como receita os recursos da remuneração da Conta Única do Tesouro no Banco Central⁴⁴.

A transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro Nacional foi definida pelo Dec. 2376 de 25.11.87, porém, foi somente em outubro de 1989 que a Lei n. 7862 determinou que os resultados positivos do Banco Central, apurados em seus balanços semestrais, fossem recolhidos ao Tesouro Nacional, destinando-se, exclusivamente, à amortização da dívida mobiliária interna federal⁴⁵.

O uso da transferência do resultado do Banco Central para abater a DMIF no ativo do Banco Central pode ser percebido pela diminuição da DMIF total, em 1990, 1991 e no segundo semestre de 1992. Como a execução de caixa do Tesouro Nacional após o Plano Collor não justifica a diminuição, a redução da DMIF só pode ter ocorrido pela transferência do resultado.

43 Ver CHLABI e PARENTE, 1990, p.31-2. A variação das reservas do sistema financeiro pela variação do saldo da conta única do TN será melhor desenvolvido adiante.

44 Ver DANTAS de ARAÚJO, 1989, p. 16 e 28, e GAZETA MERCANTIL, 10 de setembro de 1993, p.17.

45 Ver RELATÓRIO ANUAL do BCB, 1989, p.63.

TABELA 22
 Dívida Mobiliária Interna Federal do Tesouro Nacional
 Dez.1989 - dez.1992
 (milhões de NCz\$ de jan.1989)

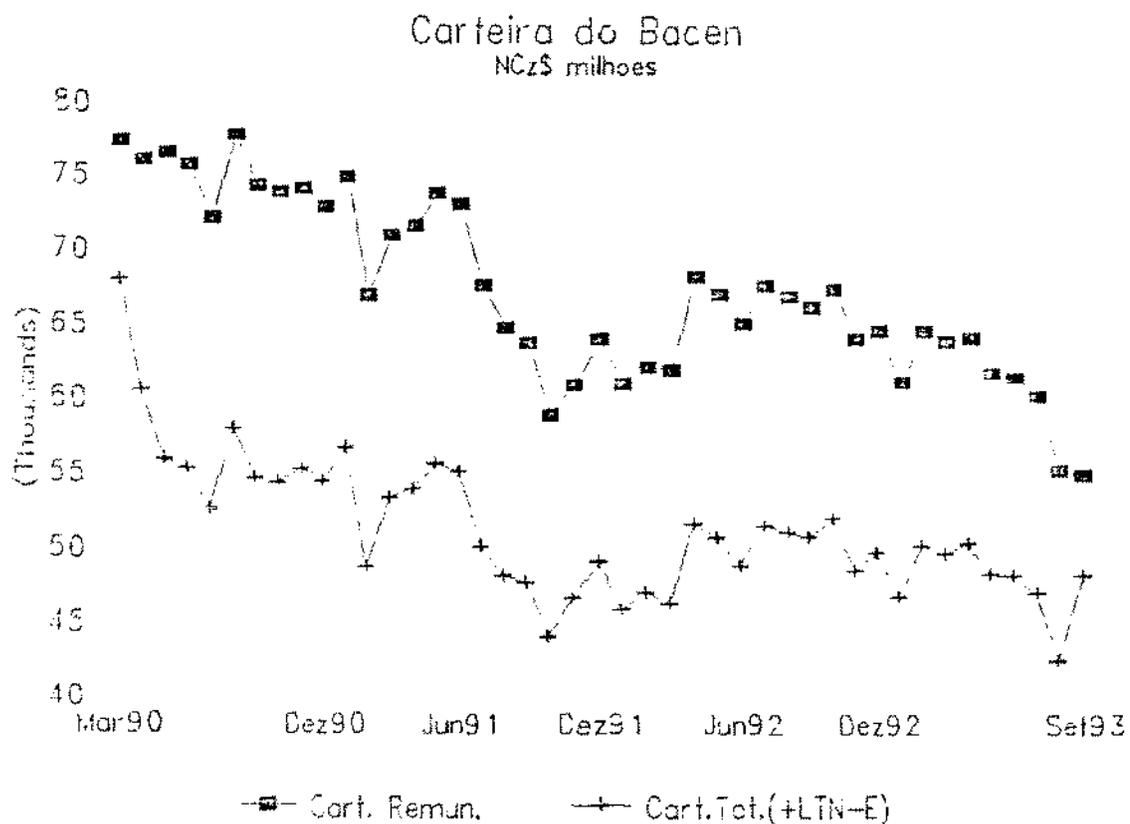
Discriminação	dez89	jun90	dez90	jun91	dez91	jun92	dez92
DMIF total	111210	93110	79190	78990	71600	79800	76490
DMIF cart.BC	59990	75950	72750	72970	63960	66910	64690
DMIF público	51230	7560	5440	6020	7640	11890	11810

FONTES: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil

NOTA: A carteira do Banco Central inclui as LTN-E, com correção monetária somente.

É importante assinalar que a DMIF cresceu no primeiro semestre de 1992 por causa da política de juros altos para acumular reservas internacionais entre outubro de 1991 e abril de 1992. O juro alto não só aumentou a DMIF do Tesouro como a acumulação de reservas diminuiu o resultado do Banco Central. O resultado diminuiu por que o financiamento da acumulação das reservas foi feito por títulos do Banco Central, criando um passivo interno para essa instituição sobre os quais incidiram os juros elevados, superiores à remuneração obtida com a aplicação das reservas internacionais no mercado internacional. Essa diferença da remuneração entre seu passivo interno e as reservas no seu ativo diminuiu o resultado financeiro que o Banco Central vinha apresentando.

GRÁFICO 9



O gráfico 9 mostra como a carteira do Banco Central vai reduzindo-se com a transferência do resultado ao Tesouro.

Visto essa forma de transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro, resta tratar da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

O Banco Central remunera a Conta única do Tesouro como forma de discriminar a parcela do seu resultado que é gerado pela desvalorização da conta. Para entender o significado econômico do uso pelo Tesouro da remuneração das disponibilidades (item a das alternativas da seção 3.4.1), é preciso entender a relação entre a variação do saldo da conta única e as reservas do sistema financeiro.

A característica do depósito das disponibilidades do Tesouro no Banco Central é que o recolhimento de impostos para a conta do Tesouro retira reservas do sistema financeiro, ou seja, retira base monetária de circulação. Da mesma forma, o

gasto de recursos da conta do Tesouro injeta recursos e aumenta as reservas do sistema financeiro⁴⁶.

O problema da variação diária do saldo da conta do Tesouro resume-se à dificuldade de balizamento diário da base monetária pela variação das reservas do sistema financeiro. A variação das reservas tem de ser esterilizada pelo Banco Central por operações de *open market* no mercado secundário.

Questão maior surge quando o Tesouro usa os recursos da remuneração das disponibilidades para financiar seus gastos, pois o saldo contábil da conta cresce somente em função de sua remuneração. O uso do saldo surgido com a remuneração exige que o Banco Central capte recursos com a colocação de títulos para lastrear esse saldo contábil, pois, caso contrário, o seu uso criará base monetária.

A injeção desses novos recursos nas reservas do sistema financeiro implicará no aumento do endividamento mobiliário junto ao público pois será necessário esterilizar a expansão monetária surgida do uso da remuneração, sendo uma maneira disfarçada de aumentar a dívida interna junto ao público, usando a venda de títulos pelo Banco Central no mercado aberto (*open market*) no volume da remuneração⁴⁷.

QUADRO 3
Balancete Consolidado do Banco Central

Ativo	Passivo
A. Reservas internacionais	E. Papel-moeda em poder do público
B. Títulos da DMIF do TN (NTN, etc)	F. Encaixe dos bancos comerciais
C. Redesconto e outros empréstimos ao sistema financeiro	G. Conta Única do Tesouro
D. Outras operações (1)	H. Títulos próprios (BBC/NBC)
	I. Empréstimos externos
	J. DRME
	K. Recursos próprios e Patrimônio Líquido

Nota: (1) Inclui imobilizado e outros ativos

⁴⁶ Ver OGILSAVARA, 1990, p. 230.

⁴⁷ A consideração de ser uma maneira disfarçada de expandir o endividamento do Tesouro decorre da existência de um limite para a expansão de seu endividamento (seção 2.1.3). O uso da remuneração das disponibilidades quando o BCE emite títulos próprios gera um endividamento do Banco Central para a expansão dos gastos do Tesouro, sem que este último expanda sua dívida.

O Quadro 3 ajuda a visualizar a relação. O Quadro nada mais é que o Quadro 2 (seção 2.4.2) acrescido de títulos próprios do Banco Central em seu passivo. A variação da base monetária, ocasionada pela mudança no saldo da Conta Única, decorre das seguintes relações:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} \quad (16)$$

$$\text{Base Monetária} = E + F \quad (17)$$

$$\text{Passivo Não-Monetário} = G + H + I + J + K \quad (18)$$

A criação de base monetária decorre de duas possibilidades: i) da redução do passivo não-monetário do Banco Central mantendo-se o seu ativo constante; ii) da expansão das operações ativas mantendo-se o passivo não-monetário constante⁴⁸.

No caso do uso da remuneração das disponibilidades pelo Tesouro, o seu uso representa uma redução do passivo não-monetário do Banco Central. Para manter a base monetária no mesmo valor, o Banco Central deve reduzir o seu ativo vendendo títulos do Tesouro (item B) no mesmo montante ou, caso deseje manter o seu ativo constante, deve vender títulos próprios (item H) no mesmo montante para repôr o seu passivo não-monetário.

Após janeiro de 1991, criou-se novamente um título de emissão do Banco Central, o BBC. O uso da remuneração passou a implicar no endividamento do próprio Banco Central junto ao público, o qual financia a remuneração⁴⁹. O uso da remuneração para gastos correntes aumenta o endividamento do Banco Central e o uso para resgatar títulos do Tesouro junto ao público substitui o endividamento do Tesouro pelo endividamento do Banco Central.

Em uma situação de inflação elevada, a necessidade da remuneração das disponibilidades, ou fonte 188, desapareceria somente mediante uma nova estratégia

⁴⁸ Ver SIMONSEN e CYSNE, 1989, p.22-9. Estes autores definem a base monetária como a diferença entre o ativo do BCB e o seu passivo não-monetário. O exemplo da criação e destruição de base monetária pela variação dos depósitos da União no BCB está na p. 27.

⁴⁹ Enquanto o Banco Central não emitiu títulos - entre janeiro de 1988 e dezembro de 1990 - usou os títulos do Tesouro em sua carteira para operações de open market. O uso da remuneração implicaria a venda de títulos de sua carteira e diminuiria o seu resultado futuro pela menor receita da carteira reduzida.

pela qual o saldo da conta fosse zerado diariamente⁵⁰. Na ausência de tal estratégia, resta minimizar o uso da remuneração para financiar gastos correntes do Tesouro Nacional.

3.5. A TRANSFERÊNCIA DA DÍVIDA EXTERNA BANCÁRIA DO BANCO CENTRAL PARA O TESOIRO NACIONAL EM 1993/1994

No dia 9 de setembro de 1993, foi anunciada a primeira fase da última etapa do processo de separação de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. A última etapa consiste na transferência da dívida externa com os bancos estrangeiros para o Tesouro Nacional, de modo a eliminar a necessidade de uma carteira remunerada no ativo do Banco Central para lastrear o pagamento dos seus encargos financeiros externos.

Como visto anteriormente, a partir de 1988, o Tesouro tornou-se integralmente responsável pela dívida mobiliária interna federal, enquanto o Banco Central continuou responsável por uma parcela considerável do estoque da dívida externa do setor público.

O fato de o Banco Central financiar-se com os juros pagos pelo Tesouro significa que o pagamento dos juros externos é feito com o uso dos recursos do Tesouro Nacional, que vai diretamente ao mercado colocar seus títulos para captá-los e saldar os juros da sua DMIF na carteira do Banco Central.

Acontece que o valor do estoque de DMIF em poder do Banco Central e o rendimento elevado desses títulos faz com que o Banco Central obtenha altos lucros, mesmo pagando o serviço da dívida externa.

É certo que o lucro do Banco Central é revertido para o Tesouro Nacional, na forma do resgate da DMIF, na carteira do Banco Central, mas isto significa somente que parte das despesas com juros da carteira do Banco Central foi transformada em despesa com o resgate da DMIF. Isto, *coeteris paribus*, financiará o Tesouro somente no futuro quando possuir menores encargos sobre uma dívida reduzida pela transferência do resultado do Banco Central.

50 GAZETA MERCANTIL, 10 de setembro de 1993, p.17. Acontece que os gastos costumam concentrar-se no final do ano, enquanto a arrecadação distribui-se pelo ano, dificultando a zeragem constante da conta.

No acordo de 9 de julho de 1992 entre o Governo brasileiro e o comitê representante dos bancos estrangeiros, ficou acertado que a dívida externa bancária seria trocada por um *menu* de sete bônus com vencimento entre 15 e 30 anos e juros fixos ou de mercado de acordo com o deságio do valor de face e as garantias apresentadas (veja o *menu* de opções no Quadro 4), o que representará a reestruturação desta parcela da dívida e a sua transformação em *securities*⁵¹.

Neste mesmo acordo, também ficou acertado que o Tesouro Nacional será o responsável pelos bônus, assumindo os juros, garantias e o resgate dos bônus no seu vencimento (podendo fazer uso das garantias) com seus recursos fiscais⁵².

Deste acordo, surgiu a possibilidade de uma troca de passivos entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, em que o Tesouro assumirá as *securities* que comporão a dívida externa bancária, em troca do resgate equivalente de sua DMIF em poder do Banco Central no momento da assinatura do acordo com o conjunto dos bancos.

A troca de passivos, anunciada em setembro de 1993, como a "abertura da caixa preta do Banco Central", na verdade foi uma antecipação dos resultados da transferência da dívida externa, o que ocorreu somente após a assinatura definitiva do acordo com credores que representam mais que 95% do valor total da dívida reestruturada, no dia 15 de abril de 1994.

O ocorrido em setembro foi um leilão de títulos em que toda a carteira de títulos do Banco Central, que somava NCz\$ 55 bilhões, foi trocada por NCz\$ 26,9 bilhões de NTN-L e outros NCz\$ 13,8 bilhões de NTN-C e D. Nesse mesmo leilão, cerca de NCz\$ 6 bilhões foram resgatados dentro da transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro.

As NTN-L serão trocadas pelos bônus da dívida externa reestruturada, e a DMIF do Tesouro cairá de um total de NCz\$ 74,5 bilhões, para NCz\$ 41,6 bilhões

51 As características de prazo, carência, juros, desconto e garantias dos cinco principais bônus são apresentadas em SIMAS e GIAMBIAGI, 1992, p. 334, e expostas no quadro 4 adiante. As transformações no sistema financeiro internacional que permitiram a "securitização" de parte da dívida externa dos países em desenvolvimento no âmbito do Plano Brady estão em BAER, 1993, p. 32-53.

52 "Todos os instrumentos tem por devedora a União, que passará a ser a responsável única perante os credores externos". BOCINA, 1992.

(sendo que NCz\$ 6,9 bilhões são LTN-E, que possuem somente correção monetária). A DMIF total remunerada do Tesouro (descontada as LTN-E) cairá desta maneira 48,7%, de NCz\$ 67,6 bilhões para NCz\$ 34,7 bilhões.

Apresentando os valores em dólar, fica mais claro. A carteira de títulos remunerada do Banco Central (sem as LTN-E) somava US\$ 76,6 bilhões, em setembro de 1993. Destes, US\$ 42,8 bilhões foram trocados por NTN-L, que rendem a correção cambial mais juros de 5% ao ano, aproximadamente o que custou a dívida externa bancária ao Banco Central até a assinatura definitiva do acordo, antecipando, assim, os efeitos para o Tesouro da transferência da dívida externa. No leilão também foram trocados US\$ 22 bilhões por NTN-C e D e resgatados US\$ 9,5 bilhões⁵³.

O ganho do Banco Central resultante da diferença de rendimento entre sua carteira de títulos e sua dívida externa desapareceu na sua maior parte, pois 2/3 de seus títulos após o leilão passaram a render o mesmo que seu passivo externo. As NTN-L também não foram contabilizadas na carteira própria do Banco Central, mas numa conta separada em seu balanço, até a troca de passivos com o Tesouro Nacional⁵⁴.

A economia de juros para o Tesouro Nacional apareceu nos últimos meses de 1993 e se seguirá daí por diante, pois 40% de seu passivo remunerado (excluída as LTN-E) terá o custo dos bônus emitidos em troca da dívida externa bancária, que se compõe de Libor para empréstimos em dólar (mais um *spread* de 0,8125) ou uma taxa de juros fixa entre 4 e 8% ao ano, dependendo das características do bônus⁵⁵.

O quadro 3 apresenta os cinco principais bônus externos que serão oferecidos aos credores, com os respectivos custos e garantias.

53 GAZETA MERCANTIL, 10 de setembro de 1993, p.17-8. Os números do leilão foram apresentados em dólar pela GM e transformados aqui em NCz\$ de janeiro de 1989. As NTN-C e D possuem correção cambial e pelo IGP e pagam juros fixos. O valor total do ativo de títulos remunerados do BCB foi apresentado como US\$ 74,2 bilhões, 1,14 menor que o ativo apresentado no Boletim Mensal do BCB, deflacionado pela taxa média de setembro. Como os valores foram apresentados como números redondos, não foi feito o ajuste de 3% na transformação dos valores para NCz\$.

54 GAZETA MERCANTIL, 10 de setembro de 1993, p.17.

55 O custo varia conforme o bônus emitido em troca da dívida externa bancária. Ver quadro 4.

QUADRO 4
Menu de Opções de Bônus da Dívida Externa

Título	Prazo (anos)	Carência (anos)	Taxa de Juros (%)	Deságio (%)	Garantia
TIRB	20	10	4,00 (anos 1 e 2) 4,50 (anos 3 e 4) 5,00 (anos 5 e 6) Capitalização da diferença de juros até o sexto ano 8,00 (depois ano 6)	0	Sem
FLIRB	15	9	4,00 (anos 1 e 2) 4,50 (anos 3 e 4) 5,00 (anos 5 e 6) Libor + 0,8125	0	12 meses de juros
Par Bond	30	30	4,00 (ano 1) 4,25 (ano 2) 5,00 (ano 3) 5,25 (ano 4) 5,50 (ano 5) 5,75 (ano 6) 6,00 (depois ano 6)	0	Principal +12 meses de juros
Discount Bond	30	30	Libor + 0,8125	35	Principal +12 meses de juros
Debt Conversion Bond	18	10	Libor + 0,8750	0	Sem
Dinheiro Novo	15	7	Libor + 0,8125	-	Sem
Financ. das Garantias	15	7	Libor + 0,8125	-	Sem

Extraído de SIMAS e GIAMBIAGI, 1992, p. 334.

- Nota: 1) Os dois primeiros títulos - Temporary Interest Reduction Bond (TIRB) e Floating Rate Interest Reduction Bond (FLIRB) - implicam o pagamento de juros reduzidos nos seis primeiros anos, com capitalização da diferença até 8% nesse período no caso do TIRB e sem capitalização e juros de mercado a partir do sétimo ano no caso do FLIRB.
- 2) O Par Bond e o Discount Bond são garantidos por bônus do Tesouro dos EUA com rendimento fixo de 7,5% a.a., o que gera um valor atual correspondente a 11,4221% do valor corrente capitalizado no final de 30 anos. A garantia de juros cobre os juros de 12 meses, com a taxa Libor de 1993.
- 3) A troca da dívida antiga pelo Debt Conversion Bond se dá ao par, envolvendo 1 dólar de dinheiro novo para cada 5,5 dólares convertidos.
- 4) A concessão dos empréstimos de dinheiro novo associados ao Debt Conversion Bond se dá em três parcelas iguais anuais.
- 5) O pagamento das amortizações das diversas modalidades de endividamento, no período posterior à carência, se dá em parcelas iguais.

O quadro 3 excluiu a "opção de reestruturação" pelo fato de ser muito similar ao TIRB e o dinheiro novo estar contemplado como um subproduto da opção por um dos instrumentos, o *Debt Conversion Bond*⁵⁶

O acordo assinado em 15 de abril envolveu a reestruturação de US\$ 49 bilhões de dívida externa. Deste total, US\$ 32,48 bilhões referem-se à dívida com bancos estrangeiros, cerca de US\$ 7 bilhões à dívida com bancos brasileiros no exterior e US\$ 3,8 bilhões ao dinheiro novo recebido no acordo de 1988, sendo toda a dívida contabilizada no passivo do Banco Central⁵⁷. Foram renegociados no acordo, outros US\$ 5,7 bilhões de juros atrasados entre 1991 e 1994⁵⁸.

O valor da dívida externa com os bancos estrangeiros securitizada dividiu-se da seguinte forma entre os bônus do Quadro 3: TIRB - US\$ 7,06 bilhões (21,7 %); FLIRB - US\$ 1,74 bilhão (5,4 %); *Par Bond* - US\$ 10,5 bilhões (32,3 %); *Discount Bond* - US\$ 11,24 bilhões (34,6 %), que tornaram-se US\$ 7,3 bilhões, com a incidência do desconto de 35 %; *Debt Conversion Bond* - US\$ 1,94 bilhão (6,0 %), que significou a entrada de US\$ 353 milhões em dinheiro novo (1 dólar para cada 5,5 convertidos, ver notas 3 e 4 do Quadro 4)⁵⁹.

A dívida externa com os bancos brasileiros foi convertida ao par em bônus com juros de Libor mais 0,875 % (de *spread*) ao ano, prazo de 18 anos e 10 de carência, sem garantias de principal e juros. A dívida referente aos juros atrasados foi convertida ao par em bônus com juros de Libor mais 0,8125 % ao ano, prazo de 12 anos e 3 de carência, sem garantias. A dívida referente ao dinheiro novo do acordo de 1988 foi convertida, também ao par, em bônus com juros de Libor mais 0,875 % ao ano, prazo de 15 anos e 7 de carência, sem garantias⁶⁰.

56 Ver SIMAS e GIAMBIAGI, 1992, p. 333.

57 GAZETA MERCANTIL, 16 de abril de 1994, p. 17.

58 Entre janeiro de 1991 e junho de 1992, foram pagos somente 10 % dos juros da dívida externa bancária, percentual aumentado para 50 % em junho de 1992 e mantido até a data do acordo. Neste caso, parte da dívida é dos contratantes originais, que não foram obrigados a fechar o câmbio do compromisso externo não pago pelo BCB. Após a securitização, o devedor passou a ser o TN, que se tornou credor dos contratantes originais nas mesmas condições do acordo.

59 GAZETA MERCANTIL, 16 de abril de 1994, p. 17.

60 GAZETA MERCANTIL, 16 de abril de 1994, p. 17.

A garantia de principal do *Par Bond* e *Discount Bond* consiste em um título do tesouro norte-americano, denominado *Zero Coupon Bond*, que rende juros fixos capitalizados e pagos ao final de 30 anos. Por pagar todo seu rendimento no prazo de vencimento, o ZCB é comprado pelo valor atual do seu valor monetário daqui a 30 anos, o que corresponde ao valor do título daqui a 30 anos descontado a uma taxa de juros fixa⁶¹.

Para oferecer como garantia dos US\$ 17,8 bilhões convertidos em *Par Bond* e *Discount Bond*, o Banco Central comprou títulos do tesouro americano no valor de US\$ 2,74 bilhões. A garantia dos juros (US\$ 1,14 bilhão, apresentada ao longo de 4 anos, sendo US\$ 373 milhões de imediato) é feita com parte das reservas, que continuarão sendo contabilizadas como tal, não onerando o orçamento fiscal.

Após o acordo, o Banco Central deu baixa no seu passivo com os bancos estrangeiros, comprando US\$ 27,5 bilhões em bônus, emitidos pelo Tesouro Nacional, para substituir a dívida antiga. O Tesouro, com os recursos, resgatou US\$ 24,6 bilhões em NTN-L que haviam sido emitidos no leilão especial de 9 de setembro de 1993. A diferença, de US\$ 2,9 bilhões, deve-se ao acerto de contas do Tesouro com o Banco Central pela compra das garantias de principal por este último⁶². Desta maneira, sobraram US\$ 18,2 bilhões de NTN-L no ativo do Banco Central, contabilizados em conta separada, que poderão ser resgatados pelo Tesouro Nacional quando emitir os bônus do restante da dívida securitizada (bancos brasileiros, juros atrasados, dinheiro novo do acordo de 1988).

Da parte do Banco Central, o seu balanço foi reduzido a pouco mais da metade, caindo de US\$ 120,9 bilhões para US\$ 68,9 bilhões⁶³. O passivo externo, algo em torno de US\$ 59,3 bilhões em setembro de 1993, caiu substancialmente com a transferência da dívida externa convertida em bônus. O Banco Central passou a credor

61 SIMAS e GIAMBIAGI, 1992, p. 333.

62 Os valores foram extraídos da GAZETA MERCANTIL, 16 de abril de 1994, p. 16. A GM não explica por que o valor dos bônus emitidos pelo TN difere dos US\$ 28,85 bilhões efetivamente securitizados.

63 Os números foram extraídos da GAZETA MERCANTIL, 10 de setembro de 1993, p.18, podendo não ser o valor final do balanço do BCB.

externo líquido, pois possui reservas internacionais maiores que o seu endividamento externo⁶⁴.

O ativo de títulos remunerados do Banco Central caiu do que era em setembro de 1993, US\$ 76,6 bilhões, para algo em torno de US\$ 52 bilhões, após o acordo, sendo US\$ 18,2 bilhões de NTN-L. Como o Banco Central resgatou as NTN-L pelo valor dos bônus emitidos para a reestruturação, o seu balanço absorveu o deságio de US\$ 4 bilhões, devido ao desconto de 35 % do *Discount Bond*. Os títulos do Banco Central em poder do público (BBC/NBC) somavam, em setembro de 1993, US\$ 13,6 bilhões. Como o Banco Central manterá uma carteira de títulos do Tesouro superior ao seu endividamento mobiliário, a sua carteira servirá de lastro.

O resultado financeiro do Banco Central deve reduzir-se após a troca de passivos, pois reduziu-se bastante o tamanho de sua carteira de títulos e de seu passivo externo, reduzindo seu ganho com o diferencial de juros. Como seu ativo externo (reservas internacionais) passou a ser superior ao seu passivo externo, o ganho com a valorização da moeda doméstica desapareceu, passando a política cambial a ter menor influência no resultado do Banco Central.

O resultado do Banco Central deve apresentar o efeito do deságio da dívida externa obtido no acordo, que será transferido ao Tesouro. A partir daí, o menor resultado do Banco Central implicará uma amortização mais lenta da DMIF em seu ativo. A diminuição do resultado será reflexo do ganho financeiro do Tesouro Nacional, que pagará diretamente os juros externos e poderá manter maiores gastos não-financeiros com um superávit primário menor. O Tesouro Nacional fica também menos suscetível à política monetária do Banco Central do Brasil, pois parcela considerável de seu passivo fica sujeita às taxas de juros internacionais.

A economia de juros que o Tesouro Nacional apresentará, em 1994, com a diferença entre as taxas de juros interna e externa é estimada em US\$ 5,8 bilhões⁶⁵.

64 O endividamento externo que continuou no passivo do BCB refere-se aos compromissos devidos ao Clube de Paris (US\$12 bilhões), aos depósitos dos convênios de crédito recíproco (CCR) com os países latino-americanos, os créditos mantidos pela família Sart (US\$ 1,4 bilhão) e parte dos créditos do Banco do Brasil (US\$ 1,6 bilhão), mantidos fora do acordo para evitar contestações judiciais da família Sart. Ver GAZETA MERCANTIL, 16 de abril, p. 18.

65 GAZETA MERCANTIL, 18 de setembro de 1993, p. 17.

3.5. CONCLUSÕES

Este capítulo final traz as seguintes conclusões sobre a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central após o Plano Collor I:

- i) as dificuldades fiscais do Tesouro Nacional não foram de todo sanadas pela ocorrência de nova queda na receita fiscal em 1991 e 1992;
- ii) a execução financeira do Tesouro Nacional foi capaz de manter-se equilibrada, mesmo havendo a apresentação de um Orçamento Geral da União com despesas superiores à capacidade real de arrecadação. As razões são a desvalorização das despesas orçadas em termos nominais e o caixa único, que não permite a efetivação de despesas sem a arrecadação da receita;
- iii) o endividamento mobiliário do Tesouro Nacional cai do seu valor total remanescente do Plano Collor - NCz\$ 90 bilhões - para valor mínimo em outubro de 1991 - NCz\$ 66 bilhões -, expandindo-se até o final de 1992 pelos maiores juros e mantendo-se constante no patamar de NCz\$ 75 bilhões ao longo de 1993. A redução da dívida mobiliária entre 1990 e 1991 deveu-se à transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro na forma do resgate de seus títulos;
- iv) o resultado do Banco Central é determinado pela diferença entre a remuneração do ativo/passivo e pela receita com a emissão de moeda, mas também foi influenciado pela política cambial, que permitiu a valorização do cruzeiro - a maior parte do ativo é remunerada em cruzeiros com correção monetária - sobre o dólar norte-americano - que compõe grande parte do passivo. Esta valorização foi maior em 1989, mas foi somente de 1990 em diante que o resultado foi transferido ao Tesouro Nacional. Somente o resgate da DMIF no ativo do Banco Central faz com que a transferência do resultado não interfira na política monetária;
- v) no final do capítulo, vimos que a substituição de aproximadamente 40% de endividamento mobiliário do Tesouro Nacional (de curto prazo e custo financeiro excessivo) pelos bônus emitidos para a reestruturação e securitização da dívida externa bancária melhora a situação financeira do Tesouro Nacional, tanto pelo lado do prazo de seu passivo, como pelo menor custo dos juros. Torna também o Tesouro menos suscetível à política monetária do Banco Central brasileiro;

vi) do lado do Banco Central, a transferência de parte de seu passivo externo para o Tesouro, em troca da eliminação de parte de seu ativo de títulos do Tesouro, transforma o Banco Central em credor externo líquido - reservas maiores que seu endividamento externo - e ainda deixa um estoque de títulos do Tesouro em seu ativo superior aos seus títulos (NBC/BBC) em poder do público, permitindo que faça a substituição de seu passivo interno de títulos pelos títulos do Tesouro Nacional, caso julgue conveniente;

vii) após a transferência da dívida externa para o Tesouro, o resultado do Banco Central diminuirá sensivelmente, tanto pela perda do diferencial de rentabilidade entre seu ativo e custo do passivo, como pela valorização do cruzeiro frente ao dólar, pois passa a apresentar um ativo em dólar superior ao passivo.

CONCLUSÕES FINAIS

O esforço de recuperação da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central - tanto nos termos institucionais de sua operacionalidade, como nos fluxos financeiros - permite chegar a algumas conclusões sobre os motivos e conseqüências das mudanças institucionais implementadas, e separar o período analisado em cinco fases.

A primeira fase vai até 1985, e dela pode-se dizer que o fim do Orçamento Monetário, tal como existia nos anos setenta, deveu-se a duas ordens de fatores, internos e externos. Do lado interno, a dificuldade de financiar os juros da dívida mobiliária e outras despesas fiscais pela expansão do endividamento interno, surgida no final dos anos setenta e início dos oitenta, levou ao valor altamente negativo da conta do Tesouro no Banco Central. O valor negativo da conta fez com que as dificuldades de financiamento do Tesouro Nacional se traduzissem no uso dos recursos do Banco Central para financiá-lo.

Do lado externo, quando o endividamento externo líquido do Banco Central cresceu rapidamente, no início dos anos oitenta, ocorreu o seu desequilíbrio patrimonial, e foi preciso que ocorresse a expansão dos títulos do Tesouro no ativo do Banco Central, de maneira a equilibrar o crescimento de seu passivo externo, cada vez maior pela política cambial, fazendo surgir a situação de o Banco Central emitir títulos para si mesmo.

A necessidade de usar o Banco Central para conceder empréstimos ao setor público (ajuda financeira às estatais principalmente) e ao setor privado (crédito à exportação e atividades substituidoras de importações) e a dificuldade de financiamento no mercado internacional criaram um déficit de caixa no Banco Central - discriminado na sua NFBC - que necessitou ser financiado pela colocação de títulos e emissão de moeda.

Quando surgiu esse conjunto de dificuldades, o Tesouro começou a conter seus gastos para fazer transferências para o Banco Central, de modo a reduzir a NFBC, assim como o desequilíbrio patrimonial do Banco Central e o valor negativo de sua conta no Banco Central pela remuneração de seus títulos, emitidos e resgatados pelo Banco Central. Este conjunto de dificuldades encerraram a primeira fase em 1985 e deram início à unificação orçamentária em 1986.

Na segunda fase, de 1986 a 1987, o saldo da conta do Tesouro do Banco Central foi recomposto e o orçamento fiscal passou a conter a dotação para o pagamento integral dos juros da dívida mobiliária interna federal, inclusive a carteira do Banco Central. Parte do déficit do Banco Central foi assim transferida para o Tesouro Nacional, que passou a apresentar sistematicamente seu orçamento desequilibrado, enquanto o Banco Central continuou a apresentar sua NFBC, por causa de seus empréstimos ao setor público e privado. A emissão e resgate dos títulos públicos continuaram sendo atribuições do Banco Central, de acordo com sua necessidade de financiamento.

Em 1988, começou a terceira fase, quando os principais itens que compunham a necessidade de financiamento do Banco Central foram transferidos ao Tesouro Nacional, que acertou suas contas com o Banco Central e passou a executar o Orçamento das Operações Oficiais de Crédito, responsável pelos créditos ao setor privado (agricultura principalmente) e ao setor público (ajuda financeira às estatais), fazendo que o Tesouro possua certas funções de um banco.

As novas funções do Tesouro Nacional aumentaram o seu déficit, enquanto o Banco Central passou de deficitário a lucrativo, apresentando um vultoso resultado financeiro. O déficit do Tesouro Nacional passou a ser financiado por títulos emitidos por ele mesmo, tornando a dívida mobiliária interna federal, de responsabilidade exclusiva do Tesouro.

Nesta fase, o Banco Central transforma-se de vendedor de títulos em comprador, no mercado secundário, dos títulos colocados pelo Tesouro no mercado primário. A captação de recursos fiscais - seja de impostos seja da colocação de títulos - passou a ser feita pelo Tesouro Nacional, enquanto o Banco Central ficou responsável pelo controle da liquidez através de suas compras de títulos no mercado secundário.

O problema é que todo o processo de reordenamento institucional, transferindo a responsabilidade da dívida mobiliária federal para o Tesouro Nacional, não modificou a dificuldade de financiamento dos títulos junto ao público.

Desde o início da década de oitenta, a colocação de títulos públicos era financiada por depósitos *overnight* do público, sob intermediação dos bancos e outras instituições financeiras.

Essa característica do financiamento da dívida mobiliária instituiu a operação de "zeragem automática" do mercado pelo Banco Central, de modo a reduzir o risco dos bancos de carregamento de uma vultosa carteira de títulos com financiamento captado por um dia. A transferência da emissão e resgate dos títulos para o Tesouro não modificou essa situação. A proporção que os títulos financiados no *overnight* representavam em relação à base monetária e as reservas bancárias, após a sua transferência para o Tesouro, obrigou a manutenção da zeragem do mercado pelo Banco Central, que comprava o excesso de títulos no mercado secundário.

Os títulos eram colocados pelo Tesouro no mercado primário, mas a falta de mercado para as colocações do Tesouro eram financiadas pelo Banco Central no mercado secundário, através da zeragem do mercado ao final do dia, de modo a não penalizar as reservas do sistema financeiro. O auge desse financiamento ocorreu no segundo semestre de 1989, quando saques generalizados do *overnight* para a compra de bens reais levaram à venda de títulos ao Banco Central e ao crescimento de sua carteira de títulos do Tesouro Nacional.

O Plano Collor estancou o processo de déficit crescente e crescimento da dívida mobiliária do Tesouro, acompanhado de saques do *overnight*, transformando parte significativa do passivo do Tesouro Nacional em Valores (bloqueados) à Ordem do Banco Central, passivo do Banco Central a ser resgatado, dezoito meses depois, em doze parcelas.

O congelamento da maior parte dos ativos financeiros corrigiu a disparidade entre os títulos financiados no *over* e as reservas bancárias. Em maio de 1990, o Banco Central suspendeu, de maneira formal, a zeragem automática do mercado, mas o prazo curto de vencimento dos títulos não proporcionou os resultados desejados.

As medidas fiscais do Plano Collor também elevaram a receita fiscal do Tesouro Nacional, que havia caído continuamente após o Plano Cruzado, enquanto suas despesas cresciam com a transferência de despesas antes financiadas pelo Banco Central. O componente financeiro das despesas do Tesouro também foi grandemente reduzido, e o Tesouro apresentou superávit de caixa no restante de 1990 e reduziu o seu endividamento junto ao público.

Antes de seguir com a análise da situação do Tesouro nos anos noventa, voltaremos a 1988, para lembrar a situação criada com o acerto de contas entre o Tesouro e o Banco Central, que fez surgir um vultoso resultado financeiro no Banco Central. Este resultado passou a ser revertido ao Tesouro Nacional em 1990.

Todo o lucro financeiro do Banco Central com sua carteira de títulos e suas operações normais, como emissor de moeda e principal operador no mercado de câmbio, passou a ser transferido para o Tesouro Nacional, que é obrigado a resgatar seus títulos na carteira do Banco Central.

A transferência do resultado do Banco Central ao Tesouro Nacional reduziu o seu endividamento total até o segundo semestre de 1991. Entretanto, nesse mesmo período, o Tesouro já enfrentava enormes perdas de receitas e não foi capaz de ajustar-se à política monetária praticada entre o final de 1991 e o início de 1992, voltada para a acumulação de reservas internacionais.

O endividamento mobiliário do Tesouro Nacional voltou a crescer e o Tesouro enfrentou nova queda de receita fiscal em 1992, piorando novamente a sua situação financeira.

A quarta fase começou quando o Banco Central voltou a emitir títulos, em janeiro de 1991, deixando de fazer política monetária com os títulos do Tesouro e voltando a fazê-lo com títulos próprios. A maior parte do crescimento da dívida mobiliária interna federal - DMIF - do segundo semestre de 1991 em diante, não foi resultado da colocação de títulos pelo Tesouro, pois este encontrava-se com sua execução financeira mais ou menos equilibrada.

O pequeno déficit da execução orçamentária do Tesouro Nacional, em 1991 e 1992, precisa ser qualificado. Ele decorreu, fundamentalmente, da não execução da totalidade das despesas previstas no Orçamento Geral da União, contingenciando, principalmente, os gastos de investimento e de custeio.

O volume de colocações de títulos junto ao público em 1991 e 1992 foi feito pelo Banco Central que passou a acumular reservas internacionais pela entrada de capital financeiro atraídos por sua política monetária. O Banco Central financiou a acumulação de reservas através da colocação de títulos próprios, o que expandiu o endividamento do Banco Central, enquanto o endividamento do Tesouro Nacional

manteve-se relativamente constante, em 1992, e até se reduz, com a transferência do resultado.

As dificuldades de financiamento dos gastos do Tesouro Nacional que surgiram em 1991 fizeram com que este recorresse, eventualmente, ao uso da remuneração de suas disponibilidades no Banco Central. Embora não saibamos precisar o montante e a frequência do uso, vimos que este uso provoca a expansão da base monetária ou do endividamento mobiliário do Banco Central junto ao público.

A quinta e conclusiva fase é quando se decide transferir para o Tesouro Nacional a dívida externa bancária, que se encontra no passivo do Banco Central. A transferência da dívida externa elimina a necessidade do lastro em títulos do Tesouro no ativo do Banco Central e permite incorporar ao orçamento fiscal a diferença entre os juros internos e externos para a efetivação de qualquer gaste não financeiro, ao contrário da terceira e quarta fase, quando a diferença dos juros aparecia no resultado do Banco Central e era revertida ao Tesouro Nacional na forma do resgate de dívida.

A transferência da dívida externa bancária, securitizada, para o Tesouro Nacional melhorou as condições financeiras do Tesouro, por causa das melhores condições de prazo e amortização. O resultado do Banco Central, por sua vez, diminui e reduz a amortização da dívida mobiliária em seu ativo.

A melhora das condições financeiras do Tesouro Nacional não prescinde do aumento de sua receita fiscal, que se encontra baixa, pois, como vimos, o equilíbrio de sua execução orçamentária tem sido resultado do baixo volume de gastos e do não cumprimento das despesas previstas no orçamento fiscal.

BIBLIOGRAFIA

- APPY, Bernard. Política financeira no Governo Collor. São Paulo, 1992. 57p. mimeo. Versão preliminar.
- ARIDA, Pérsio e RESENDE, André Lara. Recessão e taxa de juros: o Brasil nos primórdios da década de 1980. Revista de Economia Política, v. 5, n. 1, 1985, p. 5-20.
- BACHA, Edmar Lisboa. Prólogo para a terceira carta. In: FORUM GAZETA MERCANTIL. FMI versus Brasil: a armadilha da recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983, p. 113-27.
- BAER, Mônica. O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80. Tese de doutorado, Campinas, IE/UNICAMP, 1993. 200p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Anual. Brasília, DEPEC/BACEN, 1986, p. 57-67, 1987, p. 73-86 e 1988, p. 65-78.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. Mito e realidade na dívida externa. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983, p. 139-46.
- , Superávit primário, encargos financeiros e dívida do setor público brasileiro: 1983/1988. São Paulo, ILDES, 1990. 49p.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e GOMES DE ALMEIDA, Júlio César. Crise e reforma monetária no Brasil. São Paulo em Perspectiva. São Paulo, SEADE, v. 4, n. 1, jan/mar 1990, p. 63-75.
- BIASOTO JR., Geraldo. Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta. Tese de mestrado. Campinas, IE/UNICAMP, 1988. 299p.
- , A nova institucionalidade e o orçamento da União. In: A política fiscal e o reordenamento do setor público na Nova República. Campinas: convênio FECAMP/FUNDAP. 1990, 119 p.
- , Política monetária, dívida pública e encargos financeiros. Campinas, 1992, mimeo. 25 p.
- BONTEMPO, Hélio César. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, IPEA, v. 18, n. 1. abr. 1988, p. 101-30.
- BRAGA, José Carlos de Souza. Os orçamentos estatais e a política econômica. In: BELLUZZO, L.G. de M. e COUTINHO, R. (org.). Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise, v. 1. São Paulo, Brasiliense, 1982, p. 194-213.
- CALABI, Andrea Sandro e PARENTE, Pedro Pullen. Finanças públicas, aspectos institucionais, evolução recente e perspectivas. Brasília, 1990, mimeo.

- CARVALHO, Carlos Eduardo. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado: uma crítica às posições de Pastore. Anais do XIX Encontro Nacional de Economia. Curitiba, ANPEC, 1991. p. 261-75.
- . Liquidez e choques antiinflacionários. In: BELLUZZO, L.G. de M. e BATISTA JR., P.N. A luta pela sobrevivência da moeda nacional. São Paulo, Paz e Terra, 1992. p. 126-203.
- CAVALCANTI, Carlos Brandão. Transferência de recursos ao exterior e substituição da dívida externa por dívida interna. Tese de Mestrado. Rio de Janeiro, BNDES, 1988. 89p.
- DANTAS DE ARAÚJO, Cláudio. Decreto Lei n. 2376 - nota ao senhor Secretário. Brasília, Secretaria de Orçamento e Finanças, 1989. 47p.
- FERREIRA, Edésio Fernandes. A política monetária no Brasil: o Banco Central do Brasil como banco de fomento e a atual controvérsia sobre o modelo institucional. San Juan, XVI Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, 1979. 98p.
- FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO - FUNDAP. Instituto de Economia do Setor Público - IESP. São Paulo. Sistema bancário público e privado: mudança na estrutura de recursos e tendências de custo e lucro (1985/87). São Paulo, 1988a. (Texto para Discussão, 13).
- FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO - FUNDAP. São Paulo. Evolução e impasses do crédito. São Paulo, 1988b (Relatório de Pesquisa, 4).
- GAZETA MERCANTIL. BC troca títulos com o Tesouro. 10 de setembro de 1993, p. 1, 17-19.
- GUARDIA, Eduardo Refinetti. Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente - 1985/1991. Dissertação de Mestrado. Campinas, IE/UNICAMP, 1992. 204p.
- KILSTAJN, Samuel. Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros no Brasil - anos setenta. Tese de doutoramento. Campinas, IE/UNICAMP, 1984. 266p.
- LONGO, Carlos Alberto. O processo orçamentário no Brasil. Revista de Economia Política. São Paulo, Brasiliense, v. 11, n. 2, abr-jun. 1991, p. 78-91.
- LUNDBERG, Eduardo Luís. O orçamento monetário e a socialização da crise cambial. Revista de Economia Política. São Paulo, Brasiliense, v. 5, n. 1, jan-mar 1985, p. 148-53.
- LUNDBERG, Eduardo Luís e PARKINSON DE CASTRO, Antônio Luís. Desequilíbrio financeiro do setor público e seu impacto sobre o orçamento monetário. In: LOZARDO, Ernesto (org.). Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural. São Paulo, Paz e Terra, 1987, p. 69-98.
- MADI, Maria Alejandra Caporale. Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana. Tese de doutorado. Campinas, IE/UNICAMP, 1993. 219p.

- MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos. A moeda indexada: uma experiência brasileira. Economia e Sociedade. Campinas, IE/UNICAMP, 1992. v. 1, n. 1, ago. p. 3-24.
- MUNHOZ, Dércio Garcia. Os déficits do setor público brasileiro: uma avaliação. Texto para discussão no. 123. Brasília, Departamento de Economia/UnB, 1984. p. 84-92.
- OGASAVARA, Roberto Shoji. A conta do Tesouro no Banco Central. Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, FGV, v. 45, n. 2, abr-jun 1991. p. 287-303.
- OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. A política fiscal e o processo de reordenamento institucional do setor público na Nova República-1ª parte. In: TEIXEIRA, Natermes (coord.) Projeto: A política fiscal e o reordenamento institucional do setor público na Nova República. Campinas, Convênio FECAMP/FUNDAP, 1990. 186p.
- OLIVEIRA, Gesner. Resistance to implementing IMF stabilization plans: evidence from a cross-country study. Anais do XIX Encontro Nacional de Economia. Curitiba, ANPEC, 1991. p. 159-90.
- OLIVEIRA, João do Carmo. Reordenamento financeiro do governo federal: implicações da Lei Complementar n. 12. Brasília, UNB, 1988, mimeo.
- PARENTE, Pedro. Déficit Público. In: FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO - FUNDAP. São Paulo. Déficit Público. São Paulo, 1988 (Texto para Discussão. 15), p. 12-25.
- PASTORE, Affonso Celso. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, Clóvis de (org.). Plano Collor: avaliações e perspectivas. Rio de Janeiro, LTC-Livros Técnicos e Científicos, 1990, p. 157-74.
- RÊGO, Elba Cristina Lima. A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada - 1985/90. Campinas, tese de mestrado, 1991, 148p.
- RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO - 3. Relações institucionais entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil. Brasília, Conselho Monetário Nacional, 1984. 1XX p. (Voto CMN 283/84).
- ROCHA, Bolívar Moura. O novo perfil da dívida externa. Folha de São Paulo, 30/12/92, p. B-2.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo. Inflation in Brazil. Washington, BID, 1991. 54p. mimeo.
- SECRETARIA DO PLANEJAMENTO DA PRESIDÊNCIA DE REPÚBLICA - SEPLAN/PR. O Livro Branco do Déficit Público. In: Revista de Economia Política. São Paulo, Brasiliense, v. 6, n. 4, out/dez 1986, p. 133-45.

- SIMAS, Carlos Gustavo P. e GIAMBIAGI, Fábio. Renegociação da dívida externa e "cashflow" dos serviços financeiros no Brasil: projeções para o período 1993-2022. Anais do XX Encontro Nacional de Economia. Campos do Jordão, ANPEC, 1992. p. 331-50.
- SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. Macroeconomia. Rio de Janeiro, Ao Livro Técnico, 1989. Cap. 1.
- TANZY, Vito. Inflation logs in collection, and the real value of tax revenue. Staff Papers. Washington, IMF, v. 29, n. 1, p. 159-67, mar. 1977.
- TEIXEIRA, Eduardo e BIASOTO JR., Gerlado. Setor público nos anos oitenta: desequilíbrio e ruptura do padrão de financiamento. Campinas, CECOM, 1988. 116p.
- ZINI JR., Álvaro Antônio. Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil. São Paulo, Editora da Universidade de São Paulo e BM & F. 1992a.
- , Reforma Monetária, intervenção estatal e Plano Collor. Anais do XX Encontro Nacional de Economia. Campos do Jordão, ANPEC, 1992b, p. 139-69.