



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL NA ABERTURA FINANCEIRA DOS ANOS 90

Ana Paula Macedo de Avellar

Dissertação de Mestrado apresentada
ao Instituto de Economia da UNICAMP
para obtenção do título de Mestre em
Ciências Econômicas, sob a orientação
do Prof. Dr. José Carlos de Souza
Braga.

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por Ana Paula
Macedo de Avellar em 19/12/2001 e
orientada pelo Prof. Dr. José Carlos de
Souza Braga.*

CPG, 19/12/2001

Campinas, 2001

UNIDADE S.D.C.
Nº CHAMADA T/UNICAMP
AV33d
V EX
TOMBO BC/ 49574
PROC 16-837/02
C D Y
PREÇO R\$ 11,00
DATA 13/06/02
Nº CPD

ii

CM00169101-3

BIB ID 243570

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

~~Av32d~~
Av33d
Avellar, Ana Paula Macedo de
Dívida mobiliária federal na abertura financeira dos anos 90 /
Ana Paula Macedo de Avellar. – Campinas, SP : [s.n.], 2001.

Orientador: José Carlos de Souza Braga.
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campi-
nas. Instituto de Economia.

1. Dívida pública - Brasil. 2. Títulos públicos – Brasil. I. Bra-
ga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

*Aos meus pais Rosa Maria e
Francisco Jorge*

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE

2022 6424

“Numa sociedade em que a mercadoria concreta é rara ou minoritária, o domínio aparente do dinheiro apresenta como o de um emissário munido de plenos poderes que fala em nome de uma potência desconhecida”

(Guy Debord, “A sociedade do espetáculo”)

*Agradeço ao Alberto, meu marido,
em especial, pelo apoio e imenso carinho*

*Aos meus pais Francisco e Rosa,
à minha irmã Márcia e ao meu cunhado Juliano pelo
contínuo incentivo*

*Ao CNPq pelo apoio financeiro
para a realização do mestrado.
Aos professores do IE da Unicamp, especialmente ao
Prof. Dr. José Carlos Souza Braga pela sua
competência e confiança no trabalho, ao Prof. Dr.
Luciano Coutinho pelas sugestões dadas desde o
início das reflexões*

*Aos colegas da Unicamp, Corival,
Élder, Davi, Claudio e Cris, Alex, Renato, Sideni,
Altamiro e Leonardo pelo convívio e pelo caloroso
debate acadêmico.*

*Às amigas Eurídice e Lisandra
pela convivência cheia de respeito e carinho*

*Aos funcionários Cida e Alberto
pela amizade e pelo auxílio imprescindível.*

*Ao Centro Universitário Moura
Lacerda pelo apoio institucional ao desenvolvimento
do trabalho. Aos colegas professores, Andréia Tonani,
Cármem C.M. Minardi, Claudio Bidurin, Francisco
Cetrullo Neto, Marcio R. Andrade, Paulo Dantas da
Silva Jr. (in memoriam) e Sebastião Macedo pela
amizade e estímulo à reflexão.*

SUMÁRIO

DEDICATÓRIA	iii
AGRADECIMENTOS	v
RESUMO	xi
INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO I – OS PAPÉIS DOS TÍTULOS PÚBLICOS NUM CONTEXTO DE ABERTURA FINANCEIRA	17
I.I – A oferta de títulos diante das transformações no ambiente internacional e como alternativa de financiamento interno	18
I.II - O lançamento de títulos como instrumento de política monetária	32
CAPÍTULO II - DE 1990 A 1994: O BRASIL FRENTE A UM AMBIENTE DE INFLAÇÃO E DE TRANSFORMAÇÕES NO CONTEXTO INTERNACIONAL	43
II.I - Antecedentes históricos do lançamento de títulos como forma de financiamento e os impactos sobre a dívida mobiliária federal	43
II.II – Transformações no contexto internacional e a natureza dos Planos Collor I e II	48

CAPÍTULO III – DE 1994 A 1999: A EXPLOÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL E A ESTABILIDADE DE PREÇOS PÓS-PLANO REAL	71
III.I - Aspectos gerais do plano	71
III.II - Os papéis desempenhados pela oferta de títulos diante do controle do processo inflacionário	78
III.III - Algumas considerações sobre o plano	97
CONSIDERAÇÕES FINAIS	103
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	109
ANEXOS	
ANEXO A - CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS PÚBLICOS	117

SUMÁRIO DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxas Mensais de Inflação (IGP-DI) de abril de 1990 a dezembro de 1991	58
Gráfico 2 – Taxa de Juros e Taxa de Câmbio– 1995/1999	75
Gráfico 3 – Reservas Internacionais e Taxa de Juros	82
Gráfico 4 – Evolução dos Meios de Pagamento – 1996/1997	84
Gráfico 5 - Evolução dos títulos públicos federais – por indexador – 1994/1997	87
Gráfico 6 – Taxa de Juros e a Dívida Mobiliária Federal – 1995/1999	96

SUMÁRIO DE TABELAS

TABELA 1 – Evolução dos Meios de Pagamento – 1989 a 1993	51
TABELA 2 – Reservas Internacionais – conceito de liquidez – 1988 a 1993	62
TABELA 3 – Dívida Líquida do Setor Público – 1991 a 1993	66
TABELA 4 - Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público	77
TABELA 5 – Títulos públicos Federais – Participação por Indexador – 1994 a 1997	86
TABELA 6 – Volume de Reservas Internacionais no Banco Central em 1998	89
TABELA 7 – Composição da Dívida Mobiliária Federal	90
TABELA 8 – Prazo Médio dos Títulos Públicos em mercado – 1995 a 1998	93

RESUMO

As transformações do ambiente macroeconômico internacional, ocorridas nas últimas décadas, aprofundaram o desequilíbrio das finanças públicas da economia brasileira. Durante a década de 90, o processo de abertura financeira e a ampla entrada de capitais internacionais fizeram com que a economia estabelecesse vínculos de dependência com esses recursos, que passaram a alimentar o crescimento da dívida interna. Entretanto, tamanha ampliação da dívida pública não se deu somente como decorrência do contexto internacional, mas também como fruto das decisões de políticas econômicas adotadas internamente, quanto ao comportamento de variáveis como, por exemplo, taxa de juros, moeda e inflação.

O presente trabalho, baseado na evolução do comportamento da dívida mobiliária federal, busca explicar como se deu a utilização dos lançamentos de títulos públicos como instrumento de política monetária e seus diferentes papéis desempenhados nos anos 90.

Nesse ambiente de crescente trajetória, o endividamento público retoma a pauta da discussão como possível elemento bloqueador do alcance da estabilidade econômica.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida Pública, Dívida Mobiliária, Títulos Públicos, Brasil.

INTRODUÇÃO

As transformações do ambiente macroeconômico internacional, ocorridas nas últimas décadas, aprofundaram o desequilíbrio das finanças públicas da economia brasileira. Durante a década de 90, o processo de abertura financeira e a ampla entrada de capitais internacionais fizeram com que a economia estabelecesse vínculos de dependência com esses fluxos de capitais, que passaram a alimentar o crescimento da dívida mobiliária.

Entretanto, tal ampliação da dívida pública não se deu somente como decorrência do contexto internacional, mas também como fruto das decisões de políticas econômicas – monetária e fiscal - adotadas internamente, quanto ao comportamento de variáveis como, por exemplo, taxa de juros, moeda, inflação e política de câmbio.

Nesse ambiente de crescente trajetória, a dívida mobiliária federal retorna à pauta da discussão como um possível elemento bloqueador do alcance da estabilidade econômica de uma economia periférica, especialmente o caso do Brasil, pela sua histórica trajetória de endividamento do setor público.

O presente trabalho busca detectar, diante do processo de abertura financeira e dos programas de estabilização implantados nos anos 90, os diferentes papéis desempenhados pelos títulos públicos no período: como ativos financeiros atraentes no mercado financeiro; como alternativa de financiamento do setor público, e concomitantemente, como instrumento de política monetária.

Pretende-se, assim, investigar as razões que impulsionaram a ampliação da dívida mobiliária federal brasileira, na década de 90, iniciando a análise em uma retrospectiva de seu comportamento nas décadas anteriores, para a seguir apurar os primeiros anos dessa década com a política econômica adotada pelo governo

Collor, na busca persistente pelo controle do processo inflacionário elevado. Juntamente às alterações no contexto internacional - ampla liquidez internacional e queda dos juros internacionais -, têm-se importantes modificações internas - abertura ao capital estrangeiro, pela elaboração de uma política de privatização e redução das tarifas alfandegárias – que determinaram uma “nova fase” para a economia brasileira.

Num ambiente diverso, após a implantação do Plano Real - frente às mudanças significativas quanto ao controle do processo inflacionário - a dívida mobiliária federal não deixou de retomar uma evolução ascendente. Isso demonstra que a dívida ainda desempenha um papel relevante, dado que o governo continuou a fazer uso do lançamento de títulos públicos como instrumento de política monetária e como ativo de atração do capital financeiro internacional, por serem considerados uma quase-moeda de grande aceitabilidade no mercado, apresentando elevado grau de liquidez e garantias governamentais.

O estudo parte da análise da evolução da dívida financeira do setor público, buscando os elementos que condicionaram seu comportamento e culminaram na ampliação da sua fragilidade financeira, agravada pelos reflexos das alterações do panorama da economia internacional e pela herança dos muitos problemas de décadas passadas.

Pode-se notar que a vigência de dívida pública em ambientes econômicos distintos sugere que esta seja resultante do recorrente papel do setor público em absorver e socializar os prejuízos, auxiliando a riqueza financeira do setor privado. No momento em que o setor público efetua seu financiamento pela colocação de papéis públicos no mercado, os investidores financeiros privados nacionais e estrangeiros passam a ser seus possuidores, configurando-se, deste modo, uma relação de devedor (governo) x credor (setor privado) entre ambos.

Uma vez perpetuada essa relação por décadas a fora, como é o caso brasileiro, toda vez que o governo, repetidamente, busca lançar títulos no

mercado, o faz cada vez em situação menos favorável quanto aos prazos e rendimentos desses papéis.

À luz dessa análise, o trabalho está organizado na presente Introdução e em três Capítulos onde serão desenvolvidas as seguintes discussões.

No primeiro capítulo é apresentada uma análise do processo de abertura financeira das economias periféricas e da sua forma de inserção nessa nova realidade mundial; juntamente ao processo de oferta de títulos públicos e seus diversos papéis nesse ambiente. Simultaneamente a esse movimento faz-se um levantamento dos principais expoentes do debate econômico da temática envolvida, fundamentando a discussão que será desenvolvida nos capítulos seguintes.

O segundo capítulo trata da análise da evolução do comportamento da dívida mobiliária federal no Brasil no início da década de 90 até o momento anterior à implantação do Plano Real, meados de 1994. Inicialmente é desenvolvido um breve histórico da evolução da dívida mobiliária federal desde a regularização da indexação, via ORTN, em meados de 1960 até o início da década de 90.

Esse capítulo destaca o momento subsequente à implantação do Plano Collor I e II (1990-92) e as relações entre o contexto internacional e a opção de política econômica, especialmente de política monetária, para assim, conseguir captar quais os papéis desempenhados pelos títulos públicos nesses anos. Diante da alta inflação percebe-se que os títulos exercem o papel de própria moeda, no caso indexada a um índice de preços.

No terceiro capítulo é discutido o comportamento desse endividamento financeiro do setor público num ambiente de estabilidade de preços pós-Plano Real até final de 1999, buscando caracterizar os papéis da oferta de títulos frente a um ambiente de relativa estabilidade de preços e de ampliação da abertura financeira iniciada no governo anterior.

Destaca-se, também, nesse período a inauguração do sistema de câmbio flutuante em 1999, a desvalorização da moeda nacional e os momentos de crises financeiras mundiais.

CAPÍTULO I

OS PAPÉIS DOS TÍTULOS PÚBLICOS NUM CONTEXTO DE ABERTURA FINANCEIRA

A década de 90 pode ser caracterizada pelas profundas modificações ocorridas no sistema financeiro internacional¹ condicionadas pela dinâmica da globalização das finanças, instabilidade das economias nacionais e debilitação do crescimento econômico, constituindo um ambiente de risco crescente e possibilidade latente de uma crise financeira generalizada.

Esse capítulo tem como objetivo analisar o comportamento da oferta de títulos públicos e seus papéis desempenhados diante das transformações no ambiente internacional, das tentativas de estabilização de preços e da abertura financeira das economias periféricas; dando maior ênfase ao caso da economia brasileira.

Inicialmente serão destacados os papéis que o lançamento de títulos públicos no mercado desempenhou como ativo atraente de capital estrangeiro em países da periferia, possibilitando a esses o ingresso no movimento de globalização financeira; mas sustentando ainda seu papel de financiador do setor público, instrumento esse utilizado há décadas no Brasil. Num segundo momento, será discutido o papel da colocação de títulos como instrumento de política monetária, diante das tentativas de contenção da perene instabilidade econômica desses países.

¹ Segundo BELLUZZO e COUTINHO (1998, p.138), pode-se caracterizar o mercado financeiro, na atualidade, por três elementos, "- profundidade assegurada por transações secundárias em grande escala e frequência, conferindo elevado grau de negociabilidade dos papéis; - liquidez e mobilidade, permitindo aos investidores facilidade de entrada e de saída entre os diferentes ativos e segmentos do mercado; - volatilidade de preços dos ativos resultantes das mudanças freqüentes de avaliação dos agentes quanto à evolução dos preços dos papéis".

Para compreender as transformações recentes da economia e a forma com que a dívida mobiliária se relaciona com outras variáveis macroeconômicas, este trabalho toma como base evidências empíricas, elaborando uma interpretação histórica da alteração do papel desempenhado pela dívida.

I.I. A OFERTA DE TÍTULOS DIANTE DAS TRANSFORMAÇÕES NO AMBIENTE INTERNACIONAL E COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO INTERNO

No início da década, a economia norte-americana colocava-se defronte a um processo recessivo, sofrendo um amplo movimento de deflação de ativos no mercado financeiro e contaminando, neste contexto, os principais países desenvolvidos, que por sua vez, passaram a adotar uma política de redução nas taxas de juros.

Com o movimento de redução dos juros nesses países, os agentes possuidores de recursos líquidos viram-se obrigados a buscar alternativas de valorização do capital em outros países, com maior rentabilidade, criando no sistema financeiro mundial um amplo volume de liquidez disponível. Esses detentores de capital saíram em busca de investimentos financeiros mais rentáveis, o que significava, juros elevados.

Os anos 90 caracterizaram-se pela hegemonia do pensamento neoliberal² na maior parte do mundo, instituindo um novo paradigma, em que o predomínio das relações de mercado (com privatização e com desregulamentação) minimizava, incisivamente, o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado, discutindo-se sobre seu grau de interferência no funcionamento econômico.

² Nesse contexto, o Brasil pode ser inserido como o país que apresentou maior resistência à execução dessas reformas liberais. Para TAVARES (1993, p.22) "A economia brasileira tem resistido por mais

No entanto, essa retirada do Estado da economia apresentou-se relativa, pois, como considera Plihon (1995), mesmo com a ênfase da diminuição do papel do Estado defendida pelos ideais neoliberais, as autoridades públicas exerceram função essencial para a ampliação das finanças internacionais, tanto na desregulamentação das transações financeiras, quanto na utilização freqüente desses mercados como forma de financiamento de suas dívidas.

Os países da América Latina, perante a elaboração do “Consenso de Washington”³, passaram a sofrer fortes pressões para a adesão às reformas estruturais elaboradas pelo programa em busca da “modernização de suas economias”. Na realidade, nos países latino-americanos, nesse momento, apresentavam-se estabilizações voláteis, baseadas no capital de curto prazo, no déficit da balança comercial, na taxa de juros interna alta e no endividamento público crescente.

A estabilidade desses países pode ser denominada ‘frágil’ ao considerar o conceito de estabilidade econômica desenvolvido por Braga e outros autores.

A estabilidade econômica, idealmente, significa a combinação dos seguintes predicados: (a) bases financeiras sólidas de financiamento de curto, médio e longo prazos; (b) um processo de investimento sustentado com respaldo financeiro para ampliar consistentemente a capacidade produtiva; (c) alcance, pelas empresas, do nível planejado de utilização da capacidade

de uma década, não obstante a estagnação e a alta inflação, ao tipo de desestruturação e desindustrialização que sofreram o Chile, na década de 70, e a Argentina nos últimos 20 anos”.

³ Williamson (1992, p.44) elabora uma síntese sobre as políticas desenvolvidas no Consenso de Washington, sendo elas: “1) disciplina fiscal, deve-se buscar um superávit primário e déficit operacional de não mais de 2% do PIB; 2) retirar gastos públicos de áreas onde não dá retorno; 3) reforma fiscal, entendida como aumento da base tributária e corte de taxas tributárias marginais; 4) liberalização dos financiamentos que leve a taxa de juros a ser determinada pelo mercado; 5) taxa de câmbio unificada; 6) liberalização do comércio através da abolição das restrições quantitativas e reduzir progressivamente as tarifas até aproximadamente 10%; 7) retirada de restrições às empresas estrangeiras; 8) privatização das estatais; 9) desregulamentação do mercado facilitando a entrada de novas firmas; 10) garantia do direito de propriedade”.

consistentemente a capacidade produtiva; (c) alcance, pelas empresas, do nível planejado de utilização da capacidade produtiva instalada; (d) consistência fiscal intertemporal; (e) finanças públicas organizadas de modo a viabilizar os investimentos públicos estratégicos para um projeto econômico-social, os quais, se deixados à exclusiva decisão privada, não se verifica; (f) moeda estável e, idealmente, conversível internacionalmente; (g) proximidade do pleno emprego da mão-de-obra que procure postos de trabalho. (BRAGA et al, 1995, p.595).

Pode-se dizer, então, que longe desse conceito de estabilidade econômica, os países periféricos apresentavam-se no início da década como economias instáveis, mas que possuíam um requisito muito importante e desejado para os investidores internacionais: taxa de juros real interna elevada em relação ao resto do mundo, sendo capazes de atrair um grande volume desse capital externo para seus ativos; o que possibilitou, a esses países, uma rápida elevação no nível de reservas internacionais.

Com a maioria dessas economias a *mercê* de uma hiperinflação, chegando ao ponto, muitas vezes, da ocorrência do dismantelamento dos padrões monetários nacionais, fazia-se necessária à aquisição de um volume de divisas estrangeiras, como forma de garantia para essas moedas instáveis. Para isso, o Estado fez uso do lançamento de títulos públicos, a fim de atrair capital estrangeiro, agravando a situação do endividamento interno de curto prazo. Alguns títulos públicos passaram, então, a desempenhar o papel de “isca” do capital internacional, por apresentarem mais segurança e garantia de liquidez, ao serem comparados a outros tipos de ativos.

Reapareceu, assim, nesse ambiente de ampla liquidez internacional e de queda dos juros internacionais, aos países latino-americanos, a possibilidade de ingressar no sistema financeiro internacional.

Contudo, no dizer de Belluzzo e Coutinho, para esses países da periferia

a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral, curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial. (BELLUZZO e COUTINHO, 1996, p.141).

Deve-se ressaltar, no entanto, que o lançamento de títulos públicos com fins especulativos, como constata Plihon, não foi efetuado somente em países periféricos, mas também por países desenvolvidos. Segundo o autor

os déficits públicos persistentes nos países industrializados têm alimentado o mercado primário de títulos públicos. O crescimento foi, todavia, mais espetacular no mercado secundário destes títulos onde o volume das operações deslanchou sob o efeito da especulação. Nos Estados Unidos, em 13 anos (1980/93) o volume médio desse tipo de transação ampliou-se de US\$ 14 bilhões para US\$120 bilhões. Tendência também seguida por outros países industrializados como Japão e França. (PLIHON, 1996, p.100).

Braga (1998) complementa Plihon afirmando que a demanda por títulos da dívida pública tem aumentado sobremaneira no período recente, especialmente no mercado secundário desses ativos financeiros nos países possuidores de moeda conversível internacionalmente, como os Estados Unidos. “[...] Destaca-se o Japão cujas operações expandiram-se de 1,4 bi, em 1980, para 57,6 bi em 1993; enquanto na Alemanha ocorreu um salto de 2,3 bi em 1987 para 9,7 bi em 1993”. (BRAGA, 1998, p.234).

Assim, em busca dessa liquidez mundial, os Estados nacionais desempenharam um papel importante como facilitador da mobilidade do capital financeiro internacional implementando medidas de desregulamentação das operações financeiras, e contribuíram também, fortemente, para o desenvolvimento das finanças mundiais, ao recorrerem maciçamente aos mercados financeiros internacionais em busca de financiamento.

Como consequência desse fato, ampliou-se substancialmente a dívida mobiliária desses países, dado que foram obrigados, com intuito de esterilizar a liquidez do sistema, a lançar um volume de títulos da dívida pública crescente, na sua grande maioria, em condições desfavoráveis, quanto aos prazos e aos rendimentos.

Nesse momento, Tavares constata que

a consequência mais importante desse movimento foi, para os países da periferia, transformá-los de exportadores líquidos de recursos em absorvedores forçados de capital financeiro, qualquer que fosse sua situação de balanço de pagamentos ou a sua capacidade real de absorção de poupança para financiar o investimento. (TAVARES, 1997, p.102.).

No caso brasileiro, pode-se perceber a maciça entrada de capitais considerando que "os ingressos brutos de investimento de curto prazo no Brasil passaram de US\$ 780 milhões em 1991 para US\$ 3,9 bilhões em 1992 e US\$ 15 bilhões em 1993". (BARROS e MENDES, 1994, p.183). Em valores líquidos, o investimento estrangeiro realizado em valores mobiliários aumentou por volta de US\$ 5 bilhões de 1992 para 1993.

Diante dessa realidade, altera-se o quadro da economia nacional, e enquanto nos anos 80, tinha-se na inflação a configuração de um dos maiores problemas econômicos; nos anos 90, as altas taxas de juros, a política de valorização cambial e o agravamento da crise das finanças públicas, passaram a

ser o cerne dos problemas nacionais, mantendo-se a restrição no balanço de pagamentos, mas alterando-se, nesse momento, para o movimento da conta de capitais.

O mercado de títulos da dívida pública (o mercado de obrigações públicas), instituído pelos principais países beneficiários da mundialização financeira e depois impostos a outros países (quase sempre sem muita dificuldade) é, segundo o próprio Fundo Monetário Internacional, FMI, a 'pedra angular' da mundialização financeira. De outro modo, é precisamente o mecanismo mais efetivo instituído pela liberalização financeira para transferência de riqueza de determinadas classes e camadas sociais para outras e de determinados países para outros. Criticar os fundamentos do poder do capital financeiro pressupõe o desmantelamento desses mecanismos e, portanto, o cancelamento da dívida pública, não só dos países mais pobres, mas também a de qualquer país cujas forças sociais atuantes se recusam a ver o governo impor a austeridade orçamentária aos cidadãos sob o pretexto do pagamento dos juros da dívida pública. (CHESNAIS, 1999, p.13-14).

O agravamento do endividamento interno, conjuntamente à ampliação do endividamento externo, reflete a forma com que o sistema financeiro nacional se inseriu no sistema internacional. "A regra de ouro tem sido combinar juros altos e restrição de crédito líquido interno para atrair, ou pelo menos reciclar, o capital externo através da emissão de dívida pública com prazos cada vez mais curtos". (TAVARES, 1999, p.475). Essa dívida, por sua vez, tem continuamente sido emitida em dólar ou indexada ao câmbio pressionando o país para uma possível crise cambial.

Não se pode afirmar, no entanto, que o aumento da dívida pública interna, nesse período, tenha tido relação de determinação e/ou causalidade direta com o processo inflacionário, uma vez que, em meados da década de 90,

especificamente após a implantação do Plano Real, obteve-se simultaneamente ao controle da inflação, uma explosão da dívida mobiliária federal.

A especificidade do caso brasileiro está no fato de que o grave desequilíbrio da dívida mobiliária federal (apesar de ter sido aprofundada na década de 90) não se apresenta como algo “novo”, pelo fato de carregar como herança, muitos dos problemas das décadas passadas, especialmente a ruptura de um padrão de financiamento utilizado desde as reformas de 60⁴.

Elaborando uma breve análise sobre as formas de financiamento do setor público pode-se encontrar entre elas, algumas consideradas principais: via emissão monetária, via impostos e via colocação de títulos no mercado financeiro. O financiamento do setor público pela emissão monetária, a “senhoriagem” segundo a teoria keynesiana, até o momento em que haja demanda, a oferta de moeda não acarretará um aumento do nível de preços. No entanto, essa relação entre quantidade de moeda e nível de preços é interligada com a “preferência pela liquidez” dos agentes econômicos.

Não se pode dizer que o financiamento do governo via emissão não possui limites, pois pode ser utilizado até o momento em que a oferta torna-se maior que a demanda e acaba por influenciar um desequilíbrio de preços. A presença de inflação desestimula os agentes a demandarem moeda, tal a perda da sua função de reserva de valor, caracterizando um ambiente de baixa preferência pela liquidez.

Outra forma de financiamento do governo se dá via impostos, que por sua vez, pode gerar problemas imediatos, como por exemplo, o desincentivo à produção e a criação de um processo inflacionário, apresentando pouca agilidade para ser usado como um instrumento de curto prazo.

⁴ Maior detalhamento sobre o padrão de financiamento e seu rompimento no Brasil será objeto do Capítulo II, onde se desenvolve uma breve retrospectiva da economia brasileira.

A possibilidade legal de o governo obter liquidez a curto prazo, pela emissão de moeda ou, a médio prazo, pela criação de impostos, sustenta a expectativa (ou a crença) de que 'o setor público não vai à falência (...). Na medida em que predomine esta expectativa, o risco atribuído aos títulos públicos tende a ser menor, em regra, que o associado aos títulos privados. Isto, por sua vez, tem o efeito de reduzir a taxa de juros exigida para a retenção desses títulos, bem como elevar o seu grau de liquidez frente aos títulos de emissão privada. (HERMANN, 1993, p.122-123).

O financiamento do governo via lançamento de títulos, um dos objetos de estudo do presente trabalho, é realizado em leilões formais e informais, e denominado por operações de mercado aberto (*open market*). O Tesouro coloca novos títulos no mercado, podendo recomprar os títulos que já estavam em poder do público, mas para isso, fornece liquidez a esses agentes, desejando que adquiram os novos títulos que estão sendo emitidos no mercado.

As operações efetuadas pelo Banco Central de compra e venda de títulos públicos podem se dar em leilões formais ou informais. Esses últimos, também chamados de '*go-around*', são intermediados por instituições denominadas 'dealers'. As transações podem ser de dois tipos: definitivas ou compromissadas. Nas operações definitivas os títulos adquiridos são incorporados às carteiras de ativos dos investidores. Já nas operações compromissadas os títulos comprados nos leilões informais, onde o Banco Central atua comprando ou vendendo papéis com o compromisso de revendê-los ou recompra-los no futuro em um curto espaço de tempo, normalmente, em um dia. Diante dessa facilidade de implementação e flexibilidade das transações, as operações de mercado aberto são um dos principais instrumentos não somente de financiamento, mas também de política monetária.

Pode-se dizer que, em tese, a dívida mobiliária foi criada, em sua origem, para suprir parte da renda do governo. Além do papel de ser financiamento do

governo, a emissão de títulos também desempenha o papel de instrumento regulador da oferta de moeda. Deve-se ressaltar que para a realização desse papel lançam-se títulos de curto prazo, enquanto que para a primeira lançam-se os títulos de longo prazo.

No entanto, pode-se detectar alguns problemas na utilização freqüente do financiamento via títulos, como a não existência de garantias plenas de que esse instrumento apresentará eficácia, via operações de mercado aberto, pois dependerá da demanda por títulos dos agentes, dada pelo seu grau de preferência pela liquidez; e também a explosão do custo da dívida mobiliária diante das elevadas taxas internas de juros. No futuro, esse aumento do custo da dívida pode acarretar num agravamento da situação das contas públicas impedindo a utilização desse instrumento; e diante do risco de instabilidade macroeconômica e da sustentação da própria dívida pelo governo, os títulos deixarão de ser ativos atraentes no mercado financeiro.

Sobre a utilização de títulos como financiamento, Batista Jr. afirma sobre a década de 80 que

o colapso do crédito externo, combinado com a inviabilidade prática de reduzir, com a mesma velocidade e na mesma medida, as necessidades globais de financiamento do governo, levou a uma mudança na composição do financiamento público, isto é, a uma rápida e desestabilizadora substituição de crédito externo por fontes internas de financiamento. (BATISTA JR., 1989, p.71).

Baer (1993) também analisa as formas de financiamento do setor público na década de 80, no entanto, detecta que o endividamento interno não se elevou nesse período somente devido às crises de recursos externos, mas sim pelo fato de ter sido mantido pelo setor privado como uma alternativa de investimento dos seus excedentes (via *overnight*). Essa demanda crescente pelas aplicações financeiras se deu devido à falta de clareza de uma estratégia produtiva que servisse como atrativo dos recursos para o setor da produção, e assim, “parecia

lógico que os recursos disponíveis se canalizassem ao mercado financeiro, cujo papel passou a ser o de operacionalização do crescente financiamento do público interno". (BAER, 1993, p.114)

Assim, na presença do agravamento da dívida interna, a temática tem estado freqüentemente presente na pauta do debate econômico brasileiro. Nas duas últimas décadas, expressivos autores nacionais - Afonso C. Pastore, Mário H. Simonsen, Maria da Conceição Tavares, Luis G. M. Belluzzo - analisaram a situação financeira do setor público buscando detectar quais as suas repercussões sobre a economia brasileira.

Tavares e Belluzzo detectaram o problema do endividamento interno já na década de 80, afirmando que

no caso dos países latino-americanos, a tentativa de resolver a situação mediante uma aceleração das desvalorizações cambiais e de elevação das taxas de juros provoca uma realimentação inflacionária, uma ampliação endógena muito forte da dívida pública interna e uma deterioração das relações de troca. (TAVARES e BELLUZZO, 1986, p.65).

Segundo esses autores, a elevação das taxas de juros além de determinar um aumento no custo financeiro do endividamento e no custo da retenção de estoques; induz, também, a determinação do valor esperado dos ativos financeiros crescente.

E é este último elemento, inserido numa política monetária restritiva, que explica a

manutenção dos patamares internos de juros crescentemente superiores em relação aos internacionais. É inevitável, portanto, a ampliação do déficit financeiro do setor público bem como o de todos os agentes devedores líquidos. Aqui, também, é espantoso que se continue a recomendar a redução do 'déficit público' e o

aperto monetário, como políticas antiinflacionárias. Na verdade, os resultados observados têm sido outros; a diminuição dos índices de liquidez real, o aumento do déficit financeiro do setor público, que é crescentemente financiado pelo sistema bancário privado. Neste quadro de restrições estruturais, as condições de retomada do crescimento sustentado são extremamente precárias. (TAVARES e BELLUZZO, op.cit., p.70-71).

Pode-se afirmar, então, com base nesses autores, que a dívida pública interna está condicionada às suas relações com as variáveis macroeconômicas e é capaz de prejudicar as possibilidades de política econômica a serem aplicadas em um país, dada a ampliação do seu grau de fragilidade.

O crescimento da dívida pública interna deteriora a situação das contas do governo e amplia o grau de vulnerabilidade a ataques especulativos. Sendo assim, “a utilização freqüente da emissão de títulos da dívida pública mobiliária, como instrumentos de regulação de mercados financeiros e cambiais abertos e voláteis, tem se revelado muito precária nas experiências de quase todos os países”. (TAVARES, 1993, p.06).

Nesse ambiente, o debate sobre a ampliação da dívida mobiliária federal e suas repercussões sobre a economia desenvolve-se nos anos 90, deixando de ter como objeto o comportamento da dívida propriamente dita, mas sim a sua relação com o PIB (Produto Interno Bruto), na tentativa de se captar qual sua forma de ampliação diante do crescimento da economia como um todo. Giambiagi e Além (1996) desenvolveram essa abordagem, elaborando uma análise sobre as contas do setor público no Brasil fazendo uso do confronto entre duas visões distintas sobre o tema; e elaborando, a partir desta, sua própria interpretação, denominada como um “enfoque intermediário” entre as abordagens ortodoxa e heterodoxa.

‘O déficit público não é de fato um problema’. Isto porque pode conduzir a uma situação de financiamento inflacionário ou gerar uma trajetória explosiva da relação Dívida Pública/PIB. (...). “Em

que pese a necessidade de evitar a ocorrência de déficits elevados, a existência de déficits permanentes, desde que modestos, não pode ser de modo algum considerada inconsistente com uma trajetória macroeconômica de equilíbrio. (GIAMBIAGI e ALÉM, 1996, p.13).

Enfatizam, então, que se deve analisar as perspectivas da dívida em relação ao comportamento do PIB, e não simplesmente elaborar uma análise estática da mesma. Ao observar o caso do Brasil nos anos 90 sob essa ótica analítica, vê-se que essa relação eleva-se a cada ano, dado o baixo nível de atividade econômica, especialmente nos últimos anos da referida década.

Pastore, por sua vez, elabora uma análise sobre as relações entre dívida pública, o déficit e a inflação, partindo do trabalho de Sargent e Wallace (1982) na sua “aritmética monetarista”, supondo que estas se relacionam em duas fases. Na primeira, denominada “fase de transição”, a autoridade monetária não monetizaria seus déficits, “resistiria às pressões para monetizar os déficits, o que com déficits primários persistentes e a taxa de juros maior que a taxa de crescimento econômico geraria o crescimento não sustentável da dívida pública”. (PASTORE, 1995, p.178).

Na segunda, a “fase final”, no entanto, a autoridade monetária deixa de resistir e passa a monetizar os déficits, “crescendo a oferta monetária, porque não mais seria possível continuar elevando a dívida pública. Na ausência de um novo regime fiscal, no qual a restrição orçamentária intertemporal do governo passasse a ser atendida, os déficits seriam financiados com expansão monetária”. (Id., 1995, p. 178).

Para o autor nessa “fase final”, a dívida pública voltaria a ter um crescimento sustentável, mas não porque o governo teria controlado ou eliminado os déficits públicos, e sim porque o regime monetário tornar-se-ia endógeno. O abandono do objetivo de estabilizar o nível geral de preços permitiria gerar a

senhoriagem necessária para financiar os déficits. Considera que o caso do Brasil é compatível com essa fase final.

No entanto, mesmo que Pastore classifique a economia brasileira nessa “fase final”, ao observá-la nos anos 90 há uma certa distância quanto à sua tese defendida no artigo, considerando que a busca pelo controle da inflação não deixou de ser o pano de fundo dos programas de estabilização, e mais que isso, essas políticas não buscaram fazer uso de senhoriagem para financiar seus déficits, mas sim de títulos públicos, via expansão de M2.

Diversos modelos também foram desenvolvidos no Brasil como o de Marques e Werlang (1989), Rossi (1987) e Cypriano (1991). No entanto, esses modelos possuem sérias limitações, pois contemplam, com exceção do trabalho de Marques e Werlang, somente o movimento da oferta de títulos públicos, adotando a premissa de que os investidores demandaram o volume de títulos emitidos pelo governo, independente do valor da taxa de juros. Porém, o trabalho desses autores, mesmo considerando como elemento de análise a demanda pelos títulos públicos, não considera as relações e variações das políticas econômicas.

Em trabalho recente, Bevilaqua e Garcia (1999) analisam o comportamento da dívida mobiliária e nomeiam alguns elementos como os principais causadores da ampliação da dívida mobiliária, como a taxa de juros, a situação fiscal, a absorção de dívidas anteriores (denominados “esqueletos”) e os gastos em operações como o PROER. Consideram, contudo, que para um controle eficiente da dívida mobiliária seja necessária a redução da taxa de juros juntamente à manutenção de superávits fiscais. Sugerem, também, quanto à composição da dívida, que haja uma alteração do indexador dos títulos públicos, passando de indexados à taxa de juros Selic para estarem relacionados a um índice de preços, pois este não estaria tão vulnerável às flutuações em momentos de crise externa.

Internacionalmente, vários modelos enfatizando a administração da dívida pública foram desenvolvidos no início dessa década, como os de Giavazzi e

Pagano; Calvo e Guidotti, organizados no livro Dornbusch e Draghi, *Public debt management* (1991). Esses trabalhos partem do quadro de país com a dívida elevada e com prazos médios de vencimentos curtos, sugerindo, diante disso, que o governo precisaria tomar empréstimos caros no mercado para efetuar sua rolagem, afetando ainda mais sua credibilidade perante o mercado. Para uma aplicação desses modelos para o Brasil sugere-se o trabalho de Llussá (1998).

Considerando que o objetivo do presente trabalho é analisar o comportamento da oferta de títulos e sua relação com variáveis macroeconômicas internas e externas essas abordagens formalizadas em modelos não se apresentam como completas para a sua fundamentação.

Pode-se perceber, que mesmo analisado por vários autores nacionais e estrangeiros, o assunto não foi esgotado; e deste modo, busca-se, neste trabalho, avançar na análise do comportamento da dívida mobiliária federal frente ao comportamento das variáveis e das políticas econômicas implementadas no país, tomando como referência alguns trabalhos desenvolvidos por Tavares e Belluzzo, Coutinho, Braga, entre outros.

As questões que envolvem essa temática apresentam-se como relevantes para o entendimento da conjuntura econômica, já que nessa última década tem-se um exorbitante crescimento da dívida pública, tendo alcançado cerca de 50% do PIB brasileiro (R\$ 500 bilhões), concomitantemente ao controle do processo inflacionário.

Levando-se em conta as transformações do ambiente macroeconômico internacional, ocorridas nessa última década, e suas repercussões sobre a economia brasileira e outras economias periféricas, pode-se ver que o país se coloca hoje diante de um profundo desequilíbrio das finanças públicas que passaram a desempenhar diferente papel pós-estabilização de preços.

Se na década de 80, frente a um processo inflacionário, a dívida interna desempenhava um papel relevante na economia como forma de seu

financiamento; na década de 90 mesmo contido o processo inflacionário, ela continua a desempenhar um papel importante, onde o governo continua a fazer uso do lançamento de títulos públicos, como ingresso no mercado financeiro internacional e como alternativa de financiamento.

Contudo, os papéis da oferta de títulos não se reduzem a apenas esses dois acima descritos, existindo, nesse período, a utilização do lançamento de títulos como sustentação da política monetária, relacionado com o comportamento da moeda, da taxa de juros e da taxa de câmbio, tanto pelo governo Collor quanto pelo governo Cardoso, que será tratado a seguir.

I.II – O LANÇAMENTO DE TÍTULOS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA

Ultrapassando a compreensão dos papéis como atrativos externos e financiadores internos, os títulos públicos na década de 90 desempenharam um outro papel muito relevante, diretamente relacionado com a sustentação das políticas econômicas aplicadas no Brasil nesse período, especificamente vinculado à opção de política monetária.

No início da década de 90, em um ambiente de inflação constantemente acelerada, presencia-se a ocorrência de um forte processo de desmonetização, ou seja, a troca da moeda por títulos públicos de curtíssimo prazo⁵, indexados ao nível de preços.

⁵ No caso do governo brasileiro os títulos públicos que representaram maior relevância nos movimentos especulativos no mercado foram as LTN. "As Letras do Tesouro, sobretudo depois que o aumento da dívida pública obrigou à emissão maciça destes títulos, para repor o serviço dos títulos lançados previamente como contrapartida da dívida externa, tornaram-se instrumento básico da especulação". (TAVARES, 1998, p.174).

O incentivo ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional deu-se pela instituição do processo de indexação das aplicações financeiras, especialmente de títulos públicos, baseada em um índice de preços. “Em condições inflacionárias essa seria a maneira de regularizar os contratos de débito e crédito e viabilizar o desenvolvimento da intermediação financeira, incluindo aí a própria dívida pública”. (BELLUZZO e ALMEIDA, 1992, p.28).

A circulação desses títulos acaba por formar a nova organização do sistema financeiro nacional baseado no movimento de capitais, cada vez de prazos mais curtos, na especulação e na inflação. Esse movimento de especulação desregrado determina na economia a formação de uma ciranda financeira responsável pela aceleração da inflação. A inflação, nesse momento, é estimulada pelo fato de que ao avaliar o rendimento de um investimento financeiro calculava-se sobre ele a inflação passada mais um percentual; acelerando-se, sobremaneira, a taxa de inflação futura.

A utilização da correção monetária em todos os ativos financeiros possibilitou a valorização do capital sob a determinação do Estado, criando-se assim, diversas formas de dinheiro.

A dívida mobiliária federal foi um dos mais importantes pilares que o sistema financeiro brasileiro teve como base para sua estruturação. (...) A centralidade da dívida mobiliária trouxe ao Estado o ônus de ser o maior responsável pela manutenção da estabilidade dos fluxos financeiros. As altas taxas de juros e o encurtamento dos prazos de aplicação atenderam a aplicadores em crescente crise de confiança quanto à moeda nacional” (BIASOTO JR., 1995, p.219).

A alta demanda por esses papéis públicos, em momentos de inflação, no curto prazo, para as denominadas operações do *overnight*, resultava do fato destes apresentarem baixo risco, garantias governamentais e correção monetária. Esses títulos públicos, concomitantemente aos títulos privados, apresentavam-se

como os ativos financeiros de maior liquidez no mercado por serem “liquidáveis” no curto prazo, o que criou um processo de movimentação de capital acelerada, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário.

Na espiral do circuito especulativo o próprio mercado financeiro acaba por não dispor de meios de pagamentos suficientes para a liquidação periódica de papéis. A ‘liquidez real’ torna-se insuficiente para a valorização desenfreada do ‘dinheiro financeiro’. (TAVARES, 1998, p.175).

Ao mesmo tempo em que a utilização freqüente do instrumento de mercado aberto na política monetária, via lançamento de títulos públicos, e a distinção entre as funções da moeda com a criação de dois “dinheiros” alimentavam o processo inflacionário; apresentava-se como alternativa para o controle dessa situação de inflação, caso o governo conseguisse segurar seu processo de valorização descontrolado.

O movimento acelerado de circulação dos títulos cria um mercado de “dinheiro financeiro”, onde o sistema financeiro pode efetuar especulações, como a possibilidade de recompra frente à confiança do governo.

No centro deste instável processo de ‘fuga para frente’, em que se transformou a valorização da riqueza capitalista, está o mercado do dinheiro, que já não funciona mais de acordo com os supostos formulados por Keynes. Em primeiro lugar, a oferta monetária não pode mais ser considerada rígida e controlável exogenamente pelo Banco Central. O movimento de reservas provocado pela especulação no mercado internacional de divisas leva a flutuações endógenas na dívida pública e no dinheiro, que retiram o caráter regulador autônomo da política monetária. (TAVARES e BELLUZZO, 1986, p.56).

O circuito financeiro teve como ponto inicial o lançamento dos títulos públicos pelo governo com a finalidade de sanear alguns desajustes das contas do

Tesouro, mas que acabou por criar a ciranda do endividamento com ainda mais endividamento, e possibilitando aos agentes econômicos deixarem de demandar a moeda, chegando ao limite do processo de indexação dos títulos públicos, onde o dinheiro passa a ser substituído pelo título curto prazo.

A função de lastro da moeda indexada exercida pelos títulos públicos, após uma longa evolução das práticas de gestão da dívida e frente às condições macroeconômicas adversas, parece manifestar a resultante da formação histórica de um mercado de dívida pública em torno de aplicações voluntárias quase que exclusivamente centrada em recursos de curtíssimo prazo. (...) Além das condições que contribuiriam para uma opção para essa forma de operacionalização do instrumento, pela abertura financeira externa da economia brasileira e depois pela própria instabilidade financeira com os títulos públicos sendo utilizados como lastro de moeda indexada, o instrumento fora alçado a essa posição pelo estímulo ao desenvolvimento da intermediação financeira e pela gestão dos desajustes estruturais do próprio sistema financeiro. (SANTOS, 1994, p.97)

Não se deve esquecer que essa intensa utilização da moeda indexada via índice de preços, como os títulos públicos, em um ambiente de inflação, acabou por impedir o processo de dolarização, especialmente no caso Brasil, processo esse que fazia de refém diversas economias periféricas.

No entanto, não somente diante da inflação realiza-se a emissão de títulos e tem-se a demanda por estes. Frente à estabilidade de preços, ou seja, com o controle do processo inflacionário também se pode obtê-la, mas nesse ambiente incentivada pelo aprofundamento da crescente especulação financeira no sistema financeiro nacional e internacional e pelas altas taxas de juros internas, como se caracterizaram meados da década de 90, pós-Plano Real, em 1994.

O movimento de especulação considerado um elemento importante na formulação da política monetária, nesse momento, é aprofundado pela freqüente emissão de novos títulos, a fim de atender o próprio circuito financeiro e o curto período de maturação dessa dívida. Os títulos públicos de alta qualidade (alta liquidez) caracterizaram um movimento de preferência pela liquidez.

Este modo 'específico' de operação do sistema monetário-financeiro acabou por se traduzir num mecanismo absolutamente distorcido, que premia a especulação, recorta arbitrariamente o crédito corrente e penaliza o investimento produtivo, já por si deprimido, cujo horizonte de cálculo econômico desaparece no nevoeiro da 'preferência pela liquidez' sancionada de forma corrente pelo próprio efeito de *boomerang* da política monetária. (TAVARES, 1998, p.179 -180).

Pode-se constatar, então, que os títulos públicos passaram a desempenhar dois papéis simultaneamente: o de evitar a saída de capitais estrangeiros para outros ativos, garantindo desta forma certa confiabilidade ao sistema financeiro nacional, e o de manter a função de alternativa de financiamento interno, dada à restrição de financiamento externo.

A expansão da dívida pública não pode ser entendida fora do contexto de política monetária restritiva, que visava reduzir a absorção doméstica e garantir a geração de superávites comerciais. A expansão da dívida interna, além do financiamento do déficit público, explica-se também, pela elevação da taxa de juros, se revelou contraditória com o pretendido ajuste das finanças públicas. (ROSAR, 2000, p.06).

Destaca-se, assim, na execução dessa política monetária restritiva o controle rigoroso das taxas de juros. A medida tomada quanto a essa variável macroeconômica resume-se na sua constante elevação, de modo a garantir a entrada de capital e conter a expansão de crédito interno. "Nos últimos anos

creceram as operações de mercado, com títulos públicos e privados, de que o Banco Central é obrigado a valer-se para influenciar a liquidez e a taxa de juros, ficando, nesse sentido, mais vulnerável às expectativas privadas”. (BRAGA, 1998, p.209).

A sustentação dessas taxas elevadas de juros, por sua vez, deu-se via colocação de títulos públicos, que num momento seguinte, culminaram no próprio agravamento do serviço da dívida pública, expandindo, como consequência, o seu componente financeiro. “A taxa de remuneração implícita desses títulos (deságio mais correção monetária e juros) deveria regular a taxa mínima de rentabilidade para as aplicações financeiras em geral e conseqüentemente o custo do dinheiro”. (TAVARES, 1998, p.172).

Outro aspecto macroeconômico relevante é a manutenção de uma política de câmbio valorizada, como a aplicada pelo Plano Real, até início de 1999. A busca pela sustentação da taxa de câmbio em relação ao dólar faz com que as economias tenham que ampliar seu volume de reservas internacionais, como já vinham fazendo, para se defenderem de especulações contra a moeda nacional. Como já afirmado anteriormente, essas reservas eram obtidas por meio das taxas de juros elevadas em relação aos juros internacionais.

Deve-se notar, nesse contexto, o alto grau de relação entre as variáveis macroeconômicas analisadas no trabalho – moeda, juros e câmbio - dado que estão relacionadas às emissões de títulos públicos, via participação no mercado internacional, e culminando na ampliação da dívida mobiliária federal na década de 90.

Assim, os títulos da dívida pública passaram a servir de lastro da riqueza privada de alta liquidez, apresentando muito “funcionalidade” para o sistema, pois desempenhava o papel de combustível para o processo privado de acumulação de riqueza. De acordo com Braga (1998), a predominância financeira pode ser caracterizada como um padrão sistêmico de riqueza; constituída por elementos

formadores da sociedade capitalista que na sua interligação constroem a dinâmica dessa organização. Segundo o autor

os fatores pertinentes a esse padrão de riqueza advêm das transformações dos sistemas monetário-financeiros relacionadas às alterações na natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio; da gestão dos bancos centrais sobre a liquidez e as taxas de juros; da circulação internacional ampliada dos capitais sob o regime de taxas de câmbio flexíveis. (BRAGA, 1998, p.197).

Percebe-se, então, um círculo vicioso na economia brasileira recente, se as taxas de juros auxiliaram o setor público a atrair capital externo para sustentar a taxa de câmbio valorizada, essa mesma taxa agravou a situação das finanças públicas. Com títulos pós-fixados, as taxas de juros elevadas condenaram o setor público a pagar rendimentos elevados aos seus detentores, na maioria das vezes mais elevados do que sua captação em outros investimentos. Nesse movimento o setor público arca com grande prejuízo ficando a *mercê* da demanda do capital privado.

A organização dos mercados financeiros, largamente abertos aos investidores institucionais estrangeiros, permitiu que os governos procedessem a securitização dos ativos da dívida pública, isto é, ao financiamento dos déficits orçamentários mediante aplicação de bônus do tesouro e outros ativos da dívida pública.

Estamos, portanto, num universo de dinheiros que combinam liquidez com rentabilidade, alterando a noção mesma de preferência pela liquidez. Não se trata de reter a moeda, o dinheiro, para dela abrir mão quando a taxa de juros atender ao cálculo expectacional. Pode-se estar quase-líquido desfrutando já dos juros correntes. Os ativos geradores de juros, funcionando como quase-moeda, permitem gerir e realizar a riqueza financeira

numa velocidade e amplitude antes existentes. (BRAGA, op.cit., p.224)

O mercado de títulos públicos, considerados seguros (dada à garantia de liquidez), criou um colchão de amortecimento quando havia riscos nas expectativas dos agentes econômicos. Ocorriam ofertas de liquidez porque as autoridades monetárias permitiram que ativos fossem lastreados aos títulos sustentando esse mercado e oferecendo liquidez de curto prazo.

Como resgata Braga (1998) a afirmação de Tavares de que constitui o estágio de evolução do capitalismo atual o aprofundamento da valorização do dinheiro por mais dinheiro, ou seja, a criação do capital fictício, desmembrado, entretanto, da esfera da valorização da produção. O autor afirma em suas palavras que configura-se hoje “o movimento autônomo de valorização contábil do dinheiro pelo dinheiro, a criação contábil de capital fictício, que ganhou com os determinantes da financeirização condição de “estatuto” do padrão sistêmico de riqueza.” (BRAGA, 1998, p.237).

No entanto, esse mecanismo só apresenta bom funcionamento quando há um alto grau de confiabilidade no Estado e no Tesouro Nacional, para que sirva como eixo de atração de capitais, com rolagem facilitada da dívida pública. Assim, pode-se afirmar que a oferta de títulos e sua demanda são limitadas pela credibilidade e pela força do sistema financeiro e das autoridades monetárias⁶.

O acúmulo de reservas acabou gerando um crescimento acentuado da dívida pública e um aprofundamento do grau de fragilidade financeira do setor público. Quanto mais se aprofundavam os déficits orçamentários, mais se aumentavam a parte dos orçamentos reservada para o serviço da dívida pública, e mais forte se tomou sua pressão sobre os governos.

⁶ De acordo com Giambiagi e Além (1999, p.151), “diz-se que o governo é um ‘devedor de tipo Ponzi’ quando se financia através da colocação de títulos que elevam a relação dívida pública/PIB e que só têm demanda por oferecerem taxas de juros extremamente atraentes, que, entretanto, geram um círculo vicioso de novos aumentos da dívida e da taxa de juros. No limite, em algum momento, (ou a) o governo se ajusta e aumenta os impostos e/ou reduz o gasto, de modo a poder conter o crescimento da dívida ou, d) alternativamente, o processo conduz a alguma forma de moratória da dívida pública”.

Como destaca Hermann (1993), a utilização freqüente de títulos públicos para seu financiamento condena o setor público a dívidas crescentes e a um aumento do seu grau de fragilidade financeira, bloqueando as possibilidades de política econômica pelo governo, como havia caracterizado Minsky.

A fragilização financeira do setor público, ao contrário do que se verifica com um agente privado (isoladamente considerado), representa um foco endógeno de instabilidade macroeconômica – não necessariamente como decorrência direta das medidas específicas que têm de ser tomadas no sentido de contorná-las, mas, fundamentalmente, em virtude do caráter errático que, sob tais condições, adquire a intervenção do governo no comportamento da economia, por meio das políticas monetária e fiscal. (HERMANN, 1993, p.130).

O Brasil, bem como outros países, foram absorvidos pelo processo de globalização, perdendo quase a total liberdade do desenvolvimento de suas políticas econômicas próprias, passando a aplicar planos de estabilização desenvolvidos sob as normas do mercado financeiro internacional.

É importante destacar que todos esses papéis desempenhados pelos títulos públicos – como ativos de atração de capital estrangeiro, como forma de financiamento e como instrumento de política monetária - ocorreram simultaneamente, ou seja, no momento em que o governo efetuava o lançamento de títulos, ao mesmo tempo ele participava do processo de abertura financeira, se autofinanciava e sustentava as políticas monetária e cambial dos programas de estabilização aplicados nesse período.

Nesse contexto, os capítulos seguintes descreverão com mais detalhes como ocorreram esses processos na economia brasileira nos anos 90. No capítulo II será destacado o processo de crescente integração comercial e financeira com a economia mundial com a marcante política econômica do Plano Collor I e II, alcançando sucesso temporário quanto ao combate do processo inflacionário.

Esse período pode ser caracterizado por aumentos esporádicos e por momentos de controle da dívida mobiliária federal, e pelo uso recorrente dos títulos como instrumento de controle da inflação, considerando que o diagnóstico dos elaboradores da política era de excesso de liquidez, dado não somente pela quantidade de moeda (M1) em circulação, mas também, pelo excesso de títulos públicos em poder de mercado (M2).

No capítulo III será discutido o programa de estabilização com sucesso mais duradouro no tocante à estabilidade de preços e manutenção da unidade monetária de referência. Mesmo contido o processo inflacionário, ou seja, com a estabilização de preços alcançada em meados da década, a dívida mobiliária federal continua a desempenhar um papel importante tanto nas economias periféricas quanto nas desenvolvidas. O governo, nesse ambiente, continua a fazer uso do lançamento de títulos públicos, tanto como forma de financiamento interno, quanto como instrumento de política monetária, no que se refere a utilizá-la como sustentação do padrão monetário vigente e do controle da liquidez de forma imediata.

O uso contínuo de lançamento de papéis acarretou, por sua vez, um aumento do endividamento do setor público, agravado pela explosão das taxas de juros internas em relação aos juros internacionais, pela ampliação da dependência da entrada de capital externo na formação de um nível de reservas satisfatório para a sustentação da taxa de câmbio, que por sua vez, estreitaram as possibilidades de política econômica para o Brasil.

CAPÍTULO II

DE 1990 A 1994: O BRASIL FRENTE A UM AMBIENTE DE INFLAÇÃO E DE TRANSFORMAÇÕES NO CONTEXTO INTERNACIONAL

O presente capítulo iniciará a sua análise fazendo uma retrospectiva do comportamento da dívida financeira do setor público, a partir da reforma de 1964, dada à importância do papel dos títulos como financiadores do setor público. A seguir, serão analisados os aspectos da política econômica de combate à inflação, implantada nos primeiros anos da década de 90, considerando as transformações internacionais e suas repercussões sobre o endividamento público interno.

II.1 – ANTECEDENTES HISTÓRICOS DO LANÇAMENTO DE TÍTULOS COMO FORMA DE FINANCIAMENTO E OS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

No ano de 1964 instituiu-se uma ampla reforma financeira no Brasil visando reorganizar a estrutura do sistema financeiro nacional. Com base na Resolução n. 63 e a Lei n. 4131, buscava-se obter com a criação das ORTNs¹, como um novo título lançado ao mercado, o financiamento do setor público por meios internos. Com sua instituição foi possível, ao governo, regularizar as operações de mercado aberto levando, como consequência, à expansão da dívida mobiliária.

¹ Todos os títulos públicos brasileiros tratados nesse trabalho possuem em anexo sua descrição referente à base legal, aos objetivos, aos prazos, rendimentos, etc.

Outro título lançado ao mercado nesse momento foi a LTN (Letra do Tesouro Nacional) com objetivo principal de agir como instrumento de política monetária de curto prazo, controlando, desta maneira, o volume de liquidez em circulação, não exercendo, no entanto, a função primordial de financiador do déficit público.

A sustentação das taxas de juros em patamares elevados e positivos garantia o funcionamento desse sistema, mas que, era colocado em xeque frente ao ambiente inflacionário. A presença de inflação demonstrava todas as incertezas e a baixa confiabilidade na manutenção dos níveis das taxas de juros.

Buscando proteção contra o problema da inflação, corroendo o valor da moeda nacional, instituiu-se a correção monetária, organismo que buscava fornecer garantias, defendendo o rendimento das aplicações financeiras da inflação, desenvolvendo, assim, no sistema financeiro nacional a regularização da indexação de ativos.

A ORTN passou, desta forma, a desempenhar o papel de indexador generalizado das aplicações financeiras e da economia como um todo, podendo ser denominada como um ativo de referência, resultado da variação mês a mês da inflação de preços. Diante desse contexto, pode-se afirmar que a ORTN ultrapassou a função de representar uma sigla de um título público, passando a representar, neste momento, a moeda de referência na determinação dos valores da correção monetária.

Entretanto, mesmo fazendo uso intenso do lançamento de ORTNs, a dívida mobiliária federal ainda apresentava-se fundamentalmente constituída por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional com rendimento prefixados, como as LTNs.

É importante lembrar que é também nesse momento que a possibilidade de indexação ao dólar é introduzida com a opção dada aos compradores de títulos públicos de decidirem, na hora de vencimento do título, por sua correção segundo a ORTN ou a variação cambial do período. (GOLDENSTEIN, 1994, p.69).

Sendo assim, a instituição formal da correção monetária, pela via dos títulos públicos, como a ORTN, também exerceu a função de impedir o processo de dolarização da economia brasileira. Esse fato se repetirá no início da década de 90, como trataremos a seguir.

Nesse sentido, os títulos públicos² com baixo risco e protegidos contra a inflação pela correção monetária tornam-se os papéis preferidos pelos investidores sendo os responsáveis pela regulação da rentabilidade de outras aplicações financeiras. O Governo, assim, passa a fazer um jogo especulativo, utilizando os títulos para elevar o patamar dos juros no mercado.

Pode-se notar, que o governo apresentou-se como peça chave no rompimento do padrão de financiamento, onde “[...] o sistema financeiro acaba cumprindo um papel de maior relevância, tanto no desenvolvimento como na ruptura do padrão de financiamento” (GOLDENTEIN, op.cit., p.88).

No final da década de 70, contudo, o governo modifica a determinação da correção monetária, via ORTN, abrindo mão do uso do IGP (Índice Geral de Preços) da Fundação Getúlio Vargas, relacionando-a, agora, com um índice desenvolvido pelo próprio governo.

A garantida demanda dos investidores financeiros por um grande volume de títulos públicos produzia uma imagem de que o Brasil apresentava-se economicamente estável, com a quantidade de moeda disponível mantida sob controle (M1). No entanto, essa imagem era falsa, ao se considerar o conceito mais amplo de moeda, com a explosão de oferta de quase-moeda (títulos) que possuíam liquidez e rendiam juros (M2), culminando no endividamento público.

A origem de natureza financeira do processo de deterioração das finanças públicas deve ser entendida no contexto de política de ajuste monetário do balanço de pagamentos, praticada após 1976, com elevação da taxa interna de juros que visava reduzir a absorção doméstica e, pela ampliação do diferencial de juros,

incrementar a tomada de recursos externos. O acúmulo de reservas decorrente dessa política criava um excesso de liquidez não desejado que, no contexto da política econômica então em vigor, era controlado pela emissão de dívida pública (dívida mobiliária federal). (ROSAR, 2000, p.02)

Nos anos 80, por sua vez, esperava-se que o uso da prefixação nos títulos públicos e a sustentação dos financiamentos externos em busca de crescimento econômico afrouxassem o nó do endividamento, mantendo sob controle a expansão da dívida mobiliária. Em 1982, a situação agravou-se novamente diante da redução constante de reservas e da ruína do uso dos recursos externos para financiamento, eliminando-se, assim, as expectativas positivas do mercado.

O governo viu-se, então, obrigado a lançar mão do financiamento doméstico, via crescimento da dívida mobiliária. Para isso, fazia-se necessário o desenvolvimento de um sistema financeiro nacional por meio da evolução do processo de intermediação financeira e do sistema de crédito, de modo a alcançar a evolução do setor industrial, movimento esse visto no Brasil em fins de 80.

Entretanto, após mais de vinte anos de uso desse instrumento de política monetária, essa dívida já carregava herança das décadas passadas sendo seu serviço muito custoso, já que o diferencial de juros interno em relação ao externo apresentou-se positivo.

Nos anos de 1985 e 1986, o comportamento da dívida interna era oscilante, ou seja, atingiu um valor elevado em 1985, mas sofreu uma sensível redução no ano seguinte, com a implantação do Plano Cruzado, que extinguiu a indexação plena buscando ampliar os prazos de maturidade dos títulos. “A primeira medida foi [...] a supressão da indexação financeira oficial para contratos de prazo inferior a um ano e o congelamento do valor da ORTN – que até então era o referencial básico de reajuste à inflação passada”. (BAER, 1993, p.158).

² Os títulos públicos federais são transacionados no mercado primário e secundário e registrados no Sistema especial de liquidação e de custódia (SELIC). Nesse sistema obtém-se a taxa Over/Selic resultado da média das transações diárias.

No ano de 1989, com a execução do Plano Verão, a dívida retoma seu crescimento em conjunto com o aprofundamento do processo inflacionário. Com a inflação saindo de 10% a.m. em maio, alcançando 25% a.m. em junho e com o ágio do dólar em torno de 50%, o governo reinstituiu a indexação diária com a BTN fiscal e BTN cambial. Nesse quadro, tinha-se a emissão de títulos de curtíssimo prazo, visando liquidez imediata, como os ativos mais demandados no mercado financeiro.

A moeda indexada cumpriu o papel de evitar a hiperinflação, ao mesmo tempo, que contraditoriamente, tomava o risco de um processo inflacionário cada vez mais próximo. Na verdade, pode-se enxergar a moeda indexada como fruto de um verdadeiro conluio entre os detentores de capital e o governo, que, por meio dela, garantia seu financiamento de forma politicamente fácil, evitando a arbitragem inerente a qualquer outra alternativa de financiamento e/ou corte de gastos. Ao tornar-se uma alternativa altamente atrativa, a moeda indexada mantinha a capacidade de financiamento do governo ao mesmo tempo em que saciava a ânsia de valorização do grande capital. (GOLDENSTEIN, 1994, p.127)

Pode-se afirmar, com base nessa breve análise da história do financiamento do setor público, que os custos gerados pelo uso de moeda indexada foram elevados, tanto para os custos de sustentação dessa moeda (continuação do processo de alta inflação), como para a economia como um todo (endividamento, baixo crescimento, instabilidade, baixo nível de investimento produtivo).

Com esse pano de fundo, será discutido a seguir o desempenho dos anos 90, diante da implantação dos Planos Collor I e II, na busca pelo controle do processo inflacionário.

II. II – TRANSFORMAÇÕES NO CONTEXTO INTERNACIONAL E A NATUREZA DOS PLANOS COLLOR I E II

O Brasil iniciou a década de 90 com o problema do endividamento público já advindo de décadas anteriores. Inserido num contexto de ampliação da abertura financeira, o país colocou-se, nesse momento, diante de um aprofundamento desse desequilíbrio das finanças públicas, condicionado pelo uso freqüente dos títulos públicos, não somente de financiadores do setor público, mas também, de ativos de atração ao capital estrangeiro para a sustentação da política monetária e cambial vigente. Na pauta do debate econômico apresentava-se, então, a importância da eliminação da dívida para o alcance da estabilidade econômica.

Como fator externo, o país atravessou, desde o início da década, um processo de crescente integração comercial e financeira com a economia mundial, e como condicionante interno, foi marcado pela política econômica dos Planos Collor I e II, onde se alcançou, temporariamente, sucesso quanto ao combate do processo inflacionário. A dívida mobiliária federal pode ser caracterizada, nesse contexto, por uma trajetória de instabilidade, constituída ora por aumentos esporádicos e ora por momentos de controle durante 1990 e 1991.

A década de 90 inaugura-se sob a égide da globalização financeira dos chamados mercados emergentes, designação que coube àqueles países das periferias asiática e latino-americana que passaram a ser invadidos por uma onda de capital financeiro internacional especulativo, cuja única exigência inicial era a liberalização cambial e dos mercados financeiros privados, independentemente do modelo de desenvolvimento adotado por cada país. (TAVARES, 1999, p.477).

Durante os quatro primeiros anos da década (de 1990 a junho de 1994) o endividamento interno público sofreu variações importantes condicionadas aos dois planos de estabilização implementados nesse período - o Plano Collor I, em

março de 1990, e o Plano Collor II em fevereiro de 1991 – diante do risco latente de uma hiperinflação.

A defesa da entrada de capitais externos, aliada à abertura comercial, centravam-se na tese de que esses recursos serviram de base para sustentação do processo de estabilização, alterando-se o processo de formação de preços na economia brasileira, onde os *mark-ups* se reduziriam e se estabilizariam, finalizando o processo inflacionário dos anos 80. Dentro desse ambiente, iniciou-se um profundo movimento de importação, e conseqüentemente, de deterioração do saldo da balança comercial.

O governo Collor, com base nesse discurso, iniciou o processo de liberalização e abertura da economia que marcou a história econômica do Brasil. O início da reinserção externa do Brasil começa a ser alterada juntamente à privatização do setor siderúrgico, à redução das tarifas alfandegárias, à abertura ao capital estrangeiro e à liberalização financeira.

Os planos aplicados durante o governo Collor detectavam que o processo inflacionário era resultado de um setor público frágil, juntamente com um descontrole dos ativos financeiros líquidos, composto na sua maioria por títulos de curto prazo. Frente a esse diagnóstico, os planos tiveram como objetivo a execução de uma reforma monetária e um ajuste fiscal.

O combate ao déficit público ganhou destaque importante na agenda governamental e no discurso presidencial, em contraste com a atitude comparativa e relativamente tímida do governo anterior a esse respeito. 'Eliminar do déficit público' tornou-se uma palavra de ordem na retórica oficial, associada ao propósito de combater 'frontalmente' a alta inflação". Os efeitos dessa política, somados a uma substancial subindexação da dívida interna em 1990 – quando a quase totalidade dos títulos públicos foram bloqueados pelo governo, tendo sido restituídos a partir de 1991,

porém com uma correção acumulada que não compensou a inflação ocorrida no período -, permitiram por sua vez diminuir consideravelmente a despesa com juros da dívida pública. (GIAMBIAGI e ALÉM, 1999, p.115).

O Plano Collor anunciou, em março de 1990, o seqüestro de quase 80% dos ativos financeiros na tentativa de tentar conter o processo inflacionário. Esse volume de recursos passaria a ser devolvido após 18 meses em 12 parcelas. A unidade monetária passou a ser cruzeiro no lugar do cruzado novo, na paridade 1:1.

Os elaboradores da política acreditavam que diminuindo a liquidez do sistema a velocidade-renda cairia o que culminaria numa diminuição da inflação. No primeiro momento as políticas adotadas tiveram sucesso no controle inflacionário, no entanto, a economia entrou num processo recessivo e de incertezas ainda maiores no mercado financeiro. A política salarial desse plano determinou que os reajustes salariais passariam a ser prefixados mês a mês pelo Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

Pela tabela 1, a seguir, que demonstra a evolução dos meios de pagamento, pode-se ter uma idéia do volume de recursos retido pelo confisco do governo, constituindo a nova configuração do sistema financeiro nacional e do endividamento público. Configurou-se a redução de M1 de 1990 a 1991, onde deixa de representar aproximadamente 3,5% para representar 2,5% do PIB. Os títulos federais em poder do público contraíram-se sensivelmente, de 11,14% em 1989, para 2,81% em 1990 para atingir seu mínimo em 1991, com 1,89% do PIB.

Pode-se verificar, também, a retomada do crescimento do volume de títulos em poder do público quando a partir do ano de 1991 passam a ser devolvidos aos agentes econômicos e determinam, assim, uma trajetória ascendente: de 1,89% em 1991, para 4,55% em 1992 e 4,91% em 1993, fato esse que será discutido mais adiante.

TABELA 1
EVOLUÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO
- 1989 a 1993 - (% do PIB)

Final de Período	M1	Títulos Federais em poder do público	M2	M3	M4
1989	1,84	11,14	15,04	20,88	23,70
1990	3,56	2,81	7,66	11,01	14,79
1991	2,52	1,89	8,83	12,61	16,71
1992	1,88	4,50	12,76	17,36	25,52
1993	1,39	4,91	11,31	16,44	24,44

Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

No ambiente internacional, a Guerra no Kuwait, em agosto de 1990, tornou o ambiente econômico pouco favorável, que adicionado à instabilidade interna, conduziu a um clima ainda mais complicado. "É certo que questões fogem ao controle, como a quebra da safra agrícola e a alta dos preços do petróleo, provocada pela crise do Golfo Pérsico, prejudicaram a obtenção de resultados mais favoráveis". (ANDIMA, outubro/90, p.01).

Defronte à tamanha instabilidade, a credibilidade no Governo que vinha sendo abalada ficou altamente prejudicada pela demora na regulamentação das medidas do Plano, que foram apresentadas somente após 10 dias de sua execução, por meio das Circulares nº. 1.615 e nº. 1.630 do Banco Central. No momento em que o sistema financeiro internacional perdeu a credibilidade no

funcionamento do sistema brasileiro, colocações futuras de títulos ficaram dificultadas, se não impossibilitadas, tal a baixa receptividade desses investidores.

Até a saída das regulamentações, num clima de profunda incerteza, as Bolsas de Valores apresentaram queda acentuada na valorização dos ativos negociados. A IBOVESPA desvalorizou cerca de 56% no mês de março de 1990. A confusão no momento subsequente à implantação do plano culminou em uma paralisação de aproximadamente 15 dias do sistema SELIC.

Essas medidas alteraram a dinâmica da dívida interna, pois se efetuou uma troca entre a dívida mobiliária federal fora do BC³ por ativos do BC, o que modificou a composição da dívida, aumentando a dívida mobiliária federal no BC. Segundo Boletim do Banco Central de 1994, o lançamento de títulos do Banco Central em 1992 representava um total de R\$96 milhões, passando no ano de 1993 a representar um total surpreendente de R\$1 bilhão!

Mas, mesmo diante dessa explosão de títulos do Banco Central pode-se ver que, relativamente aos títulos do Tesouro, seus valores eram pequenos; enquanto representavam R\$ 1 bilhão, a dívida do Tesouro era de quase R\$ 4 bilhões.

A indisponibilidade desses recursos implicou num alongamento forçado do perfil do endividamento. Sofreu ainda uma queda adicional devido a incidência de IOF sobre os ativos financeiros congelados. A correção dos títulos num percentual inferior à correção real representou uma perda da rentabilidade para seus possuidores. O BTN teve correção de 41,28% enquanto que sua correção deveria ser superior a 80%.

Como resultado dessas medidas a dívida em poder do público se reduziu por volta de 80%, de CR\$ 1,85 bilhão, em fevereiro de 1990, para aproximadamente CR\$ 934 milhões no mês seguinte.

³ A dívida mobiliária federal total é subdividida em dívida em poder do mercado (fora do Banco Central) e dívida com o Banco Central, segundo a metodologia desenvolvida pela Secretaria do Tesouro Nacional e utilizada nesse trabalho. Deve-se esclarecer que por representar uma maior parcela da dívida mobiliária federal, a dívida mobiliária em poder do mercado será elemento principal da análise presente.

Ocorreu, nesse momento, um movimento de acentuada abertura da economia com redução das tarifas de importação e um amplo programa de privatizações pelo governo. O Programa Nacional de Desestatização foi um elemento característico do governo Collor, onde foram aceitos títulos da dívida como forma de pagamento. Os títulos mais transacionados nesses leilões foram a DVR (Dívida Vencida e Renegociada - dívidas abarcadas pelo TN), Certificados de Privatização, Debêntures da Siderbrás e as OFND (Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento - papéis que foram adquiridos na implementação do Plano Cruzado compulsoriamente).

O Programa de Privatização, iniciado em outubro de 1991, através da venda da Usiminas, deverá render aos cofres públicos cerca de US\$ 18 bilhões, no decorrer dos próximos anos. Assim, através da venda de empresas dos setores de siderurgia, petroquímica, fertilizante e transportes, o governo pretende arrecadar o equivalente a 0,5% do PIB, anualmente em 1992/93. (ANDIMA, dez/91, p.03).

O Plano Collor pode ser considerado importante para uma análise do comportamento da evolução da dívida mobiliária federal, já que para seus formuladores o problema da inflação estava relacionada à quantidade de ativos de curto prazo (títulos), ou seja, excesso de ativos monetários na economia.

E assim, em 1990, o Plano Collor é lançado na economia brasileira com o diagnóstico de que a inflação se dava pelo descontrole do estoque de ativos financeiros de curto prazo.

Para ajustar o estoque de ativos no mercado o plano impôs o confisco sobre o capital de aproximadamente um terço dos ativos em circulação, extinguiu o *overnight* nas operações que envolviam o investidor final e estendeu a maturidade do restante dos ativos em poder do público por 18 meses. Esses títulos passaram a render a remuneração do BTN mais juros de 6% aa, o que onerava bem menos o tesouro que as antigas LFTs. O enxugamento da

liquidez resultou na queda instantânea da inflação para algo próximo a zero e o início de um processo recessivo (ROSAR, 2000, p.09).

O plano, compulsoriamente, promoveu o alongamento dos prazos dos papéis em circulação, efetuando a emissão do BTN-E (Bônus do Tesouro Nacional – série Especial) com vencimento a partir de setembro de 1991.

Diante do risco do regresso do processo inflacionário e da instabilidade política o governo realiza a colocação de LTNs, de prazos curtos, chegando a representar o montante de mais de um terço dos títulos no mercado.

O Plano Collor I também não proibiu os instrumentos de indexação. A concepção básica do Plano fundava-se na percepção da existência de uma riqueza financeira, sob a forma de moeda indexada, de enorme magnitude e liquidez que, segundo seus autores, impedia o sucesso de qualquer plano de estabilização. (...) Esperava-se portanto, congelar a riqueza financeira e deixar um volume de liquidez apertado que impedisse a inflação, porém suficiente para a economia operar. (GOLDENSTEIN, 1994, p.129).

As sinalizações do governo em direção a uma nova inserção do Brasil na economia internacional não foram suficientes para atrair o capital estrangeiro e, tanto em 1990 quanto em 1991, o resultado da conta de capitais ainda é negativo, caracterizando o clima de instabilidade generalizado no sistema.

A partir de 1991, com o estímulo à entrada de capitais estrangeiros – taxa de juros atraente e novas possibilidades de aplicação - o Banco Central passou a acumular reservas internacionais como meta de política de controle cambial. Essa operação de aquisição de reservas foi financiada através da colocação da dívida pública interna prejudicando o déficit público, já que as taxas de juros sobre a dívida apresentavam-se maiores que a taxa das reservas internacionais.

Simultaneamente ao movimento de acumulação de reservas internacionais tinha-se o lançamento de títulos públicos como meio de controlar a liquidez criada

pelo ingresso de recursos estrangeiros, e assim, a dívida externa tinha seu montante reduzido simultaneamente a um aumento da dívida interna. A partir desse ano, alterou-se significativamente a composição da dívida pública.

O choque monetário e de expectativas do Plano Collor I, da mesma forma que o controle de preços do Plano Cruzado, obteve um efeito quase instantâneo sobre a taxa de inflação e a redução da dívida interna, com a correspondente diminuição do déficit público operacional (BELLUZZO e ALMEIDA, 1992). Durante o Plano Collor ocorreu uma alteração imediata no comportamento da dívida mobiliária federal, que em 1989 atingia o montante de US\$ 65,5 bilhões reduzindo-se em 80% no ano de 1990. No entanto, as medidas que sustentavam o plano apresentavam-se inconsistentes, e a partir de 1991 até abril de 1994, a dívida mobiliária cresceu 468,8%, retomando a atingir níveis semelhantes ao início do governo.

No curto prazo, as medidas do governo melhoraram as contas públicas dada a receita com o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) determinado pela Medida Provisória no. 160 e a redução dos juros dos ativos que foram confiscados pela política monetária. No entanto, essas medidas fragilizaram a confiança dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro.

No final de abril esse problema já era visível. As empresas se livraram dos cruzados novos congelados muito mais depressa do que se poderia imaginar, havia excesso de liquidez e de demanda em alguns setores, falta em outros tantos, e o emperramento do sistema financeiro não deixava que a liquidez fluísse como um sistema de vasos comunicantes. A essa altura, o Banco Central precisava administrar não apenas uma, mas centenas de torneiras setoriais. (SIMONSEN, 1991, p.125).

Frente a esse quadro de instabilidade e de inflação próxima de zero o governo reajustou as cademetas de poupança de abril em mais de 80% o que tomou imperceptível a receita de 8% do IOF sobre essas aplicações.

Dentre as medidas aplicadas, as que determinaram impactos imediatos podem-se destacar: a reforma da moeda onde se estabeleceu uma nova unidade monetária (de cruzado novo passou para cruzeiro) e o controle de liquidez, pela contenção de grande parte dos haveres financeiros disponíveis na economia.

A redução limitada da dívida interna juntamente a uma forçada redução dos juros sobre a dívida pública fez com que o setor público melhorasse a situação de suas contas. No entanto, essas modificações não se perpetuaram no longo prazo.

Essas medidas de curto prazo são consideradas relevantes “mas a verdadeira ênfase do programa de estabilização foi colocada sobre a moratória interna, que representava uma tentativa de controlar a inflação através de um aperto monetário radical” (BRESSER e NAKANO, 1991, p.99). Cogitava-se a possibilidade de executar-se uma moratória interna, mas essa medida se refletiria sobre outros elementos como a credibilidade do próprio governo e a inoperância do sistema financeiro. Os agentes, frente à moratória, buscariam retirar suas aplicações, na sua maioria lastreadas em títulos públicos, para efetuar novos investimentos em moeda estrangeira e ativos reais, como ouro e imóveis.

A crise dos preços do petróleo em agosto e a redução das exportações foram responsáveis por uma redução abrupta da situação fiscal. Segundo Belluzzo e Almeida houve uma diminuição sensível do superávit comercial, em média, nos meses de abril e junho por volta de US\$ 1,2 bilhão para no mês de outubro atingir apenas US\$ 215 milhões.

Com a recuperação da taxa de câmbio, rapidamente, esse saldo comercial foi reconquistado, contudo, trazendo consigo a reaceleração do processo inflacionário. Em um período de um trimestre a moeda sofreu um processo de desvalorização superior a 100%, possibilitando, deste modo, a retomada das exportações.

Com o retorno da inflação no final de 1990, mostrou-se a ineficiência da política econômica vigente, afetando a confiança do mercado no governo que

agora necessitava recorrer a esse com emissões de novos títulos. Para que houvesse demanda suficiente, o Tesouro Nacional foi obrigado a criar novos tipos de papéis.

Na verdade, no caso do Brasil, onde, além da existência de uma inflação crônica, a economia estava inteiramente indexada, a oferta de moeda endógena deveria incluir uma parte das letras do Tesouro negociadas no *overnight*. O prazo de vencimento das letras do Tesouro era de uma noite. E o governo, para reduzir sua conta de juros e induzir os intermediários financeiros a comprar suas letras, garantia a recompra automática e diária dos papéis que não encontrassem compradores entre o público. Dessa maneira, a taxa de juros era inteiramente determinada pelo Banco Central, e a oferta de moeda, inteiramente endógena. (BRESSER e NAKANO, 1991, p.102).

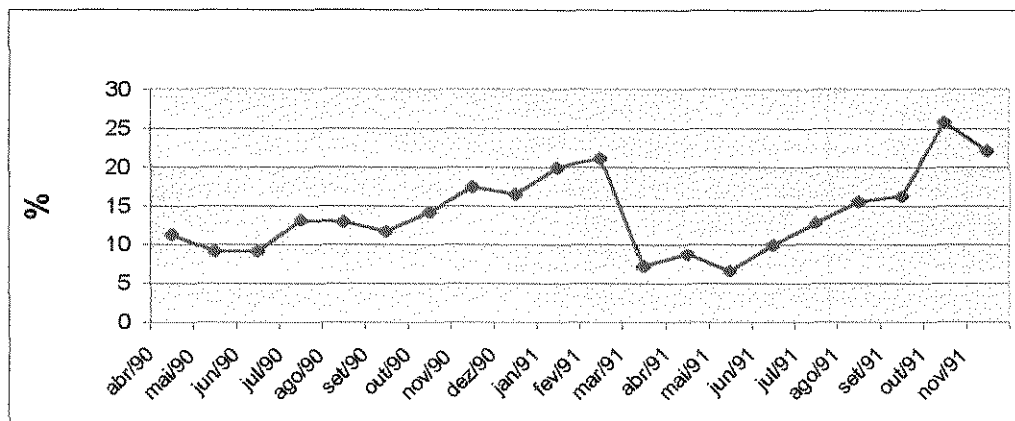
Com o intuito de obter uma resposta imediata do ajuste fiscal e reequilibrar as contas do Governo foram reajustadas as tarifas públicas como forma de financiamento. Para resultados a longo prazo, o governo aplicava medidas de alongamento dos títulos públicos e privatizações de empresas estatais.

O bloqueio de um grande volume de títulos públicos, ou seja, o reflexo da contenção de liquidez, foi uma substancial diminuição dos gastos do governo com encargos financeiros, especialmente devido à redução da taxa de juros que incidia sobre o passivo do setor público diariamente no financiamento da dívida mobiliária federal.

Contudo, a busca por controle inflacionário não foi bem sucedida, pois os índices de inflação pelo IGP-DI foram respectivamente 11,33% e 9,07%. Após alguns meses do Plano, no segundo semestre de 1990, a taxa mensal de inflação tornou-se ascendente, alcançando a taxa de 20% no mês de fevereiro do ano seguinte, como pode-se verificar pelo Gráfico 1 a seguir.

GRÁFICO 1

TAXAS MENSAIS DE INFLAÇÃO - IGP-DI



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

Diante desse quadro de insucesso, o governo elabora no primeiro mês de 1991 um novo plano de estabilização denominado Plano Collor II. No entanto, esse programa possibilitou apenas uma redução das taxas de inflação.

O início de 1991 é marcado por uma explosão nas taxas de inflação, estando em torno de 20% ao mês e 800% ao ano, ampliação do déficit público, aumento do desemprego, diminuição da aceitação de títulos públicos no mercado, e nesse ambiente o governo viu-se com poucas possibilidades de atuação.

O retorno de uma trajetória de crescimento foi se dando lentamente devido a reinserção do país no mercado internacional de capitais e da lenta devolução dos cruzados novos retidos no início do plano. Com isso, pode-se dizer que o processo de endividamento público interno foi utilizado como medida de política econômica para manter o controle da oferta monetária nesses primeiros anos da década.

Com o rápido retorno dos anteriores patamares inflacionários fez-se necessária à implantação de novas políticas monetária e fiscal pelo Plano Collor II, buscando atender a um objetivo principal de desindexar a economia. "Esperava-se

que assim completar-se-ia o Plano Collor I: o estoque de riqueza já tinha sido bloqueado e desvalorizado, agora impedia-se sua liquidação e indexação à inflação” (GOLDENSTEIN, 1994, p.130). Esse plano foi desenvolvido com base em duas medidas provisórias (MP n. 244 e 245) e representou um ponto importante nas políticas antiinflacionárias desenvolvidas no Brasil até então.

O Plano Collor II não foi diferente dos anteriores, baseado fundamentalmente no tarifaço e no congelamento de preço, trouxe em seu bojo mais uma tentativa de acabar com a correção monetária. O resultado, para o mercado financeiro, foi a sua total reordenação, com o fim do *overnight* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras e a redução das alternativas de investimentos, dentro do sistema. (...) Com o fim do over e dos fundos de curto prazo, restará aos investidores as cademetas de poupança, os fundos de renda fixa, e os recém criados FAFs (Fundo de Aplicação Financeira) e FIFAFs (Fundo de Investimento de Aplicação Financeira), além das operações definitivas com títulos privados. (ANDIMA, fev/91, p.01-02).

O programa estabeleceu congelamento dos preços aos níveis de 30 de janeiro, reativando as câmaras setoriais com intuito de facilitar e controlar a determinação dos preços nos diversos setores econômicos. Os preços de energia elétrica, combustíveis como álcool, gasolina e gás de cozinha sofreram expressivos aumentos (na sua maioria superiores à 50%). Os salários, no entanto, foram convertidos pela média real dos 12 meses anteriores, prevendo um aumento em média de 25% na massa de salários, preservando o princípio da irredutibilidade na Constituição, permanecendo fixo até julho de 91.

Criou-se a Taxa Referencial de Juros (TR) e foram eliminados, a partir de 1º. de fevereiro de 1991, os indicadores oficiais BTN, BTN fiscal (ambos criados em 1989) e o Maior Valor de Referência (MVR), pela Medida Provisória n.294, de 31 de janeiro de 1991. A TR era calculada com base na remuneração média dos depósitos a prazo fixo, captados por bancos de investimento, bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e/ou de títulos públicos federais. Essa

nova taxa era determinada pelo Banco Central, mensalmente divulgada, e remunerava as aplicações financeiras, por exemplo, as cadernetas de poupança, os depósitos de FGTS. O Banco Central também divulgava a cada dia útil a TRD (Taxa Referencial Diária). Tornou-se extinto também o *overnight*, sendo criado em seu lugar os FAFs (Fundos de Aplicações Financeiras), que obrigatoriamente terão suas carteiras formadas com títulos públicos, Títulos de Desenvolvimento econômico (TDEs) e cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Essas operações financeiras tomaram falhos alguns conceitos defendidos pelo plano, no caso das instituições financeiras provocou-se uma situação de descompasso entre seus ativos e passivos,

ao forçar, através do contingenciamento das aplicações ativas nos FAFs o alongamento dos prazos das operações ativos dos bancos sem que o público modifique a sua propensão à liquidez, gera-se um descasamento de prazos que traz distorções em muitos aspectos semelhantes às de um tabelamento dos juros. (FRANCO e SERRA, 1995, p.323).

O governo mesmo ciente de que essas medidas poderiam ocasionar uma recessão generalizada permaneceu na busca das metas estabelecidas. Os elevados níveis da taxa de juros precipitaram uma trajetória recessiva quanto à contenção na produção nacional.

O Tesouro voltou a emitir novos títulos, as NTNs com diversas séries e diferentes indexadores, como por exemplo, o IGP-M e a TR. Nesse momento, tem-se uma explosão da dívida mobiliária federal no mercado, juntamente a uma diminuição nos prazos médios dos títulos.

No mês de setembro de 1991 se iniciou a liberação dos recursos financeiros retidos no Plano Collor I e o pagamento das BTN-E emitidas no plano; e deste modo, para evitar um possível excesso de liquidez, o governo viu-se obrigado a aumentar a taxa de juros.

Tentando aumentar os prazos de vencimento da dívida pública o governo passou a emitir NBCs, como títulos pós-fixados de 3 meses que no entanto, tiveram apenas um leilão pela sua baixa aceitação no mercado.

Até o final do ano de 1991, apresentaram-se incertas as políticas econômicas a serem adotadas pela nova equipe econômica, o que tornou o ambiente ainda mais instável.

A partir de 1992, a tendência começa a ser revertida, com o ingresso ao Ministério da Fazenda do economista Marcílio Marques Moreira, em substituição à Ministra Zélia Cardoso de Mello. Passou-se, então, a dar prioridade aos interesses do capital estrangeiro e da manutenção do fluxo de capital externo na formulação da política econômica do país.

O ministro Moreira finalizou a devolução dos ativos financeiros bloqueados pelo Plano Collor I na tentativa de resgatar a credibilidade internacional e nacional do governo.

O programa de estabilização de preços, defendido pelo ministro baseou-se em uma política ortodoxa de ajuste econômico, onde foram adotadas políticas que defendiam a sustentação de taxas de juros reais elevadas, mesmo frente a um relativo controle da inflação. Alia-se a esse movimento a reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional, num ambiente de amplo acesso ao crédito e financiamento dado o diferencial de juros interna e externamente.

Quanto à política cambial, no início do programa adotou-se um regime de livre flutuação do câmbio, na busca por reduzir o volume de remessas líquidas ao exterior. Contudo, esse regime de flutuações livres não foi utilizado durante todo o governo que, frente às dificuldades de reduzir as taxas de inflação, alterou esse regime para uma flutuação administrada do câmbio.

A inserção no mercado internacional e as elevadas taxas de juros possibilitaram o ingresso no país de um grande volume de capitais externos

refletindo-se sobre o volume de reservas internacionais brasileiras, como pode-se visualizar na tabela a seguir.

Se em 1991 o volume de reservas era representado por um montante de US\$ 9,406 milhões, em apenas um ano esse valor alcança US\$ 23,754 milhões.

TABELA 2
RESERVAS INTERNACIONAIS
Conceito de Liquidez* - US\$ MILHÕES

1988	9,536
1989	9,679
1990	9,973
1991	9,406
1992	23,754
1993	32,211

*agrega, aos valores do conceito "caixa", os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Fonte: Banco Central.

O entusiasmo dos banqueiros internacionais com a desregulamentação do mercado de capitais levada à prática em 1991 foi tão grande que não hesitaram em entrar no novo 'mercado emergente', a despeito do caos econômico, social e político em que tinha se convertido o governo de Collor. Para enfrentar a inflação galopante exigiram, porém, a indexação ao dólar dos títulos da dívida pública que serviam de lastro à articulação interna e externa da moeda brasileira. (TAVARES, 1999, p.478).

No que se refere ao controle do processo inflacionário pode-se ver que o resultado dessa política foi efêmero, dado que as taxas de inflação retornavam a níveis elevados já no segundo semestre de 1992.

No governo Collor, o volume de títulos públicos federais fora do BC sofreu uma sensível redução, mas que não se sustentou por um longo período, e já em fins de 1991, apresentou uma trajetória ascendente, sendo marcado em meados de 1992 por uma explosiva expansão do estoque da dívida pública em poder de mercado. O endividamento interno foi usado para controlar a oferta de moeda em circulação na economia.

Essa forte redução inicial no estoque de títulos públicos federais se deu pelo recolhimento de haveres financeiros lastreados em títulos da Dívida Mobiliária Federal; e assim, a não disponibilidade desses recursos forçou um alongamento no perfil do endividamento.

No entanto, com o Plano Collor pode-se visualizar que o comportamento da dívida pública no início dos anos 90 sofreu uma relativa redução, de 18,6% do PIB em 1989 para 12% do PIB em 1991.

Contudo, entre os anos 1991 e 1993, a dívida mobiliária federal triplicou devido à política de juros altos, como medida de controle da liquidez, passando de 3,0% do PIB a representar 9,3% do PIB. Com base na análise de Santos (1994) pode-se constatar que a confiabilidade “(...) do instrumento de dívida pública em títulos para atingir (ou acomodar) objetivos de política econômica é utilizada de forma extrema, levando seu estoque a uma expansão acelerada”. (SANTOS, 1994, p.61)

Em 1992, com a devolução de parte dos ativos confiscados e a entrada de um grande volume de capital estrangeiro, como se pode ver pela ampliação no volume de reservas internacionais, criou-se um ambiente de forte ampliação da base monetária. E para manter o controle da quantidade de liquidez, o Banco Central reagiu emitindo novos BBCs, o que fez ampliar novamente a participação dessa instituição na composição da dívida mobiliária federal em poder do mercado.

Esses grandes leilões de BBCs foram realizados frente a um ambiente de juros a 30% ao ano e inflação na casa dos 1.000% ao ano. A dívida pública interna em poder de mercado cresceu em janeiro quase 40%, destacando-se o aumento de NTNs que cresceram por volta de 275%.

Supostamente, para manter uma situação de *restrição do crédito interno*, ao setor privado (pouco endividado e inteiramente líquido), a pretexto de combate à inflação, mas, na realidade para permitir a absorção do superávit privado e da entrada de capitais, foi praticada uma política monetária pretensamente *dura* de colocação de títulos da dívida pública com elevadas taxas de juros reais. Com essa *política*, a dívida interna expandiu-se novamente a uma velocidade vertiginosa, desfazendo rapidamente os efeitos da reforma monetária de 1990 e voltando a introduzir uma forte componente financeira nos gastos públicos. Assim, a situação fiscal, no final de 1992, tornou-se novamente problemática, ao ponto de o novo governo provisório, da mesma forma que o anterior, pedir recentemente uma reforma fiscal de emergência. (TAVARES, 1993, p.19).

O agravamento da instabilidade econômica e política, com o *impeachment* do Presidente da República se demonstraram na exigência do mercado em demandar títulos com prazos cada vez mais curtos e com amplas rentabilidades, que por sua vez, determinou uma explosão no crescimento da dívida mobiliária federal.

Quanto ao perfil da dívida pública, no ano de 1992 “pode-se notar nitidamente seu vigoroso crescimento real, que chegou a representar 31,79% do PIB, ante os 25,92% verificados no final de 1991, e a conseqüente redução do prazo médio dos títulos” (ANDIMA, 1994, p.85).

No final do ano de 1992, com a aprovação do *impeachment* do presidente da República, o governo Collor chega ao fim. A continuidade do governo se dá com o vice-presidente assumindo, até o final do mandato em 1994, mantendo

política de privatização, controle do déficit público e eliminação contínua das barreiras à importação. Nesse quadro, a dívida mobiliária federal continua a desempenhar papel decisivo dado que nos anos 93 e 94 apresenta uma elevação de 9,3% para 11,5% do PIB.

A dívida mobiliária federal triplicou entre 1991-93 não só em função da política de altas taxas de juros reais adotadas para controlar a maior liquidez do sistema, ocorrida com a liberação dos cruzados novos retidos no Banco Central, mas também com o significativo ingresso de moedas estrangeiras, principal fator da redução em 9,5% da participação da dívida externa líquida no PIB. (ROSAR, 2000, p.11).

Segundo o Boletim do Banco Central de 1994, a evolução da dívida mobiliária federal fora do Banco Central apresentou um crescimento considerável na sua em relação com o PIB, como se pode ver na tabela 3 a seguir. A dívida mobiliária no mercado aumentou de cerca de 3,5% do PIB para um montante superior a 10%. No ano seguinte, em 1993, esse percentual se reduz, contudo, em pequena magnitude, representando ainda uma percentagem representativa do PIB, 9,82%.

TABELA 3
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO
- 1991 A 1993 (% DO PIB) -

	1991 2o.sem	1992 1o. sem	1992 2o. sem	1993 1°. sem	1993 2°. sem
Governo Federal e Banco Central	14,71	13,70	12,76	10,35	9,61
Dívida Interna	-2,52	0,42	1,05	0,11	2,13
Dívida Mobiliária fora do Banco Central	3,47	9,41	10,04	9,39	9,82
Dívida Externa	27,74	22,90	20,81	18,89	15,37

Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

O Governo Itamar iniciou num momento de grande crise política e incertezas econômicas. Na tentativa de estimular o crescimento econômico realizando uma política menos recessiva que a elaborada anteriormente, nos seis primeiros meses do ano foram realizadas sucessivas reduções das taxas de juros e mantidas as políticas de emissão de títulos prefixados, onde os BBCs e NTN representavam parte expressiva da dívida total (cerca de 77,6%).

Como fatores expansionistas atuaram, também, as liberações de depósitos vinculados aos DER (CR\$18 bilhões), refletindo o maior volume de saques observado nos últimos meses, a liberação de recursos relativos aos FAF (CR\$ 2 bilhões), e a redução observada nos depósitos de instituições financeiras (CR\$ 1,0 bilhão), resultante da combinação do ingresso de CR\$ 2,8 bilhões

relativos à insuficiência de aplicações de crédito rural com a liberação de CR\$ 3,8 bilhões de depósitos vinculados às cadernetas de poupança. (BANCO CENTRAL, Boletim, 1993, p.12).

Esse movimento expansionista foi retraído pela nova emissão de títulos no mercado num valor de aproximadamente CR\$ 248 bilhões.

Uma nova mudança ocorreu no perfil da dívida ocorreu em setembro, quando, através de um acerto no fluxo contábil dos recursos da União, houve a separação das contas do Tesouro Nacional e do BC. Assim, em troca de antigos papéis em sua carteira, o BC adquiriu as NTNs-L, que passaram a lastrear a dívida externa nele depositada. Os títulos do Tesouro remanescentes na conta do BC foram trocados por NTNs séries D e C. O objetivo da medida era limitar uma das maiores fontes de financiamento do Tesouro. (ANDIMA, 1994, p.88).

No entanto, no segundo semestre não se conseguiu manter a mesma política de redução dos juros, e com o economista Pedro Malan à frente do BC retomou-se a trajetória de crescimento das taxas de juros. As NTNs passaram a representar um percentual ainda maior do que no semestre anterior (89% do total). Esse fato se deveu às recorrentes emissões desse tipo de títulos nas suas diversas séries: série D (NTN cambial, série C e H).

No Brasil, “a indexação diária chegou a abranger todos os ativos financeiros [...], o que ‘endogeneizou’ completamente a oferta de moeda e tomou a política monetária prisioneira das expectativas privadas”.(BELLUZZO e COUTINHO, 1996, p.137).

A ampliação do endividamento interno de curto prazo foi devido às tentativas de desvalorizar o câmbio em um momento em que o Estado possuía elevados estoques de dívida em moeda estrangeira, juntamente ao financiamento das transferências de recursos para o exterior. No primeiro semestre de 1994, a

ampliação da dívida mobiliária federal justifica-se, em grande parte, pelos títulos públicos serem utilizados, nesse momento, como absorvedores da liquidez criada pelo acúmulo de reservas internacionais.

Por outro lado, a queda do endividamento externo, refletiu não somente o acúmulo de reservas, mas também a valorização cambial do real. (...) Ainda com relação à dívida pública interna, a Medida Provisória nº. 542 estabeleceu que o resultado das operações realizadas pela Autoridade Monetária será utilizado para amortização da dívida do Tesouro Nacional, prioritariamente, em relação àquela em poder do Banco Central. (ROSAR, 2000, p.12).

Com intuito de impedir a fuga dos ativos financeiros internos ao dólar foi estimulada a moeda-indexada, lastreada em títulos públicos, o que afetou expressivamente um aumento da dívida mobiliária.

Analisando a dívida pública brasileira pode-se dizer, segundo Santos (1994), que apresenta algumas características específicas: (a) os títulos públicos são ativos financeiros dotados de negociabilidade e liquidez, dependentes do mercado monetário, amparados num amplo mercado secundário e em acordos de recompra; (b) estão envolvidos com os desajustes da intermediação financeira privada (descasamento de prazos e riscos, diferentes indexadores, dependência de fontes externas e públicas); (c) a função de instrumento de política monetária da dívida pública sobressai-se a de financiamento do investimento.

Dentro desse quadro oscilante do comportamento da Dívida Mobiliária Federal, em meados de 1994, implantava-se um importante plano de estabilização de preços, o Plano Real. Contribuíram decisivamente para seu sucesso algumas mudanças ocorridas internacionalmente, conjuntamente à aplicação de determinadas políticas internas, que serão discutidos no capítulo seguinte.

Deste modo criou-se um sistema financeiro baseado em títulos de curto prazo, com altas taxas de juros e liquidez.

Os fatores condicionantes do descontrole da dívida pública, desde meados dos anos 80 até o presente, são: o desequilíbrio externo das contas públicas, as tentativas de correção monetária (via títulos públicos) para conter a inflação, as desvalorizações da taxa de câmbio (para gerar superávits) num quadro de dívida externa “estatizada”, a desmonetização da economia com a tendência hiperinflacionária, a desintermediação financeira e a função dos títulos públicos como lastro da moeda indexada. (BRAGA et al, 1995, p.620).

Pode-se concluir que num ambiente de inflação como os primeiros anos da década de 90, a dívida mobiliária federal passou a desempenhar um papel de substituta do padrão monetário, que se apresentava em contínuo processo de desvalorização e, mais que isso, sua atuação no mercado, via títulos, passou a ser uma alternativa frente ao processo de dolarização, movimento esse que vinha absorvendo algumas economias periféricas.

CAPÍTULO III

DE 1994 A 1999: A EXPLOSÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL E A ESTABILIDADE DE PREÇOS PÓS-PLANO REAL

III. I. ASPECTOS GERAIS DO PLANO

O Plano Real pode ser considerado um dos planos mais bem sucedidos quanto à contenção do processo inflacionário e à sustentação da estabilidade de preços.

Durante o primeiro semestre de 1994, a economia brasileira defrontava-se com uma inflação mensal de 43,2% em média. Já no final desse ano obteve-se uma forte redução dessa mesma taxa, que passou para 5,9% em média, alcançando em dois anos, especificamente, no segundo semestre de 1996, uma taxa de 0,44% ao mês, bem abaixo da média habitual das últimas décadas no Brasil.

“A inflação anual – medida pelos diferentes índices – que em 1993 superava o patamar de 2.500%, caiu em 1994 para cerca de 900%, ficando em tomo de 25% em 1995 e 10% em 1996”. (ANDIMA, 1997).

O processo de desindexação executado com eficácia por meio da instituição da URV (Unidade Referencial de Valor) configurava uma proposta de controle da inflação, baseada de tentativa de sincronizar o movimento de indexação. Uma vez sincronizados os reajustes, esse indexador se transformaria no próprio padrão monetário, e assim, o nível de preços se estabilizaria, desaparecendo o indexador. Esse projeto de política econômica destacava-se no

debate sobre inflação brasileira, em meados da década de 80, sendo suas idéias difundidas nos trabalhos dos economistas Pérsio Arida e Lara Resende.

As propostas desenvolvidas por esses autores nortearam a construção do Plano Real. Seguindo suas premissas pode-se afirmar que

1) os fatores primários da inflação, a saber, o déficit operacional do setor público e a política monetária, estão sob controle. Não há pressão exagerada de demanda (...), e o país readquiriu condições mínimas de reservas para evitar gargalos nas importações. 2) A inflação agora é essencialmente inercial. (RESENDE, 1989, p.151).

Um fator essencial nesse projeto, num primeiro momento, foi a circulação simultânea de duas moedas: o cruzeiro real e o real. Deste modo, a recém criada moeda estaria protegida do imposto inflacionário tal a sua relação estável com a ORTN, e num primeiro momento, em relação ao dólar. Diante dessas características a moeda voltou a ser um ativo financeiro atrativo, passando a ser muito demandado.

A expectativa dos formuladores dessa política era que seria retomada a credibilidade da moeda como reserva de valor e unidade de conta.

Estará criado assim novo espaço para o financiamento do setor público a juros reais zero. (...) O custo relativo de reter moeda em relação às aplicações financeiras de curto prazo, principalmente dos ativos financeiros que são substitutos muito próximos da moeda, como as aplicações de *overnight*, será substancialmente reduzido. Em decorrência cairá sensivelmente a demanda por tais ativos e aumentará a demanda por moeda (depósitos à vista mais papel-moeda indexados). Através das operações de dívida pública via mercado aberto, haverá necessidades de injetar a nova moeda para evitar crises de liquidez no mercado financeiro. (Id., 1989, p.154).

Partindo desse diagnóstico o Plano Real promoveu a inserção de uma nova moeda buscando eliminar os componentes inerciais do processo inflacionário. Entretanto, agravou-se a situação das finanças públicas quando o governo adotou medidas restritivas em relação ao crédito desaquecendo o nível de atividade econômica, via produto e renda.

Os efeitos da inflexão de trajetória da economia sobre as finanças públicas não se restringiram à perda de receita de impostos, mas refletiram-se no alto custo das intervenções do BC ao sistema bancário. Estas mesmas circunstâncias agravaram o desequilíbrio financeiro dos Estados, que ingressaram em uma etapa de penúria de recursos e de crescimento insuportável dos estoques da dívida mobiliária e contratual. (BELLUZZO e COUTINHO, 1996, p.143).

O Plano Real apresentou-se na economia brasileira como um bem sucedido plano de estabilização de preços. A entrada de capitais externos aliada à abertura comercial serviram de base de sustentação para o processo de estabilização, alterando-se, assim, o processo de formação de preços na economia brasileira, onde os *mark-ups* se reduziram e se estabilizariam, finalizando o processo inflacionário que atravessou a economia ao longo dos anos 80.

Nesse contexto, iniciou-se um profundo movimento de importação e, conseqüentemente, de deterioração do saldo da balança comercial. Se por um lado tinha-se o barateamento dos produtos importados, por outro se reduzia o grau de competitividade dos produtos brasileiros no exterior. Se em 1994 o saldo da balança comercial apresentava um superávit de US\$ 10,5 bilhões, em 1995 configurou-se um déficit de US\$ 3,4 bilhões, aprofundando em 1996 para US\$ 5,5 bilhões.

As altas taxas de juros internas, ou melhor, o diferencial da taxa de juros interna com a taxa de juros internacional, pode ser considerado um forte estímulo à entrada de capitais que determinaram a acumulação de reservas internas. Contudo, nesse ambiente de incerteza, instabilidade e globalização financeira,

com a explosão da crise do México, esse nível reduziu-se drasticamente e de maneira veloz devido à saída de um intenso volume de recursos de curto prazo. Sendo assim, o programa de estabilização, via âncora cambial, enfrentou seu primeiro desafio com a crise mexicana do final de 1994 e início de 1995, fazendo uso das reservas internacionais para assegurar a estabilidade cambial e atravessar a crise.

A política cambial adotada pelo governo, entre julho e setembro de 1994, se constituiu na retirada da autoridade monetária no mercado de câmbio que adicionado ao influxo de capital externo determinou a valorização da moeda em relação ao dólar. Em setembro de 1994, no entanto, o real havia alcançado seu maior valor frente à moeda norte-americana e o Banco Central passou a intervir no mercado para que as cotações não ultrapassassem certos limites. Em março de 1995, com a crise mexicana, iniciou-se a formalização das bandas cambiais, podendo ser caracterizado como um período profundamente complicado para a economia brasileira e suas contas externas.

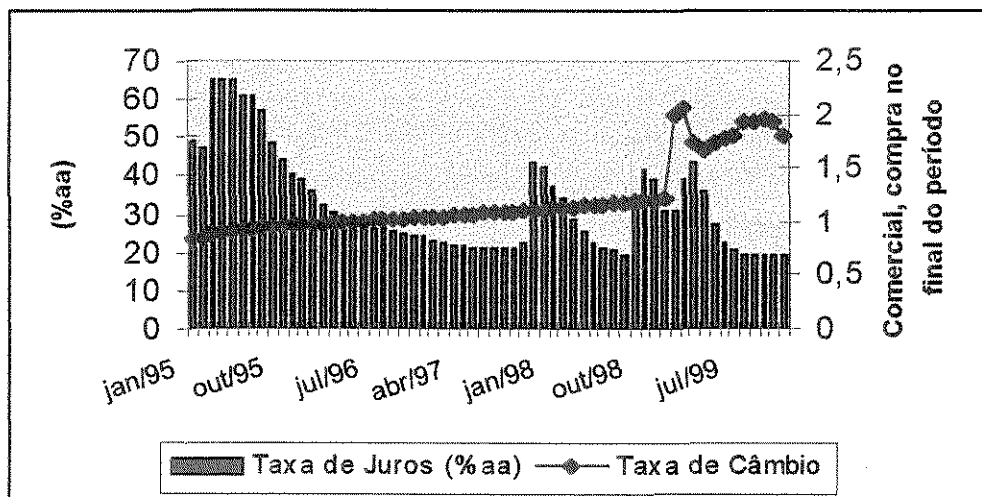
A combinação de regimes cambiais da classe dos regimes de câmbio fixo, com o ressurgimento em grande escala dos movimentos de capitais, provou a ser uma combinação explosiva, sujeitando essas economias a ataques especulativos. Eles não ocorreram somente nos países emergentes, como no México, em 1994, que contagiou a Argentina, ou nos países do sudeste asiático, em 1997, ou na Rússia, ao final de 1998, e logo em seguida no Brasil, mas já haviam ocorrido anteriormente em 1992 em vários países europeus, que então vinham fixando as paridades de suas moedas em relação ao marco alemão. (PASTORE e PINOTTI, 1998, p.02).

Até 1998, o cerne da política econômica baseava-se na relação da taxa de câmbio valorizada e das taxas de juros elevadas, o que culminou em uma piora na situação do endividamento do setor público, desenvolvendo assim, uma crise de confiança no governo dado os elevados patamares de dívida pública.

Como se pode observar no gráfico 2, a seguir, vê-se que a política monetária implantada no Plano Real combinou uma política de valorização da taxa de câmbio com uma política de altas taxas de juros, pois eram esses juros elevados em relação ao mercado externo, que incentivaram a entrada de capital estrangeiro, formando um amplo volume de reservas internacionais, que desempenhavam a função de sustentáculo da sobrevalorização da taxa de câmbio.

GRÁFICO 2

TAXA DE JUROS SELIC (% a.a.) e TAXA DE CÂMBIO



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

No entanto, esses capitais ingressantes no sistema financeiro nacional, que eram em sua maioria de curto prazo, frente à crise do México, no final de 1994, deixaram o país representando um volume expressivo, o que desequilibrou a conta de Balanço de Pagamentos. Efetuou-se, então, um novo aumento da taxa de juros com intuito de recuperar o volume de reservas anteriores à crise.

Diante de um ambiente de incerteza dado pelas crises internacionais, o governo sentiu-se obrigado a emitir títulos da dívida pós-fixados durante todos os

anos seguintes, culminando em junho de 1999, em um montante de quase 60% do total da dívida mobiliária federal. Concomitantemente, observa-se, um movimento de emissão crescente de indexados à taxa Over/Selic e curtíssimo prazo.

Deve-se destacar que logo no início de 1994, o endividamento interno sofreu um aumento de 37%, e assim, a partir de 1995, a dívida mobiliária deixou de apresentar a tendência de aumentos esporádicos, e passou por um novo período de escalada ascendente da dívida mobiliária fora do Banco Central.

A dívida mobiliária ampliou-se tanto pelas emissões do Tesouro Nacional, quanto pelas realizadas pelo Banco Central. No entanto, os títulos emitidos pelo Tesouro representaram um percentual maior da dívida durante quase todo o período.

Analisando a tabela a seguir, é possível visualizar e traçar uma trajetória da dívida mobiliária federal e sua participação na dívida fiscal líquida total, a partir da implantação do Plano Real e nos anos subseqüentes. Enquanto em 1994, a dívida mobiliária federal era representada por 11,1% do PIB e a dívida líquida fiscal era de 28,1% do PIB; em setembro de 1997 a dívida mobiliária passou para 24,6% e a dívida líquida fiscal atingiu 33,3% do PIB. Nota-se um aumento relativo na participação da dívida mobiliária federal frente à dívida fiscal líquida.

Pode-se verificar, também, uma contenção da dívida externa líquida e da base monetária, como medidas de política antiinflacionária, para não pressionar a ainda frágil estabilidade de preços. A manutenção de ambas no mesmo nível demonstra que a maior responsável pela ampliação da dívida fiscal é a dívida com títulos públicos.

TABELA 4
DÍVIDA LÍQUIDA E DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL
1994 -SET/1997 - (%PIB)

Discriminação	1994	1995	1996	set/97
Dívida Líquida do Setor Público Total	28,1	29,9	34,4	34,0
Ajuste patrimonial	-	-	1,9	0,8
DÍVIDA FISCAL LÍQUIDA	28,1	29,9	32,5	33,3
Dívida Mobiliária Federal	11,1	15,3	22,1	24,6
Outras Dívidas Internas	8,9	9,2	8,3	7,3
Base monetária	3,2	3,1	2,5	3,6
Dívida Externa Líquida	8,1	5,5	4,0	3,7
Créditos do BC às inst. fin.	(3,8)	(5,0)	(8,6)	(9,4)
NFSP*				
Primário	(5,1)	(0,4)	0,1	(0,7)
Juros Reais	3,8	5,1	3,8	3,4
Operacional	(1,3)	4,8	3,9	2,7
Nominal	43,7	7,1	6,1	4,6
Fonte: Boletim de Finanças Públicas, IPEA, 1999.				

Em fins de 1998, vê-se um amplo movimento de saída de capitais do Brasil.

Durante agosto o fluxo de saída atingiu US\$ 11 bilhões e acelerou-se nos primeiros dias de setembro. Na sexta-feira, saíram US\$ 1,8 bilhão no flutuante e US\$ 1,1 bilhão no comercial, perfazendo o total de US\$ 6,7 bilhões no mês. Depois de superar os US\$ 70 bilhões, no início de agosto, as reservas seguramente declinaram para menos de US\$ 60 bilhões no início do mês. (PASTORE e PINOTTI, 1998, p.01).

Com base nessa breve exposição dos aspectos gerais do Plano e quadro econômico, o trabalho passará agora a analisar com maior detalhamento o

processo de colocação e resgate dos títulos públicos no mercado como elemento de sustentação da estabilidade dos preços.

III. II. OS PAPÉIS DESEMPENHADOS PELA OFERTA DE TÍTULOS DIANTE DO CONTROLE DO PROCESSO INFLACIONÁRIO

Concomitantemente ao sucesso no controle do processo inflacionário tem-se um aumento do endividamento interno em 37% no ano de 1994. E, seguindo essa tendência, a partir de 1995, a dívida mobiliária deixou de apresentar aumentos esporádicos, passando por um novo período de escalada ascendente. Houve uma explosão na relação endividamento/PIB, que saltou de 11,2% em 1994, para 21,3% em apenas dois anos.

Esse crescimento explosivo pode ser explicado ao se analisar o papel desempenhado pelos títulos públicos na formulação dessa política. Pode-se considerar que uma das principais razões para esse aumento foi a crescente entrada de capital estrangeiro, que gerou conseqüentemente, um grande acúmulo de reservas internacionais do governo a partir de meados de 1995.

As operações com títulos públicos federais faziam com que se conseguisse esterilizar as pressões pelo aumento de liquidez, mas mesmo com essa medida a base monetária sofreu expressivo aumento de R\$ 17,1 bilhões nos seis meses primeiros do Real, conseguindo manter esse nível, e posteriormente, reduzi-lo num montante de R\$ 500 milhões.

Apurando-se o estoque de títulos federais sob responsabilidade do Tesouro Nacional nota-se uma sensível ampliação entre os meses de janeiro e outubro de 1994. Apresentou um salto de R\$ 16,6 bilhões em janeiro para R\$ 67 bilhões em

outubro, onde desse total R\$9,9 bilhões eram de responsabilidade das LFTs e por R\$56,6 bilhões das NTNs.

Nos meses seguintes, do referido ano, destacou-se um movimento de redução dessa dívida, que passou dos R\$ 67 bilhões em outubro para R\$ 59,3 bilhões em dezembro. Essa diminuição da dívida demonstrava a tentativa do governo na busca pelo controle dos agregados monetários e do endividamento público, de modo a não colocar em risco o controle inflacionário alcançado.

A partir do ano de 1995, no entanto, interrompeu-se esse movimento oscilatório da dívida, com esporádicos aumentos; iniciando-se, assim, um período de crescimento contínuo e acelerado da dívida mobiliária fora do Banco Central. Pode-se visualizar esse movimento observando o crescimento da dívida de R\$ 61,1 bilhões em janeiro para R\$ 79,1 bilhões em setembro, alcançando um valor acima de R\$ 80 bilhões em outubro do referido ano.

Frente à crise mexicana, com a crescente desvalorização do peso em relação ao dólar, o Brasil sofreu um forte reflexo especialmente na Bolsa de Valores, que apresentou queda de 10,77% no mês de janeiro. As incertezas que rondavam as economias periféricas acabaram por determinar uma saída no capital estrangeiro, reduzindo o volume de reservas internacionais.

Frente esse ambiente, com a execução de um ano do Plano Real, o governo Fernando Henrique Cardoso determinou uma Medida Provisória n. 1.053, em 30 de junho de 1995, com o intuito de diminuir sobremaneira o nível de indexação da economia brasileira.

Dentre as principais medidas têm-se: 1. a aprovação da correção monetária ou de preços por índices que representem variação dos custos da produção num período maior que um ano; 2. a criação da taxa básica financeira (TBF) que seria utilizada no mercado financeira; 3. a criação da Ufir (unidade fiscal de referência) sendo reajustada semestralmente.

Diante do êxito quanto à estabilidade dos preços, Giambiagi e Além (1996, p.03) constataam que no ano de 95 a dívida pública retorna a uma trajetória de crescimento alcançando 28% do PIB, "em 1996 chegou a 32% do PIB. Isso decorreu, fundamentalmente, do aumento da dívida interna, que passou de 17% do PIB em 1994 para 22,3% em 1995 e para 27,2% em 1996".

Essa ampliação pode ser entendida ao se considerar a necessidade do governo em calibrar o volume de liquidez da economia atuando de maneira contracionista com as operações de mercado aberto via emissão de títulos.

A continuidade do uso dos títulos como forma de compensação aos elementos que pressionavam a base monetária fez com que a dívida mobiliária mantivesse sua trajetória de crescimento. De acordo com o Boletim do Banco Central de 1997, esse montante era de R\$ 82,9 bilhões em dezembro de 1995 e passou para R\$ 100 bilhões em fevereiro de 1996, ou seja, houve um aumento de R\$ 17,1 bilhões em apenas 3 meses.

Outro elemento que também pressionava a ampliação da base monetária foi o programa de reestruturação do sistema financeiro, com a assistência financeira do PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro, no final de 1995, que injetou na economia um volume expressivo de recursos. Concomitantemente a essa expansão, as operações com títulos públicos atuaram na direção contrária, auxiliando na redução da base monetária em quase R\$ 3,2 bilhões.

No ano de 1996, o perfil do volume de títulos em poder do público apresentavam-se dessa maneira, segundo o Relatório Anual do Banco Central: - os títulos prefixados foram reduzidos em 20% de dezembro de 1996 para mesmo período do ano seguinte; -o volume de títulos atrelados ao Over/Selic, como as LFTs, passaram de 18,8% do total em para 34,8% nesse mesmo período; - os títulos cambiais ampliaram-se dada a emissão de NBC – E e de NTN – A3.

No final de 1996, a criação da TBAN (Taxa de Assistência de Liquidez do Banco Central) e da Taxa Básica de Juros (TBC) mostraram o custo das operações de redesconto junto ao Banco Central, e assim, institucionalizaram a assistência financeira de liquidez como um instrumento de política monetária.

O ambiente de crise mundial forçou o Copom (Comitê de Política Monetária) no final de outubro a elevar substancialmente as taxas de juros internas, de 1,67%a.m. em outubro para 3,04% a.m. em novembro.

A contenção da saída e diminuição do volume de reservas de forma imediata fez com que o governo passasse a retomar o viés de baixa nos juros e efetuar leilões de títulos com prazos mais ampliados e a taxa de juros compatível com títulos de curto prazo.

Nesse ambiente, “a duração dos títulos colocados em oferta pública avançou de 87 dias, ao final de 1996, para 198 dias, em 1997. Destacaram-se as colocações de BBC de 365 dias, LTN de 2 anos e NTN-D de 5 anos, este último corrigido pela variação cambial”. (BANCO CENTRAL, 1997, p.46).

No entanto, esse momento de tranquilidade logo acabou diante dos desequilíbrios das economias asiáticas, em julho de 1997, e da abrupta elevação nas taxas de juros de Hong Kong em outubro de 1997, que propiciaram a queda das maiores bolsas de valores. O governo brasileiro reagiu elevando a taxa de juros, a fim de manter o volume de reservas internacionais e eliminar a incerteza quanto às decisões de manutenção da política cambial; e após sete meses de estabilidade a TBC é elevada de 1,58% para 3,05% e a TBAN é elevada de 1,76% para 3,23%.

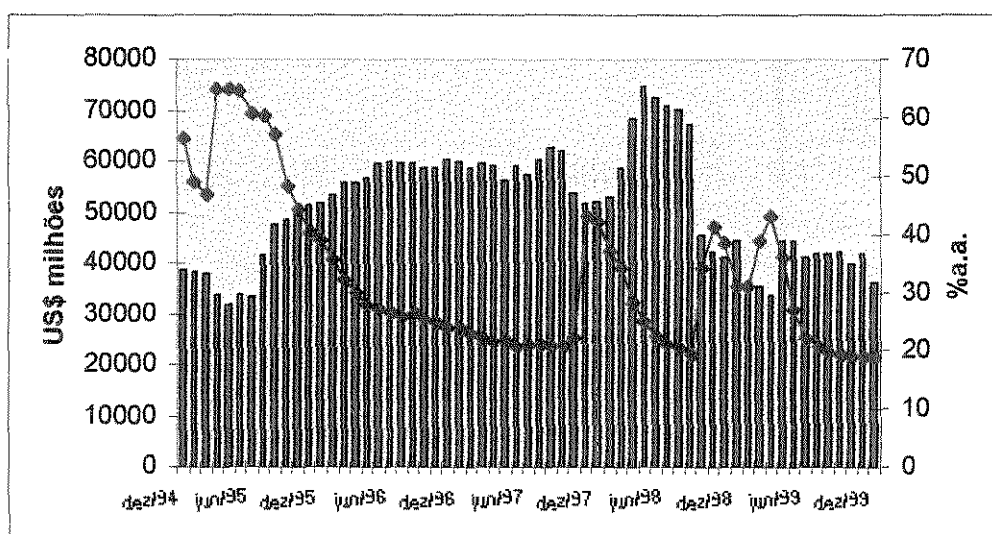
Não se deve esquecer que a vulnerabilidade da economia brasileira não se deu somente por fatores externos, mas também por fatores endógenos criados pela própria opção de política econômica do governo, sustentada pela política monetária, que se encontrava amarrada ao capital internacional de curto prazo.

O programa de estabilização brasileiro para enfrentar essa nova crise na Ásia lançou mão do uso de um pacote fiscal e do aumento da taxa de juros, a fim de diminuir o déficit primário do setor público. No ano de 1998, a crise na Rússia obriga o governo a mais uma vez aumentar a taxa de juros passando, nesse momento, a ter como suporte um acordo com o FMI, onde seriam estabelecidas metas a cumprir e um empréstimo ao país.

Observando o gráfico 3 abaixo pode-se notar os movimentos da taxa de juros e das reservas internacionais simultaneamente. Em momentos de crise ocorre uma sensível redução no volume de reservas. No período seguinte, com a elevação da taxa de juros e o retorno dos capitais estrangeiros ao país obtém-se uma retomada do nível de reservas, como pode-se observar em meados de 1995, 1997 e 1998.

GRÁFICO 3

RESERVAS INTERNACIONAIS (conceito de liquidez) E TAXA DE JUROS (% a.a.)



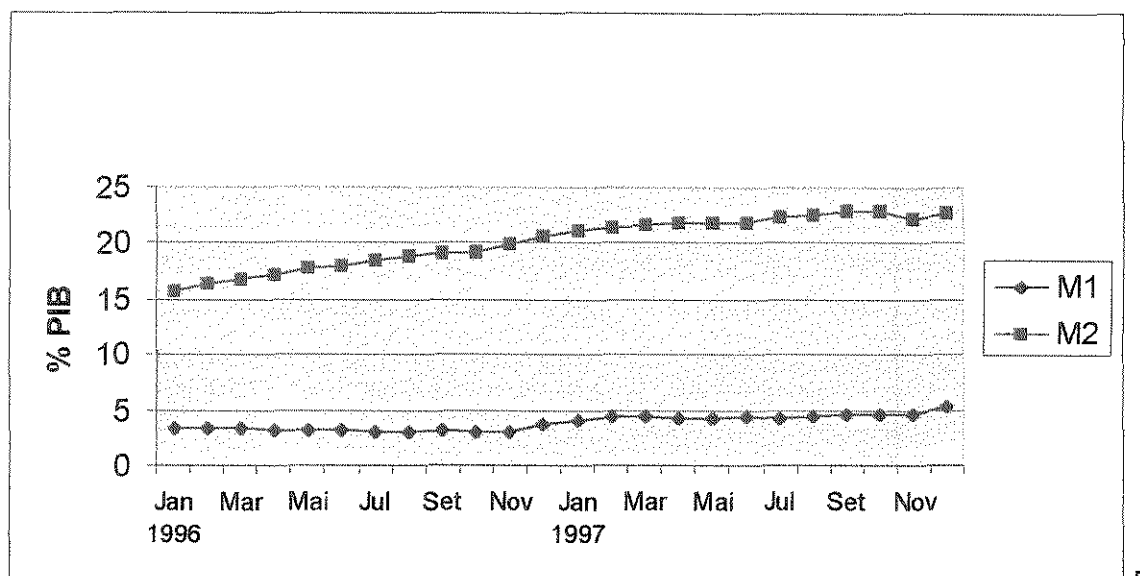
Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

Deste modo, a presença de choques externos, a instabilidade do sistema financeiro mundial, determinaram uma alteração na composição da dívida mobiliária. Os reflexos foram sentidos logo nos primeiros meses de 1998, onde o agravamento das crises financeiras e um movimento constante de redução das taxas de juros determinaram uma demanda pelas Letras do Tesouro Nacional (LTN) de prazos de 182 e 364 dias, juntamente com LTN de 91 dias, no final de ano.

Frente a esse ambiente de incerteza, deu-se preferência por colocações de LFT - Letras Financeiras do Tesouro que relacionadas ao *overnight*, possibilitaram a ampliação nos prazos de emissão, para um prazo em torno de sete a doze meses. E desta maneira, a dívida mobiliária passou a apresentar uma composição bem diversa do ano anterior.

Com a emissão de grandes volumes de títulos, observa-se pelo gráfico a seguir que a evolução do M2 se deu em patamares bem superiores ao crescimento de M1. O M2 saltou de 15,67% do PIB em janeiro de 1996 para 22,70% do PIB em dezembro de 1997. “O elevado déficit público registrado em 1995 foi financiado, principalmente, pelo aumento da dívida pública, já que a expansão monetária foi bastante reduzida – de apenas 0,6% do PIB, ao contrário do que ocorrera entre 1990 e 1994”. (Giambiagi e Além, 1996, p.22).

GRÁFICO 4
EVOLUÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO (% PIB)



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central.

Frente às transformações no sistema financeiro mundial, internamente buscava-se uma reestruturação do próprio sistema financeiro. Durante o ano de 1997, destacaram-se as fusões e aquisições, caracterizadas especialmente pela presença maciça de bancos com participação do capital estrangeiro, que de 38 bancos passaram a ser 77. Em 1995, enquanto os bancos privados de capital nacional detinham 34,1% do total dos depósitos mantidos no sistema bancário, em 1997, esses bancos reduziram sua participação para 27,9%, no entanto, os bancos com participação estrangeira desenhavam uma trajetória inversa, passando de 6,2% para 11,7% do total dos depósitos.

Diante desse novo ambiente financeiro, a dívida mobiliária federal fora do Banco Central continuava apresentando crescimento. Em 1997, em relação ao ano de 1996, apresentou um crescimento de 45%, passou de R\$ 176,2 bilhões atingindo o montante de R\$ 255,5 bilhões no final de 1997. A explicação para tal ampliação do endividamento pode se dar por 4 fatores: - emissão de LFT para a

renegociação com o Estado de São Paulo (R\$ 56,7 bilhões); - emissão de LFT para o INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social) (R\$ 6 bilhões); - emissão de NTN – P como trocas dos créditos securitizados recebidos como pagamento durante o Programa Nacional de Desestatização¹ (R\$ 7,6 bilhões); - emissão de NTN – A3 em troca de papéis decorrentes do acordo da dívida externa (R\$ 5,9 bilhões).

A emissão NTN-P, em setembro (a preços de dezembro de 1995), foi o fator responsável pelo aumento global da dívida. Esses papéis foram adquiridos por instituições públicas, em troca de créditos securitizados, recebidos como pagamento nas alienações realizadas no âmbito do programa Nacional de Desestatização. (FUNDAP, Indicadores IESP, set/out. 1997, p.26).

Considerando a totalidade dos títulos no mercado, os títulos do Tesouro Nacional representavam 74,5% desse total, demonstrando dessa maneira o importante papel desempenhado por essa autoridade monetária no controle da liquidez da economia e a grande responsabilidade sobre o aprofundamento da crise das finanças públicas.

Com o auxílio da tabela e do gráfico a seguir, pode-se analisar os títulos públicos quanto à forma de indexação. Com o controle da inflação o IGP-M deixou de ser um indexador atraente para os investidores, vê-se sua redução de 12,5%, em 1994, dos títulos indexados a esse índice de preços para 0,3% em 1997. Em 1996 instituiu-se a Taxa de Juros de Longo Prazo, mas com representação mínima de 1,4%, reduzindo para 0,6% em 1997, esses dados mostram a baixa demanda por investimentos de longo prazo diante da baixa confiabilidade do mercado na estabilidade alcançada pelo Plano Real e de tamanha incerteza no

¹ “Rapidamente, a privatização passou a ser viabilizada com a inclusão de outras moedas, muitas delas desconhecidas como as Dívidas Vencidas Renegociadas (DVR), que passaram de obras e serviços não pagos a empreiteiros e fornecedores no final do Governo Sarney, ou os Títulos da Dívida Agrária (TDA), dos quais o Tesouro Nacional não possuía registro”. (BIASTOTO JR, 1995, p.244). Deste modo, as expectativas de executar as privatizações sem ônus patrimonial e com expressivos impactos fiscais frustraram-se, caracterizando uma simples permuta de patrimônio por dívidas.

sistema financeiro de países periféricos que se apresentavam em constantes crises.

TABELA 5

**TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR (%)**

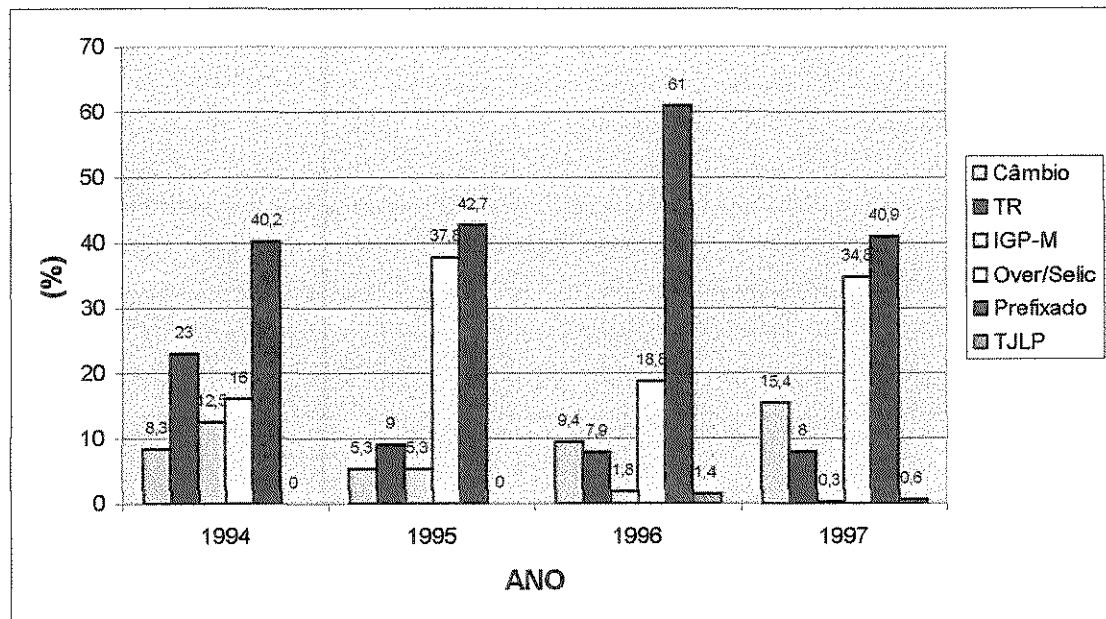
Índice de correção	1994	1995	1996	1997
Câmbio	8,3	5,3	9,4	15,4
TR	23,0	9,0	7,9	8,0
IGP-M	12,5	5,3	1,8	0,3
Over/Selic	16,0	37,8	18,8	34,8
Prefixado	40,2	42,7	61,0	40,9
TJLP	-	-	1,4	0,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração Própria. Dados: Banco Central do Brasil, 1997.

Pelo gráfico a seguir pode-se perceber que, predominantemente, os títulos prefixados perpetuam-se como os mais representativos no decorrer dos anos. Os títulos indexados ao Over/Selic sofreram, em contrapartida, mudança na posição, em 1994, colocando-se como o terceiro maior indexador e a partir de 1995, ocupando a segunda posição, mantendo-se nela até 1997. Nos momentos de crises internacionais, em 1995 e 1997, vê-se um aumento da demanda por títulos de curto prazo, refletindo no aumento de títulos indexados no Over/Selic, que em 1997, representavam 34% do total.

GRÁFICO 5

EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR



Fonte: Boletim do Banco central. Elaboração própria.

No início de 1997, ingressou na economia um grande volume de capital, por volta de US\$ 11,5 bilhões, decorrente especialmente de operações no mercado financeiro. Um dos estimuladores da entrada desses recursos de curto prazo foi o fortalecimento das operações de *hedge*, destacando-se a instituição da Resolução n.63 ("63 caipira") que permitia a aplicação de recursos internalizados para repasse aos setores agrícola, exportador, em títulos com indexação no câmbio.

No referido período, as emissões do Banco Central deram-se especialmente em LBC, indexadas à taxa Selic e destinadas à troca por títulos do Tesouro referente ao Proes – Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária. Essas Letras acabaram

reduzindo o prazo médio da dívida mobiliária para 4,8 meses, que, em dezembro de 1997, era de 6,6 meses.

Recuperou-se o volume de reservas cambiais pela atuação do setor público na colocação de títulos públicos no exterior.

Em menos de uma semana, o Brasil consolidou o retorno ao cenário internacional, captando cerca de US\$ 910 milhões em dois lançamentos: o primeiro ocorreu no último dia 20 (março), envolvendo os chamados *global bonds* – papéis de longo prazo (30 anos) -, destinados basicamente a *hedge fund*; e o segundo, quatro dias depois, quando o Governo captou US\$ 411 milhões, em marcos alemães, mediante a emissão de títulos com prazo de 10 anos. (ANDIMA, março, 1998, p.03).

No final de 1998, a economia brasileira enfrentou mais uma crise financeira, aprofundando o clima de instabilidade internacional com a decretação da moratória da dívida interna na Rússia. Riscos crescentes pairavam sobre os países periféricos o que culminou, no caso do Brasil, em uma perda expressiva de reservas internacionais de agosto a setembro de 1998.

Pela tabela, a seguir, pode-se perceber a redução a partir do mês de abril, e agravada em agosto, onde de US\$ 67,3 bilhões passou ao montante de US\$ 45,8 bilhões.

TABELA 6

**VOLUME DE RESERVAS INTERNACIONAIS NO BANCO
CENTRAL EM 1998
US\$ milhões**

	Caixa 1)	Balanço de Pagamentos 2)	Liquidez 3)
Jan	52 479	52 632	53 103
Fev	57 417	57 600	58 782
Mar	67 772	68 101	68 594
Abr	73 849	74 164	74 656
Mai	71 951	72 326	72 826
Jun	70 060	70 397	70 898
Jul	69 368	69 731	70 210
Ago	66 480	66 855	67 333
Set	44 986	45 332	45 811
Out	41 562	41 897	42 385
Nov	40 289	40 626	41 189
Dez	43 617	43 971	44 556

1) Conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.

2) A variação de posição, excluídas as contrapartidas por valorização/desvalorização de outras moedas frente ao dólar norte-americano, monetização/desmonetização de ouro e outros ajustamentos, corresponde à variação dos haveres no balanço de pagamentos.

3) Agrega, aos valores do conceito "caixa", os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Fonte: Banco Central do Brasil, maio de 1999.

Nesse momento, o governo para evitar fuga maior de capital eleva a taxa de juros, mas mesmo assim o movimento de saída de capitais permanece forte. O governo reagiu de imediato buscando assegurar ao mercado que não efetuará nenhuma alteração na política de câmbio vigente, nem colocaria algum empecilho ao movimento de capitais no país. Simultaneamente, o governo responde com novas elevações da taxa de juros de 20% a.a. para 30% a.a., e poucos dias

depois para 40% a.a. evitando a saída abrupta de capital dos investimentos feitos no Brasil.

O quadro econômico agravava-se com o fato dos títulos públicos ofertados no mercado serem na sua maioria indexados à taxa Selic, o que causava um aprofundamento da dívida pública.

Para reverter esse pessimismo, as autoridades tinham de elevar a taxa de juros de curto prazo, estancando o fluxo de saída de capitais, reafirmando seu compromisso com o regime cambial e evidenciando que colocavam o equilíbrio externo do país acima de outros objetivos. (PASTORE e PINOTTI, 1998, p.02).

Com a tabela a seguir pode-se verificar a evolução da composição da dívida mobiliária no ano de 1998. Se em dezembro de 1997 o título mais significativo era a LTN (Letras do Tesouro Nacional), em apenas um ano, em dezembro de 1998, esse passou a ser a LFT (Letras Financeiras do Tesouro) por oferecer prazos ainda menores de vencimento.

TABELA 7
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL- (%)

Títulos mais significativos

TÍTULO	dez/97	Nov/98	dez/98
LTN	38,6	6,4	6,0
LFT	6,6	41,4	44,9
LFT-A	19,8	26,4	25,6
LFT-B	5,5	6,2	6,3
NTN-A	2,6	2,0	1,5
NTN-D	9,5	7,7	7,0
NTN-H	3,1	1,4	1,2
NTN-P	5,8	4,2	3,7
DEMAIS	8,5	4,3	3,8
	100	100	100

Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil.

De acordo com o Relatório da 23^a reunião do Copom, em abril de 1998,

em operações com títulos públicos federais, o impacto monetário foi expansionista em 6,2 bilhões até o dia 24 de julho. O mercado primário registrou expansão de 2 bilhões, sendo que o Banco Central foi expansionista em R\$ 7,5 bilhões e o Tesouro Nacional contracionista em R\$ 5,5 bilhões. Concomitantemente, o mercado secundário registrou expansão de R\$ 4,4 bilhões, com as operações de extramercado apresentando uma contração de R\$ 224 milhões. (BANCO CENTRAL, 1998).

Em junho de 1998, constituiu-se uma ampliação da dívida mobiliária federal de R\$ 2,7 bilhões, onde R\$ 1,9 bilhão tratavam-se de colocações primárias de títulos públicos. Em relação à participação por indexador tinha-se uma diminuição dos títulos indexados à variação cambial (R\$ 3 bilhões) e de títulos prefixados (R\$ 59,1 bilhões); e ao mesmo tempo, tinha-se o aumento dos títulos pós-fixados, indexados à Taxa Referencial do SELIC num montante de R\$ 64,8 bilhões.

Nesse referido mês, a maioria das emissões do Tesouro deu-se em nome da renegociação das dívidas dos estados de Minas Gerais, Sergipe e Bahia, foram elas: - emissão de R\$ 1,6 bilhão em Letras Financeiras do Tesouro Nacional – Série A (LFT-A) e Letras Financeiras do Tesouro Nacional – Série B (LFT-B).

À medida que se agravava a situação das reservas com a saída brusca de capitais diante de cada crise externa, buscou-se estimular o regresso desses pelos incentivos fiscais, como a isenção de impostos de renda para aplicações estrangeiras em renda fixa. Outra medida efetuada, simultaneamente, foi a emissão no mercado de títulos públicos indexados à moeda norte-americana, para assim, atrair recursos estrangeiros para esse investimento que se apresentava com maior confiabilidade aos investidores financeiros.

O governo buscava assegurar o volume de reservas não somente elevando a taxa de juros como havia executado até então, pois era preocupante o impacto da elevação dos juros durante os últimos 4 anos sobre as contas públicas. O Copom simulando situações onde a taxa Selic seria elevada em 12% durante 3 meses, e onde a taxa Selic seria elevada em 5% em quatro meses, obtendo o custo para as finanças públicas em cada caso. O custo fiscal ocasionado pelo primeiro, dado o estoque da dívida de 38% do PIB, seria de 1% do PIB no déficit nominal e o segundo incrementaria 0,5% do PIB. Fixou-se, então, a TBC em 19,00% a.a. e a TBAN em 29,75% a.a.

Diante do ambiente de incerteza internacional, os países da América Latina estavam no centro das atenções, especialmente o Brasil, dado que o comportamento dos seus ativos financeiros condicionava o comportamento da economia internacional, o que induziu aos investidores internacionais ao *flight to quality*.

Analizando-se a seqüência dos eventos (as crises do México, da Ásia e da Rússia), podia-se notar as diferentes características de cada crise. No caso mexicano e das primeiras manifestações de crise na Ásia, as crises estavam diretamente relacionadas às dificuldades com a administração de regimes cambiais de pouca flexibilidade. Os problemas russos e a atuação do FMI trouxeram à tona a discussão sobre o risco de crédito. O caso da Malásia, que acolheu rapidamente a sugestão de controle cambial formulada pelo Prof. Paul Krugman, aguçou a percepção de que os países emergentes ofereciam riscos não apenas no tocante a seus regimes cambiais, mas também quanto à disposição de cumprir suas obrigações internacionais.(BANCO CENTRAL, setembro/99).

Pode-se perceber pela tabela a seguir que a dívida mobiliária federal sofreu um processo de expansão dos seus prazos de maturidade, de cerca de 193 dias em 1995 passou para 269 dias o prazo em médio dos títulos. Esse fato demonstra a política do governo na tentativa de aumentar prazos, alongando o tempo de maturidade desses papéis.

TABELA 8

PRAZO MÉDIO DOS TÍTULOS PÚBLICOS EM MERCADO

- 1995/98 - (em dias)

Critério de Medição	1995	1996	1997	1998
Banco Central	198,9	223,0	436,3	495,9
Tesouro Nacional	109,3	98,1	179,3	269,5

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IPEA/DIMAC/CGFP, *apud* Pinheiro (2000, p.12.)

Contudo, em julho de 1999, o Tesouro Nacional a fim de propiciar um aumento de liquidez ao mercado secundário de títulos públicos, retornou à emitir títulos prefixados e de prazos mais longos que a LFT, passando a emitir R\$ 500 milhões em Letras do Tesouro Nacional de 362 dias, ou seja, com vencimento em 5 de julho de 2000, na tentativa de alterar novamente a composição da dívida mobiliária federal.

O problema era que esses ativos ainda mantinham a característica de quase-moedas e, apesar dos esforços das autoridades, não era possível mudar essencialmente as relações entre o BC e o sistema bancário, no que respeita ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Permaneceu, portanto, latente o risco de uma fuga em massa do real, a partir de qualquer tipo de perturbação externa.

No final de 1999, o estoque da dívida mobiliária federal atingiu o total de R\$ 455,6 bilhões, onde se encontravam em poder de mercado R\$ 305,7 bilhões, aproximadamente 32% do PIB. O aumento de R\$ 10,2 bilhões da dívida em setembro foi criado pelo descompasso no volume de emissão com o volume de

resgate, ou seja, foram emitidos R\$ 23,9 bilhões com a contrapartida de R\$ 18,1 bilhões de títulos cancelados ou resgatados.

Pode-se verificar, nesse mês de setembro de 1999 a continuação de uma participação crescente das LTN no total da dívida mobiliária federal em poder de mercado, representando 8,1% desse montante. As LFT, por sua vez, considerando também as LFT-A e LFT-B perfazem um total de mais de 64% do total da dívida. Nesse momento da economia brasileira a dívida mobiliária federal era constituída em 69,7% de títulos corrigidos pela taxa Selic, 13,6% pelo câmbio, sendo os pré-fixados responsáveis por apenas 12,1% dos papéis. (TESOURO NACIONAL, setembro/99).

Manteve-se a estratégia de ampliar a participação dos títulos prefixados e reduzir os pós-fixados no total da dívida. De um montante de papéis emitidos de R\$ 21,8 bilhões, somente R\$ 4,2 bilhões eram de LFT, com vencimento de 364 dias, o que significava que cerca de R\$ 17,7 bilhões eram relacionados às LTN, com vencimento de até 91 dias.

O modelo de reinserção da economia brasileira na globalização limitou as alternativas de política econômica. Essa restrição tornou-se clara ao se observar o comportamento da política econômica frente às crises financeiras internacionais, onde o governo apresentava-se impotente diante dos ataques especulativos do mercado que condicionaram a uma maxidesvalorização em 1999.

No início de 1999, novamente o programa é posto à prova com a maxidesvalorização. Contudo, firmadas as alianças com o FMI, o governo brasileiro manteve a estabilidade, às custas de uma grande parte de seu volume de reservas internacionais como defesa da taxa de câmbio.

O que se vê, nesse período, é o preço da sustentação da estabilidade se refletindo sobre o endividamento do setor público, que se agravou frente a um aumento das taxas de juros interna. De qualquer modo, no ano de 1999, a desvalorização do Real se refletiu diretamente sobre as contas públicas, “a dívida

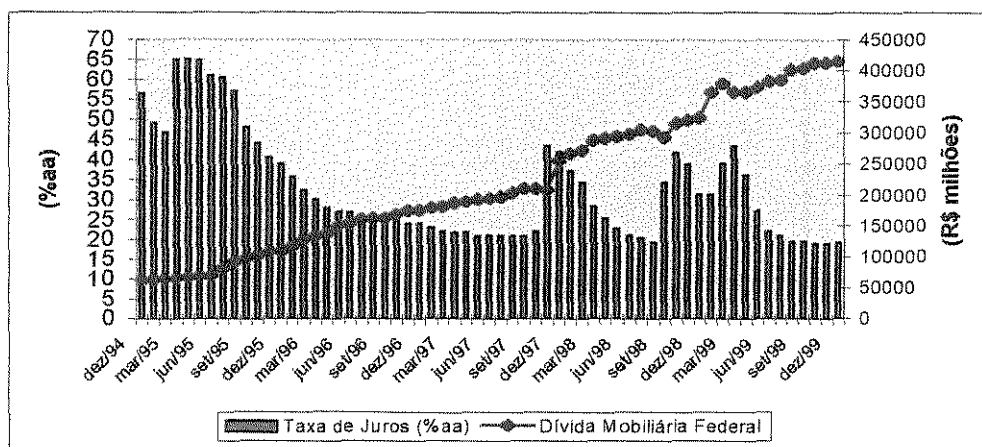
em títulos do governo federal cresceu R\$ 40,618 bilhões em janeiro” (FOLHA DE SÃO PAULO, jan.1999).

No Brasil, a proposta de que o câmbio flutuante proporcionaria um ajuste do balanço de pagamentos foi, na verdade, desestabilizadora. Necessitava-se a intervenção crescente da política monetária e a esterilização da política fiscal por meio da endogenização do déficit público, o que levou a um agravamento do déficit na conta de capital toda vez que havia a fuga de capitais privados às moedas apreciadas. E para não agravar ainda mais a situação de desequilíbrio, o Brasil se viu obrigado a aumentar as taxas de juros internas.

Esta ligação entre sobrevalorização periódica do câmbio e entrada de capitais especulativos tem constituído o mecanismo através do qual o endividamento interno do setor público lastreou o endividamento externo das empresas e bancos, atingindo, porém dimensões gigantescas que praticamente explodiram com a desvalorização, atingindo o conjunto da dívida (externa e interna) um valor superior ao PIB. (TAVARES, 1999, p.479).

Pelo gráfico a seguir pode-se observar o comportamento da variável juros conjuntamente ao comportamento da dívida mobiliária. As elevadas taxas de juros serviram de estímulo ao influxo líquido de recursos externos ao Brasil ocasionando uma pressão cambial que forçava a intervenção no mercado de câmbio do Banco Central, ampliando, num momento subsequente, a dívida mobiliária.

GRÁFICO 6
TAXA DE JUROS (Selic- % a.a) E
DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL (Saldo em R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil.

Como é reconhecido, num sistema com taxas flutuantes, com ampla e rápida mobilidade de capitais e provimento de liquidez através do mercado – mediante ação de agentes privados especializados – as taxas de juros e de câmbio tornam-se cada vez mais ‘endogeneizadas’ e dependentes das bruscas mudanças de expectativas. Não é de espantar que neste sistema sejam muito mais freqüentes as crises de liquidez, resolvidas através de violentas quedas de preços dos ativos ou de ciclos curtos de valorização ou desvalorização das moedas. As intervenções, neste caso, *ex-post* e sua inevitável recorrência acaba, quase sempre, acarretando riscos morais. (BELLUZZO e COUTINHO, 1998, p.148).

A dívida mobiliária federal, nesse ambiente, configurava-se por 59,78% de títulos pós-fixados, 15,56% com correção cambial e apenas 22,61% com títulos

prefixados. Esse alto volume de títulos pós-fixados no mercado demonstra como alguns fatores internos, como a opção de política econômica de manutenção do controle inflacionário a todo custo, ampliaram o grau de fragilidade e de exposição da economia brasileira frente às vulnerabilidades externas.

III. III. ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE O PLANO

Nos anos 90, a união entre as altas taxas de juros, a política de câmbio valorizado e a crise financeira do setor público passou a ser o cume dos problemas do país.

A partir da década de 90 aumenta a impossibilidade de autogerenciamento dos países, tanto pela via fiscal quanto pela via do crédito interno, e está ocorrendo uma tendência estagnacionista da produção, mesmo em países desenvolvidos centrais. As projeções da produção europeia e asiática, no final da década de 90 demonstram isso claramente, o que prejudica seriamente os esforços exportadores das economias periféricas, com qualquer taxa de câmbio (ver o recente caso da Coreia e o atual do Brasil). (TAVARES, 1999, p.483).

Enquanto, nos anos 80, a inflação apresentava-se como o principal problema da economia e o balanço de pagamentos uma importante restrição para o alcance de superávits comerciais, nos anos 90 a restrição continua no balanço de pagamentos, mas passando a estar na administração do movimento da conta de capitais.

Ao analisar o Plano Real vê-se o alcance de uma estabilização frágil, pois a dependência de um fluxo contínuo de capital externo como suporte estabilizador,

limitou as margens de manobra da política econômica do país, que condicionou a um aumento substancial da dívida interna a partir de 1994.

A política desenvolvida no plano garantiu alguns meses de estabilidade até ser perturbada pela pressão cambial, sobrevalorização da moeda; pela política monetária, devido a taxas de juros elevadas e os reflexos sobre a dívida pública; pelos déficits comerciais e pela excessiva entrada de capitais.

Na verdade, podemos afirmar que o Plano Real se encontra em uma fase de transição. A taxa de câmbio deixou de ser a “âncora” do modelo, a política de liberalização comercial foi alterada, elevadíssimas taxas de juros reais (aproximadamente 4,5% a.m.) restringem as medidas de desindexação, e a redução inflacionária obtida durante os últimos 10 meses não estabeleceu expectativas positivas para a retomada do investimento. Do nosso ponto de vista, não nos cabe outra alternativa senão entrar num processo defensivo contra a instabilidade global. (BRAGA et al, 1995, p.654).

Um outro elemento que se coloca como um dos mais importantes responsáveis pelo controle do processo inflacionário está na nova natureza das relações econômicas do país com o exterior e nas suas implicações na dinâmica interna capitalista. Com a ampliação da abertura da economia, estimulou-se pelo lado real uma política de incentivo às importações, e pelo lado financeiro, a sustentação de um fluxo de capitais estrangeiros para o país.

Como medidas de facilitação às importações o Governo reduziu as tarifas, de forma generalizada, o que possibilitou a apreciação da taxa de câmbio. Buscava-se, segundo o Governo, tornar intensa a concorrência entre empresas estrangeiras e nacionais, eliminando o poder de oligopólios na determinação de

preços. No entanto, o reflexo dessas medidas se observa na criação de um profundo déficit na Balança Comercial.

Um grande estímulo ao ingresso de capital externo se deu pelo diferencial da taxa de juros interna com o mercado internacional. Esse movimento ampliou o volume de reservas do país que, no entanto, após alguns meses diminuiu, sensivelmente, com a crise do México que determinou uma saída expressiva de recursos de curto prazo.

As taxas de juros elevadas e o lançamento de um grande volume de títulos públicos servindo de elementos atrativos para o ingresso de capital estrangeiro no Brasil, ampliaram o serviço da dívida, especialmente o componente financeiro do setor público.

Ao esterilizar a ampla entrada de capitais no Brasil com a emissão de títulos da dívida pública com juros elevados, aumentou-se sobremaneira a dívida interna que de R\$ 83,6 bilhões, no final de 1994, passou para R\$ 353,7 bilhões, em fevereiro de 1999. O que se vê, é a economia brasileira não somente dependente do fluxo de capitais, mas também como esse fluxo se refletia numa explosão do endividamento interno.

De acordo com Llussá (1998) com o advento do Plano Real a dívida mobiliária passou a apresentar uma trajetória crescente. “O comportamento do governo federal, após 1994, não explica de maneira alguma o salto do crescimento anual da relação dívida pública/PIB, de 6,8% em 1993 para 54,2% em 1994, 41,2% em 1995 e 43,8% em 1996”. (LLUSSÁ, 1998, p.58).

O crescimento da dívida pública interna deteriorou a situação das contas do governo e ampliou o grau de vulnerabilidade aos ataques especulativos. Sendo assim, “a utilização freqüente da emissão de títulos da dívida pública mobiliária, como instrumentos de regulação de mercados financeiros e cambiais abertos e voláteis, tem se revelado muito precária nas experiências de quase todos os países”. (TAVARES, 1993, p.06).

Os fatos ocorridos no início dos anos noventa, notadamente a violenta redução real da dívida pública derivada do Plano Collor comprovaram que apenas a queima de dívidas não teria a capacidade de recompor o padrão de financiamento do setor público. Em verdade, o aparato institucional e as ações de grandes aplicadores é que definem a viabilização de condições que reduzam a instabilidade derivada da gestão da dívida e da liquidez do sistema. (BIASOTO JR, 1995, p.221).

O autor considera que tenha ocorrido um desmantelamento do Estado do pacto desenvolvimentista, e a dívida mobiliária foi um exemplo desse fato. Num primeiro momento, a dívida mobiliária serviu como base para o funcionamento do mercado monetário e como forma de financiamento do setor público, passando a ser um elemento caracterizador do desequilíbrio de Estado. “A dívida acabou servindo para administrar o desequilíbrio corrente do Estado e de suas empresas [...]. Mas, acima de tudo, a dívida mobiliária exerceu a função máxima do Estado, fornecer uma moeda nacional frente à perspectiva de dolarização”. (BIASOTO JR, 1995, p.253)

Sendo assim, o país passou a ampliar sua demanda por capital estrangeiro, condenando-o às limitações no manejo da política econômica interna, juntamente com uma política de juros altos e câmbio apreciado, o Governo fez uso de um controle rigoroso dos depósitos compulsórios, controlando assim, a quantidade de moeda em circulação e o volume de crédito.

A precariedade estrutural da articulação financeira entre o capital nacional (mercantil, agrário e industrial) e o financiamento público e privado conduzia sempre, ao final de cada ciclo de negócios, a uma “socialização dos prejuízos”, que periodicamente destruía as finanças públicas, alimentava a inflação e induzia os governantes

de todos os matizes a recorrer novamente ao endividamento externo, como uma tábua de salvação. Desse modo, o rentismo financeiro e a especulação sempre presidiram, de forma caótica e inorgânica, à acumulação de capital no país, além de frear, ao sabor do movimento internacional de capitais, o desenvolvimento interno das famosas forças produtivas. (TAVARES, 1999, p.476).

A participação dos títulos públicos é crescente dentro do mercado financeiro, mas sua demanda apresenta-se instável nesse mercado mundial dado o baixo grau de confiabilidade da moeda nacional.

Segundo Goldenstein (1994), as cinco tentativas de estabilização de preços da economia brasileira demonstra a fragilidade do padrão monetário nacional e a inconsistência desses mesmos planos em retomar a confiabilidade da moeda, “se é que isto ainda é possível em um país periférico, sem moeda conversível, altamente dependente de uma articulação internacional [...], cujo processo crescente de internacionalização financeira obriga-o a remunerar suas moedas.”(GOLDENTEIN, 1994, p.131).

O processo explosivo da dívida mobiliária demonstra a inserção financeira do Brasil no movimento internacional, desde início da década de 90. Esse processo é caracterizado por um amplo crescimento da liquidez e de mobilidade do capital que conduziram os países periféricos a fazer uso desse volume como alternativa de financiamento.

Nas condições reais do Brasil, hoje, a dívida pública não está sendo emitida para financiar o déficit fiscal, mas para sustentar uma política monetária inoperante no controle da liquidez. Além disso, essa política supostamente restritiva é responsável pela ampliação do componente financeiro que volta a pesar decisivamente na composição do déficit público”²

² Mesmo que a autora faça referência ao momento histórico do início da década de 90, sua análise auxilia o estudo do período do governo FHC. In: (TAVARES, M.C. 1993) “As políticas de

Vê-se no Brasil a ampliação do processo de endividamento interno, representando de forma clara a maneira de inserção subalterna do país nos movimentos do sistema financeiro internacional, que se perpetuaram durante os anos 90.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ambiente econômico internacional apresentou importantes transformações durante toda a década de 90, como a expressiva redução de barreiras para os fluxos de capitais internacionais. Esse movimento de abertura financeira, para a maioria das economias periféricas, condicionou suas políticas nacionais à entrada e saída desses capitais internacionais, agravando sobremaneira o desajuste financeiro do setor público desses países.

Não diferente dos outros países da periferia, o ingresso do Brasil nesse processo de circulação facilitada do capital internacional fez com que o país alimentasse uma dependência por esses recursos, limitando, num momento seguinte, as possibilidades de elaboração e de execução com autonomia das políticas econômicas nacionais.

A conjunção dos fatores externos com as opções internas de políticas econômicas – na busca contínua pela contenção do processo inflacionário – condenaram a economia brasileira a alimentar a dívida mobiliária federal, o que representou a forma de inserção subalterna do país aos movimentos do sistema financeiro internacional.

A dívida mobiliária federal nessa década deixou de exercer o mesmo papel que desempenhava nos anos anteriores, uma vez que a década de 90 trouxe mudanças significativas quanto às condições de financiamento e quanto ao controle do processo inflacionário até então não alcançado. Porém, esse fato não evitou que a dívida mobiliária do governo retomasse sua evolução ascendente, voltando à discussão como possível elemento bloqueador da estabilização econômica.

A emissão de títulos como alternativa de financiamento interno do setor público, durante todo o período analisado, mostrou sua finalidade somente como

rolagem da própria dívida, não sendo emitida para financiar o déficit fiscal, mas sim como elemento de sustentação da política monetária, acabando, assim, por criar um círculo vicioso de endividamento por mais endividamento.

Ao observar os anos 90 pode-se identificar os diferentes papéis desempenhados pelos títulos públicos destacando-se, como um elemento novo, o papel de atraente ativo financeiro e, ao mesmo tempo, de instrumento de política monetária.

Durante o início da década, com o governo Collor, pode-se observar que o país esteve sujeito a diversas tentativas de estabilização de preços e de um amplo volume de recursos internacionais buscando investimentos lucrativos dadas às baixas taxas de juros das economias desenvolvidas.

Ocorreu, nesse momento, uma acentuada redução no volume da dívida mobiliária federal resultado da retenção dos ativos financeiros com lastro em títulos públicos. Ao indisponibilizar esses títulos, compulsoriamente, ampliou-se os prazos e o perfil da dívida.

Em um ambiente de alta inflação e de inserção no movimento de globalização das finanças internacionais, a moeda brasileira era representada pelos títulos públicos indexados, ou seja, a moeda brasileira era a própria dívida mobiliária. Os papéis públicos atuavam como reserva de valor, apresentando-se como uma alternativa efetiva ao processo de dolarização da economia brasileira, já que havia uma moeda indexada endógena, corrigida por um índice de preços.

Assim, o lançamento de novos títulos públicos passou a servir como controlador da oferta de moeda disponível na economia. Mas com a inconsistência dos planos Collor I e II de 1991 a meados de 1994 a dívida mobiliária ampliou-se em aproximadamente 469%.

A partir de 1994, com a implantação do Plano Real, a estabilidade de preços e as crises financeiras de proporções mundiais, altera-se a natureza da dívida mobiliária. O governo sustentou a política de lançamento de títulos públicos

como instrumento de política monetária, por serem considerados no mercado financeiro internacional como um ativo de grande aceitação dada sua elevada liquidez e garantias.

Porém, os títulos públicos deixam de ser “moeda indexada” e passam a desempenhar o papel peculiar, de servir como “garantia” do Real, da nova moeda, via taxa de juros. Esse fato representou uma explosão na trajetória da dívida mobiliária, colocando-se como um elemento capaz de bloquear a manutenção da, até então, bem sucedida estabilidade de preços e, futuramente, o alcance da estabilidade monetária e econômica.

Pode-se constatar, assim, que a questão que se coloca nos anos 90 sobre a dívida mobiliária federal é o debate entre os títulos públicos, como quase-moeda, e o padrão monetário na economia brasileira.

O comportamento da dívida mobiliária federal foi condicionado tanto por elementos externos quanto internos, que por sua vez agravaram a situação do setor público, ampliando o seu grau de fragilidade financeira e limitando as possibilidades de políticas econômicas futuras.

Diante das diversas crises econômicas que ampliaram as incertezas o Brasil manteve a emissão de títulos públicos, mas que, no entanto, davam-se em ambientes cada vez mais desfavoráveis. No estouro de cada crise aumentava-se a possibilidade de fuga de capitais, que por sua vez poderiam ruir a política econômica de controle de preços. Nesse momento, o governo continuamente buscava vender títulos no mercado, em situações cada vez mais hostis quanto ao pagamento de juros, como, por exemplo, emitindo títulos pós-fixados e títulos cambiais. O setor público, nesse ambiente, passa a assumir um grande prejuízo financeiro, pois passou a depender da demanda financeira privada.

O agravamento do endividamento interno de curto prazo deu-se também através das tentativas de desvalorização cambial quando o governo detinha um

volume expressivo de reservas internacionais. Criou-se, assim, um sistema financeiro baseado em títulos de curto prazo, com altas taxas de juros e liquidez.

Então, vê-se que a dívida mobiliária se apresentou, durante a década de 90, como um “para-choque” de absorção de grandes tensões do movimento de capitais e das expectativas de valorização da riqueza. Se no início da década, diante da alta inflação, os títulos públicos executavam o papel de moeda indexada, de reserva de valor, com a estabilização de preços, pós-plano real, a dívida mobiliária passou a ser a garantia da nova moeda, o real, via taxa de juros elevadas.

O lançamento desenfreado de títulos públicos no mercado agravou a profundidade da dívida mobiliária federal, que por sua vez, foi condenada às taxas de juros explosivas, se comparadas às taxas de juros internacionais, ao aumento do vínculo de dependência ao fluxo de capitais estrangeiro para a formação de um volume de reservas capaz de sustentar a taxa de câmbio valorizada, e à redução da autonomia na elaboração e execução da política econômica brasileira.

Pode-se detectar, dessa maneira, os principais elementos causadores da ampliação profunda da dívida mobiliária como: as taxas de juros elevadas, a política de câmbio valorizado, os esqueletos das dívidas anteriores e os auxílios financeiros do governo ao setor bancário, como o Proer.

O governo criou, pela sua escolha de política econômica interna e pelo processo de financeirização mundial, uma armadilha perversa para a retomada do crescimento do país, impedindo a sustentação do controle da inflação ao longo do tempo e o alcance da estabilidade de toda a economia brasileira.

À luz do que foi exposto, pode-se concluir que, após a implantação do Plano Real e da manutenção da estabilidade de preços, a dívida mobiliária, desempenhou o papel de “fiadora” do arranjo do plano, como suporte de sustentação para a política de controle inflacionário, fazendo parte da ciranda da valorização financeira.

A dívida mobiliária durante toda a década apresentou-se como um “colchão amortecedor” das políticas econômicas desenvolvidas, servindo como um elemento de absorção de grandes tensões do movimento de capitais e das expectativas de valorização do capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDIMA. Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. **Séries Históricas – Dívida Pública**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1994.

ANDIMA. **Sinopse Mensal**. Rio de Janeiro: ANDIMA, vários números.

BAER, M. **O Rumo Perdido, a Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Brasília: DEPEC, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório da Reunião do Copom**. Brasília: DEPEC, vários números.

BARROS, O., MENDES, A. P. F. "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus". **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol.01, n.01, p.175-200, jun.1994.

BATISTA JÚNIOR, P. N. "Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro". **Revista de Economia Política**, vol.09, n.4, out-dez, 1989.

BELLUZZO, L. G. M., ALMEIDA, J. "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira". *In*: BELLUZZO, L. G. M. & BATISTA JÚNIOR, P. N. (orgs.) **A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, L. G. "Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 07, p.129-154, dez.1996.

BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, L. G. "'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas". **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.137-150, dez.1998.

BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P. "Debt Management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead". **Texto para Discussão**. PUC-RJ, 1999.

BIASOTO JÚNIOR, G. "Dívida Externa, Déficit Público e Dívida Interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento do setor público". **Texto para Discussão**. CECON/ IE/ Unicamp.

A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista. 1995. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

IPEA. **Boletim de Finanças Públicas**. São Paulo: SP, 1999.

BRAGA, J. C. S. "Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo". In: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.) **Poder e Dinheiro**: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 5ª. ed, 1998.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M.; DAIN, S.. "A Instabilidade das Finanças Públicas da América Latina". **Ensaio FEE**. Porto Alegre, n.16, p. 593-702, 1995.

BRESSER PEREIRA, L. C., NAKANO, Y. "Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor". **Revista de Economia Política**. vol.11, n.04, out-dez, 1991.

CARDOSO, E. A. "O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público". **Revista de Economia Política**. vol.8, n.2, abr-jun, 1988.

CHESNAIS, F. **Tobin or not Tobin?**. São Paulo: Editora Unesp; ATTAC, 1999.

CYPRIANO, M. P. "As formas de financiamento de Minsky e a Dívida Pública Interna Brasileira: 1983/89". *In*: XIX ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 1991. **Anais...** 1991, p. 291-310.

DÍVIDA Federal sobe R\$ 40 bi em janeiro. **Folha de São Paulo**. Caderno Dinheiro, 16 de março de 1999, p. 2-3.

FRANCO, G., SERRA, J. "Análise econômica do Plano Collor 2". *In*. FRANCO, G. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FUNDAP. **Indicadores IESP**. São Paulo, vários números.

GIAMBIAGI, F., ALÉM, A. C. "Déficit fiscal e dívida pública no Brasil: uma abordagem pragmática". *In*: KILSZTAJN, S. (org.) "Déficit e Dívida Pública". **Cadernos PUC Economia**, São Paulo, 1996.

Finanças Públicas: teoria e prática
no Brasil. Rio de Janeiro, Campus, 1999.

GOLDENSTEIN, L. **Repensando a Dependência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1994.

- GONÇALVES, R. "Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade da Economia Brasileira". *In*: BAUMANN, R. (org.). **O Brasil e a Economia Global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996.
- HERMANN, J. **Fragilidade Financeira do Setor Público**: implicações para a gestão da política econômica. 1993. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.
- LLUSSÁ, F. A. J. **Credibilidade e Administração da Dívida Pública**: um estudo para o Brasil. 21º Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro, 1998.
- LOPREATO, F. L. C. **Crise de Financiamento dos Governos Estaduais (1980/1988)**. 1992. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.
- MARQUES, M. S. B., WERLANG, S. "Moratória Interna, dívida pública e juros reais". **Política e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, IPEA, v. 19, n.1, p.19-43, abril de 1989.
- MESSENBURG, R. P. "Inflação e Estabilização: déficit público e taxa de juros na formulação dos programas antiinflacionários no Brasil". *In*: MEYER, A. (org.) **Finanças Públicas**: ensaios selecionados. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP. 1997.
- NAKATAMI, P., VARGAS, N. C. "Breve análise do (des)ajuste fiscal do Governo federal". *In*: KILSZTAJN, S. (org.) "Déficit e Dívida Pública". **Cadernos PUC Economia**, São Paulo, 1996.
- OLIVEIRA, F. A., BIASOTO JÚNIOR., G. "Política Fiscal: a Crise Aberta". *In*: CARNEIRO, R. (org.) **A Heterodoxia em Xequê**. São Paulo, Biental, 1988.

- PASTORE, A. C. "Déficit Público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro". **Revista de Econometria**. v.14, n. 02, novembro/94 a março/95.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. "Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil". mimeo. 2000.
- PINHEIRO, M. M. S. "Dívida Mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/99". **Texto para Discussão – IPEA**, Rio de Janeiro, n.700, jan.2000.
- PLIHON, D. "A ascensão das finanças especulativas". **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 05, dez.1995.
- PLIHON, D. "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano). **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 07, dez.1996.
- RESENDE, A. L. "Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual". **Revista de Economia Política**, vol.09, n.01, janeiro-março, 1989.
- ROSAR, O. O. **Considerações sobre a evolução da dívida pública brasileira nas duas últimas décadas**. mimeo, 2000.
- ROSSI, J. W. "A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade". **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, IPEA, v.17, n.02, p.369-80, agosto 1987.
- ROSSI, J. W. "Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação". **Textos para Discussão Interna - IPEA**, n.127, dez.,1987.

SANTOS, J. C. A. **A Gestão da Dívida Mobiliária Federal**: observações sobre a sua origem e a sua evolução. 1994. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

SILVA, N. L.C. **Composição de maturidade dos títulos e administração da dívida pública no Brasil**: o período 1994-1997. 1998. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.

SIMONSEN, M. H. "Aspectos técnicos do Plano Collor". **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, n.45, p.114-128, 1991.

_____. "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência". **Texto para Discussão**, IESP/FUNDAP, agosto, 1993.

_____. "A economia política do Real". In: MERCADANTE, A. (org.). **O Brasil Pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas, IE-UNICAMP, 1997.

_____. **Ciclo e Crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas, 1998. (30 anos de Economia – Unicamp, 08).

_____. "Império, território e dinheiro". In: FIORI, J. L. (org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

TAVARES, M. C., BELLUZZO, L. G.M. "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO, J. M. (org.). **Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

TAVARES, M. C., FIORI, J. L. **(Des) Ajuste Global e Modernização Conservadora**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.

TESOURO NACIONAL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado do Tesouro Nacional**. Vários números

WILLIAMSON, J. "Reformas Políticas na América Latina na década de 80". **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol.12, n.01, p.43-49, 1992.

ANEXO A – CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS PÚBLICOS

A) TÍTULOS PÚBLICOS SOB RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL

	SIGLA	SÉRIE	DEFINIÇÃO	BASE LEGAL	PRAZO	MODALIDADE	FORMA DE COLOCAÇÃO	PAGAMENTO DE JUROS
<i>Bônus do Tesouro Nacional</i>	BTN		Título criado pelo Governo Federal para fins de financiamento das despesas do Tesouro Nacional	Lei n. 7.777, de 01/06/89 (criação) e Lei n. 8.177, de 01/03/91 (extinção)	Até 25 anos	Escritural e Nominativa	Por meio de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro	Semestral
	BTN	E	Título emitido pelo BC a fim de servir de lastro dos cruzados novos retidos no Plano Collor I	Lei n. 8.024, de 12/04/90 e Portaria n.214, de 26/04/90	Até 30 meses		Foram emitidos para a Carteira do BC como lastro dos cruzados bloqueados	
<i>Brazilian Investment Bond</i>	BTN/ BIB		Título criado pelo Governo Federal para fins de troca voluntária por Bônus da Dívida Externa brasileira	Lei n. 7.777 de 19/06/89 e Portaria n.169 de 22/08/89	Até 25 anos			Semestral
<i>Letras do Tesouro</i>	LT		Título usado como garantia aos empréstimos de redesconto cedidos aos bancos	Decreto-Lei n.4.792 de 05/10/42	Máximo 180 dias			
<i>Letras e Obrigações do Tesouro Nacional</i>	LTN/OTN		Título emitido para fins de financiamento dos déficits públicos da União e do controle de preços via política monetária	Lei n. 3.337 de 12/12/57	Entre 60 dias e 5 anos			
<i>Letras do Tesouro Nacional</i>	LTN		Título emitido pelo TN para cobertura de déficit orçamentário e desenvolvimento das operações de mercado aberto	Medida Provisória n. 1.974, de 01/06/2000, Decreto n. 3.540, de 11/07/00 e Portaria MF n.214	Definido pelo Ministro da Fazenda, quando da emissão do título	Nominativa e Negociável	1. oferta pública por leilões; 2. direta, em operações com autarquia, fundação, empresa pública ou sociedade mista	
	LTN	F	Título emitido pelo TN para cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação da receita	Artigo 9. Da Lei n. 4.595 de 31/12/64 e Resolução n.1.142 de 26/06/86	Múltiplo de 63 dias, sendo que o mínimo de 378 dias		Por meio de ofertas públicas competitivas e divulgadas pelo BC	
	LTN	E	Título emitido pelo TN para cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação da receita	Decreto-Lei n. 2.376 de 25/22/87	De 31/12/89 até 31/12/2007		Diretamente entre TN e BC	
<i>Letras Financeiras do Tesouro</i>	LFT		Título emitido pelo TN para cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação da receita	Medida Provisória n.1974, de 01/06/2000, Decreto-Lei n.3.540 de 11/07/00 e Portaria MF n.214 e 14/07/2000	Definido pelo Ministro da Fazenda, quando da emissão do título	Nominativa e Negociável	1. oferta pública por leilões; 2. direta, em operações com autarquia, fundação, empresa pública ou sociedade mista	

	LFT	A	Destinados ao cumprimento dos contratos de assunção pela União da dívida de responsabilidades do Estados e Distrito Federal	Decreto n. 3.540, de 11/07/00 e Portaria MF n.214 de 14/07/2000	15 anos	Nominativa e Negociável	Direta, em favor do interessado	
	LFT	B	Idem LFT A	Idem LFT A	Até 15 anos	Nominativa e Negociável	Direta, em favor do interessado	
Notas do Tesouro Nacional	NTN		Título emitido pelo TN para cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação da receita	Medida Provisória n.1974, de 01/06/2000, Decreto-Lei n.3.540 de 11/07/00 e Portaria MF n.214 e3 14/07/2000	Diversos			
	NTN	A	Título emitido e decorrência de acordos de reestruturação da dívida externa e substituição das NTN-L		Diversos	Nominativa e Negociável	Direta, em favor do interessado	Semestral
	NTN	B	Idem NTN		Mínimo de 12 meses	Nominativa e Negociável		Na data do resgate do título
	NTN	C	Idem NTN		Definido pelo Ministro da Fazenda, quando da emissão do título	Nominativa e Negociável		Semestral
	NTN	D	Idem NTN		Idem NTN-C	Nominativa e Negociável		Semestral
	NTN	F	Idem NTN		Idem NTN-C	Nominativa e Negociável		Semestral
	NTN	H	Idem NTN		Idem NTN-C	Nominativa e Negociável		
	NTN	I	Título utilizado na captação de recursos para pagamento de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços amparados pelo Proex.		Até 25 anos	Nominativa e Inalienável		Até a data do vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação
	NTN	L	Para troca de títulos de responsabilidade do TN na carteira no BC			Nominativa e Inegociável		Na data do resgate do título
	NTN	M	Para fins de aquisição com recursos decorrentes das capitalização realizadas ao amparo do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão da Dívida		15 anos	Nominativa e Inalienável		Semestral
	NTN	P	Os recursos desse títulos serão utilizados para amortizar a dívida pública mobiliária federal do TN e para custear programas na área de ciência, saúde e defesa nacional		Mínimo de 15 anos, a contar da data da liquidação financeira da alienação ocorrida no âmbito do PND	Nominativa e Inalienável		Na data do resgate do título

	NTN	R	Título emitido para fins de aquisição por parte das entidades fechadas de previdência privada que tenham por patrocinadoras empresas públicas, federais ou estaduais, autarquias.		Diversos	Nominativa e Negociável		
	NTN	R1	Idem NTN-R		2 anos			Na data do resgate do título
	NTN	R2	Idem NTN-R		10 anos			Mensalmente
	NTN	U	Garantia de empréstimo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) ao Ministério do Planejamento e Orçamento		Até 15 anos	Nominativa e Negociável		
<i>Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional</i>	ORTN		Título criado pelo Governo Federal para fins de financiamento das despesas do Tesouro Nacional	Artigo 1º da Lei n. 4.357/64 e Decreto n. 54.252/64	Mínimo de 1 ano e máximo de 20 anos		Através de leilões mensais realizados pelo BC, com acesso direto, exclusivo para as entidades financeiras	
	ORTN	E	Título colocado compulsoriamente à rede bancária, para cobrir o saldo devedor da Previdência oficial	Decreto-Lei n. 1.911, de 29/11/81	5,6 ou 7 anos			
<i>Obrigações do Tesouro Nacional</i>	OTN		Título criado pelo governo federal para fins de financiamento das despesas do Tesouro Nacional	Artigo 1º da Lei n. 4.357/64 e Decreto n. 54.252/64	Mínimo de 1 ano e máximo de 20 anos		Através de leilões mensais realizados pelo BC, com acesso direto, exclusivo para as entidades financeiras	

Fonte: Boletim do Banco Central, Tesouro Nacional, Andima, e Bevilacqua & Garcia (1999)

B) TÍTULOS PÚBLICOS SOB RESPONSABILIDADE DO BANCO CENTRAL

	SIGLA	SÉRIE	DEFINIÇÃO	BASE LEGAL	PRAZO	MODALIDADE	FORMA DE COLOCAÇÃO	PAGAMENTO DE JUROS
<i>Bônus do Banco Central</i>	BBC		Título emitido pelo BC, com o objetivo de servir como instrumento de política monetária	Lei n. 4.595 de 31/12/64 e Resolução CVM n. 1.780 de 21/12/90	Mínimo 28 dias	Nominativa e Negociável	Por meio de ofertas públicas com condições dadas pelo BC	
	BBC	A	Idem BBC		1º período: 7 dias – prefixado 2º período: 21 dias – pós-fixado	Nominativa e Negociável		
<i>Letras do Banco Central</i>	LBC		Título criado pelo Governo Federal a fim de servir de instrumento de política monetária	Lei n. 4.595 de 31/12/64 e Resolução CVM n. 1.124 de 15/05/86	Máximo de 1 ano	Nominativa e Negociável	Por meio de ofertas públicas com condições dadas pelo BC	
<i>Notas do Banco Central</i>	NBC		Título emitido pelo BC, para fins de política monetária	Resolução CMN n. 1.841 de 16/07/91	Máximo de 1 ano	Nominativa e Negociável	Por meio de ofertas públicas com condições dadas pelo BC	
	NBC	E	Idem NBC		Mínimo de 3 meses	Nominativa e Negociável	Idem NBC	Semestral

Fonte: Boletim do Banco Central, Tesouro Nacional, Andima, e Bevilaqua & Garcia (1999)