

TCC/UNICAMP
C767p
IE/989



1290000989



IE

TCC/UNICAMP C767p

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

A DISPUTA DE MERCADO FINANCEIRO
PELOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA
NOS ANOS 70 E 80

ALUNO - MARCO ANTONIO CONTE

ORIENTADOR - PROF. DR. FERNANDO NOGUEIRA COSTA

BANCA - PROFa. LÍDIA GOLDENSTEIN

DEZEMBRO 1989

S U M Á R I O

- Introdução	1
- Capítulo I: Administração da dívida pública nos anos 70/80	2
- I.1 Antecedentes históricos e institucionais	2
- I.2 A administração da dívida pública Federal nos anos 70	7
- I.3 A administração da dívida pública nos anos 80	13
- Capítulo II: Debate: a questão da dívida interna	21
- II.1 A economia no fio da navalha	21
- II.2 Discussões sobre a dívida interna	26
- II.3 Terapia para fundar a dívida pública do Brasil	37
- Conclusão	40
- Bibliografia	42

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a evolução da dívida pública interna até a atual conjuntura, para que seja possível discutir a questão do imbróglío financeiro que faz com que a economia brasileira apresente um forte potencial de instabilidade.

A primeira parte do texto consiste em um estudo comparativo entre a administração da dívida pública nos anos 70, contrapondo com a dos anos 80, procurando mostrar como se alteram as características básicas da dívida interna, ou seja, seu tamanho, custo e perfil. Além de seu papel na dinâmica da economia brasileira.

Posteriormente, se fará a apresentação do debate atual a respeito da dívida interna e possíveis alternativas para a sua resolução. O importante é que se realizará um texto analítico e crítico das propostas, observando a sua viabilidade no atual quadro político-econômico do país.

Finalmente, o trabalho detem-se a uma questão mais estrutural da dívida interna, que significa fazer uma discussão de como determinados economistas estão pensando na possibilidade de fundar a dívida interna no Brasil.

CAPÍTULO I

ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NOS ANOS 70/80

I.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS E INSTITUCIONAIS

Analisando o período anterior a 1964, fica evidente que o Brasil não possuía, até então, uma política para a dívida pública interna do Tesouro Nacional. A consequência desse quadro é que não havia um mercado organizado que propiciasse liquidez aos papéis vigentes antes do vencimento, o que inviabilizou um mecanismo adequado de financiamento para fazer frente ao déficit orçamentário.

Na verdade, a emissão de títulos públicos ocorria somente sob a via de subscrição compulsória, o que atesta a inoperância do crédito público bem como a ineficiência do mercado de capitais, na medida em que, este não cumpria o seu papel de intermediação financeira. Além disso, a colocação de títulos públicos de forma compulsória expressou o reconhecimento, por parte do Estado, de que os títulos lançados em decorrência de empréstimos voluntários, já não encontravam disputa no mercado de capitais e deixou claro que esses títulos não ofereciam garantias exigidas pelo público, tampouco as vantagens usuais e indispensáveis diante da desvalorização da moeda.

Dessa forma, não restou outro recurso para financiar déficits orçamentários senão emitir moeda conforme pode

ser observado na tabela I, onde a parcela de contribuição de emissão de moeda para financiar o déficit sempre foi mais significativo do que a colocação líquida de Letras e Obrigações junto ao público.

A recuperação do crédito público somente seria possível com a resolução de três aspectos da política de endividamento público:

- Precisava desaparecer o problema da falta de pagamento dos juros e de resgate dos títulos públicos;
- Havia uma diversidade muito grande de títulos públicos em circulação, dificultando a consolidação de um ativo mercado de títulos públicos;
- Necessidade de implantar condições que possibilitassem a convivência entre a inflação e a política de dívida pública.

Neste âmbito é que se insere a criação das Obrigações do Tesouro Nacional - tipo Reajustável - cuja característica inovadora foi a introdução da correção monetária.

A importância da ORTN era que garantia ao agente econômico juros reais, independentemente do patamar da inflação, se constituindo em forte atrativo para uma grande parcela de recursos monetários mantido, até então, à margem da economia brasileira.

Inicialmente, foram tomadas algumas medidas visan

(1) Silva Neto, Alfredo Lopes. Dívida Pública Interna Federal. Brasília, 1980. Tese de Mestrado, UnB, Mimeo.

TABELA I.

BRASIL. FINANCIAMENTO DOS DÉFICITS ORÇAMENTÁRIOSDO GOVERNO FEDERAL - 1954/1963

(Cr\$ milhões correntes)

Anos	Déficit	Financiamento do Déficit		
		Emissão de de Moeda	Colocação Lq. de Letras e Obrig.junto ao Público	Outros ^a
1954	4,0	3,8	-2,5	2,7
1955	5,7	7,7	0,0	-2,0
1956	23,9	24,4	0,2	-0,7
1957	41,2	38,4	0,0	2,8
1958	30,7	19,0	9,4	2,3
1959	40,5	31,9	8,9	-0,3
1960	76,6	75,4	7,2	-6,0
1961	137,5	128,9	1,5	7,1
1962	280,9	223,8	22,8	34,3
1963	504,7	424,4	55,5	24,8

Fonte: Banco Central do Brasil - Relatório de 1965, p.222

Observações: (a) Engloba os seguintes itens: Caixa do Tesouro Nacional junto ao Banco do Brasil S.A., Empréstimos Compulsórios e Empréstimos de Emergência.

do ao aumento da subscrição compulsória das ORTN's com o ob
jetivo de estabelecer um mercado mínimo para os novos títu
los:

- Composição de parcela dos depósitos compulsórios dos ban
cos comerciais no Banco Central;
- Integralização do fundo de indenizações trabalhistas;
- Parcela dos recursos decorrentes da correção monetária do
ativo imobilizado das empresas. (2)

Todas as outras medidas tiveram como obj
etivo aumentar a subscrição voluntária desse título:

- Incentivo fiscal para pessoas físicas e jurídicas no que
tange a deduções do Imposto de Renda;
- Os bancos comerciais e de investimento foram autorizados a
aceitar ORTN's como garantia das operações de repasse de
recursos obtidas através de operações de crédito externo
(Resolução 63).

O resultado dessa política de incentivo à subscri
ção de ORTN's, que se deu basicamente com o poder discricio
nário do Estado, pode ser observado na tabela II. No período
de 1964/79, a taxa de crescimento real de ORTN's em circula
ção foi, em média, 58,2%. O comportamento da taxa de cre
scimento real das ORTN's foi muito diversificado ao longo desse
período. Essa variação foi devida, basicamente, às suc
cessivas alterações nas fórmulas de cálculo dos coeficientes de

(2) Brandão, Carlos. A Dívida Pública Interna, seus Proble
mas e Soluções. Conjuntura Econômica. RJ, 47-56, Outu
bro, 1989.

TABELA II

BRASIL. TAXA DE CRESCIMENTO REAL DAS ORTNs
EM CIRCULAÇÃO - 1964/1979

Anos	ORTNs (Cr\$ milhoes correntes)	IGP - DI 1979=100	Valores Const. (Cr\$ milhoes de 1979)	Taxa de cres. real (%)
1964	41	1,4	2.929	----
1965	430	2,1	20.477	599,3
1966	1.401	2,9	48.311	136,0
1967	2.482	3,7	67.082	38,9
1968	3.491	5,0	69.820	4,1
1969	5.881	6,0	98.017	40,4
1970	9.412	7,1	132.564	35,3
1971	11.565	8,5	136.059	2,7
1972	15.975	9,9	161.364	18,7
1973	20.944	11,4	183.372	13,7
1974	39.969	15,3	261.236	42,5
1975	60.112	19,8	303.596	16,3
1976	84.397	28,9	292.032	-3,9
1977	119.390	40,1	297.731	2,0
1978	163.046	56,5	288.577	-3,1
1979	251.159	100,0	251.159	-13,0

Fonte: Brasil, Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica, vários números.

correção monetária, gerando taxa de crescimento negativa em 1976, 1978 e 1979, já que causou incerteza no mercado financeiro quanto à correção monetária que iria vigorar no futuro.

Outra reforma institucional empreendida para o ordenamento de um mercado de títulos da dívida pública foi a criação, em 1970, das Letras do Tesouro Nacional - LTN - que também teve uma série de incentivos no sentido de tornar mais atrativa a sua aquisição. Neste sentido, o Governo autorizou que uma parcela da composição da carteira de sociedades de investimento e seguradora fosse destinada à aplicação em LTN's. Novamente ficou claro como o Estado participa de forma ativa na consolidação do crédito público, utilizando-se de seu poder discricionário junto às instituições financeiras. Isto teve como consequência, que o total desses títulos em circulação passou de Cr\$ 700 milhões em 1970 a Cr\$ 266.501 milhões em 1979, como se pode observar na tabela III.

No período 1970/79, em média, a taxa de crescimento real das LTN's em circulação foi de 71,1% com um grande crescimento nos dois primeiros anos, caindo a seguir para taxas mais moderadas. Nota-se que o crescimento negativo verificado em 1979 foi devido à política de tabelamento de taxas de juros, iniciada no segundo semestre daquele ano.

Em termos de Alterações na Administração da Dívida Pública Interna, esta passou a ser realizada pelo Banco Cen

TABELA III.

BRASIL. TAXA DE CRESCIMENTO REAL DAS LTNs

EM CIRCULAÇÃO - 1970/1979

Anos	LTNs (Cr\$ milhões correntes)	IGP - DI 1979=100	Valores Const. (Cr\$ milhões de 1979)	Taxa de cres.real (%)
1970	700	7,1	9.860	---
1971	3.880	8,5	45.648	363,0
1972	10.204	9,9	103.071	125,9
1973	17.400	11,4	152.632	48,1
1974	14.800	15,3	96.733	-36,7
1975	37.400	19,8	128.889	95,3
1976	69.404	28,9	240.153	27,2
1977	121.001	40,1	301.749	25,7
1978	194.508	56,5	344.262	14,1
1979	266.501	100,0	266.501	-22,6

Fontes: 1) Banco Central do Brasil - Relatório do DEDIP - 1977,
p.20

2) Idem, 1979, Anexo 1

tral, sendo criado um órgão específico para exercer esta função: o Departamento da Dívida Pública (DEDIP). (3)

Com a Reforma de 1964, o Governo atribuiu ao Banco Central a função de atuar como Delegado do Ministério da Fazenda, quando fosse executar as operações de emissão, colocação e resgate da dívida pública interna - as operações da dívida pública - e como Autoridade Monetária, para executar as operações de mercado aberto, com fins de Política Monetária.

(3) Ver Anexo nº 01: organograma da estrutura decisória da / dívida pública interna federal no Brasil estabelecida em 1964.

I.2 A ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL NOS ANOS 70

Ao se fazer um estudo a respeito da administração da dívida pública nos anos 70, percebe-se que foi possível manter os meios de pagamento sob relativo controle, financiar o déficit e fazer uma boa administração da dívida pública.

No entanto, é interessante observar que este resultado positivo se deu em um ambiente de ordenamento institucional extremamente sujeito à críticas. O fato é que, conviviam duas Autoridades Monetárias: Banco Central e Banco do Brasil. A consequência é que se estabelecia dificuldade sobre o controle da moeda pela quantidade de operações ativas do Banco do Brasil e do Banco Central que afetavam as reservas bancárias e a liquidez da economia.

Na verdade, a constituição de um mercado de títulos da dívida pública dotou a economia de dois títulos (ORTN e LTN) que conviviam harmonicamente, já que ambos apresentavam funções distintas. De um lado, a ORTN consolidando-se como um título de médio/longo prazo destinado a financiar o déficit público. Já a política de controle monetário foi conduzida no mercado aberto com o auxílio das Letras do Tesouro Nacional (LTN) de prazo até 182 dias. Dessa forma, não havia sobreposição de funções, que implicava em tranquilidade para a administração da dívida pública conforme pode ser observado na tabela IV, com a evolução do prazo médio da dívida mobiliária federal. Nota-se que a dívida mobiliária evoluiu de

TABELA IV

Prazo médio da dívida mobiliária federal						
Ano	ORTN	LTN	LFT	Total	Expansão de base	IGP
1970	17M.05D.	20D.	-	16M.10D.	-	19,30
1971	16M.11D.	01M.13D.	-	14M.03D.	-	19,50
1972	21M.23D.	02M.20D.	-	15M.12D.	18,5	15,80
1973	27M.22D.	03M.21D.	-	18M.16D.	47,1	15,50
1974	31M.02D.	03M.24D.	-	22M.28D.	32,9	34,60
1975	37M.29D.	03M.14D.	-	27M.23D.	36,4	29,40
1976	31M.28D.	03M.19D.	-	19M.10D.	49,8	46,20
1977	30M.27D.	03M.11D.	-	16M.18D.	50,1	38,80
1978	27M.12D.	03M.07D.	-	14M.08D.	44,9	40,60
1979	25M.09D.	03M.05D.	-	13M.27D.	34,4	77,20
1980	34M.02D.	03M.02D.	-	24M.21D.	56,9	110,30
1981	35M.22D.	04M.10D.	-	24M.16D.	69,2	95,10
1982	36M.01D.	03M.12D.	-	29M.20D.	63,6	99,70
1983	31M.17D.	02M.11D.	-	25M.29D.	79,8	211,00
1984	20M.06D.	01M.26D.	-	19M.01D.	264,1	223,80
1985	12M.04D.	27D.	-	10M.11D.	257,3	235,10
1986	12M.12D.	76D.	-	08M.12D.	293,4	65,05
1987	13M.02D.	40D.	-	10M.27D.	181,5	415,83
1988	06M.01D.	-	03M.07D.	04M.23D.	622,3	1.037,56
Jun. 89	02M.18D.	-	04M.19D.	04M.13D.	178,7	139,10

um ano e quatro meses, em 1970, para pouco mais de dois anos em 1975, e hoje situa-se em apenas quatro meses.

No decorrer da década de 70, os recursos obtidos / com a dívida pública interna foram de fundamental importância para o financiamento dos déficits do Tesouro Nacional. A tabela V mostra que, enquanto em 1964 os recursos obtidos / com a colocação de títulos públicos financiaram apenas 4,9% do déficit, já em 1966 e no período de 1969/72, esses recursos excederam o total do déficit orçamentário.

Em 1966 e no período de 1969/76, os recursos obtidos com a colocação de títulos públicos, contribuíram para aumentar as disponibilidades do Tesouro Nacional junto às Autoridades Econômicas. Em 1977 e 1979 contribuíram para reduzir essas disponibilidades devido ao excesso de resgate sobre colocações.

As disponibilidades do Tesouro Nacional - constituintes da conta "Recursos líquidos do Tesouro Nacional junto às Autoridades Monetárias" - adicionadas às demais contas do Passivo não Monetário e Passivo Monetário, formam os recursos que são utilizados para financiar as operações ativas / das Autoridades Monetárias - todas as contas do Ativo do Orçamento Monetário. (4)

Os recursos obtidos através do endividamento público no período de 1969/76, podem ter sido utilizados para fi

(4) Ver Anexo nº 02.

TABELA V.
BRASIL. EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA E OPERAÇÕES
DE CRÉDITO DO TESOURO NACIONAL - 1964/1979

Cr\$ milhões correntes

Anos	Déficit (-) ou Superávit (+)	Operações junto ao Público		Op. junto Aut. Monet. ^c	Op. junto à CEF ^d	Op. junto Fundos e Programas ^e	Part. (%) Cív. Pub. Int. fin. def. Orça mentário
		Dív. Púb. Int. ^a	Outras ^b				
-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-	-7-	
1964	-728	35	40	+653	---	---	4,
1965	-593	323	--	+270	---	---	54,5
1966	-586	606	170	-190	---	---	103,5
1967	-1.225	509	---	+716	---	---	41,6
1968	-1.227	-101	239	+1.089	---	---	---
1969	-756	1.178	311	-733	---	---	155,9
1970	-738	1.389	188	-839	---	---	188,3
1971	672	2.549	145	-2.022	---	---	379,4
1972	-516	8.132	69	-7.685	---	---	1.566,9
1973	+295	6.138	66	-6.499	---	---	---
1974	+3.882	4.895	13	-8.790	---	---	---
1975	+73	16.254	29	-16.356	---	---	---
1976	+423	19.955	24	-18.594	-1.808	---	---
1977	+1.043	-3.479	34	+3.466	-1.064	---	---
1978	+4.872	4.979	39	+1.447	-947	-10.390	---
1979	+2.296	-80.932	31	+74.011	-1.317	+5.911	---

Fontes: 1) Boletim do Banco Central do Brasil - vol. 15, nº 2, p. 154

2) Idem - vol. 16, nº 3, p. 108

Observações: (a) Resultados das operações da dívida pública e das operações de mercado aberto

(b) Referem-se às seguintes operações: empréstimos compulsório em 1964; empréstimo junto à USAID em 1966 e depósitos de contribuintes nos anos seguintes.

(c) O sinal positivo significa que as Autoridades Monetárias forneceram recursos ao Tesouro Nacional. O sinal negativo representa acréscimo de recursos junto às Aut. Monet. devido ao excesso de financiamento.

(d) Depósitos à vista do Governo Federal junto à Caixa Econômica Federal (CEF). O sinal negativo significa aumento desses depósitos. (Dec. Lei 1.442/76)

(e) Depósitos à vista do Governo Federal junto ao FUNAGRI e ao FINEX. O sinal negativo significa aumento desses depósitos e redução no caso de sinal positivo.

nanciar qualquer uma das operações ativas, mas o que é relevante nesta análise é que, a partir de 1970, os déficits do Tesouro Nacional deixaram de exercer qualquer pressão inflacionária, ou seja, inúmeros investimentos, nesse período, foram viabilizados com a colocação de títulos do Tesouro Nacional.

Dessa forma, a dívida interna teve papel relevante no que tange ao financiamento do déficit operacional. Porém, se por um lado, a dívida pública interna surgia como uma alternativa não inflacionária de financiamento dos déficits orçamentários, por outro, criava um problema adicional para o mesmo Orçamento: as crescentes despesas com o pagamento dos custos dessa dívida.

Dentre as possíveis alternativas que se colocaram para a solução da questão da dívida interna (aumento da carga tributária, redução das despesas Governamentais) optou-se por uma forma pouco convencional: pagar os custos da dívida utilizando os recursos obtidos com a colocação de títulos públicos federais, isto é, embutindo os custos da dívida no seu próprio giro. Assim, além da cobertura de déficits registrados no Orçamento da União e execução da política monetária, a colocação de títulos da dívida passou a ter um terceiro objetivo, que foi o giro da dívida pública interna. Por giro da dívida deve-se entender: colocações, mais resgates, / mais parcela dos custos da dívida não coberta por dotações / orçamentárias. (5)

Dessa forma, com o total de colocações sendo maior que o total de resgates, gera-se um mecanismo através do qual, o tamanho da dívida cresce em uma proporção pelo menos igual ao total dos custos que foram incluídos em seu próprio giro.

Esse crescimento é ilustrado na tabela VI onde, de 1978 para 1979, nota-se que houve um aumento da responsabilidade do Tesouro Nacional por títulos em circulação da ordem de Cr\$ 160.106 milhões, sendo que desse total, Cr\$ 93.618 milhões, ou 58,5% do incremento foi devido à inclusão dos custos da dívida no seu giro.

Importante notar que, com a inclusão do custo da / dívida em seu giro, a emissão de títulos ocorre independentemente da conjuntura, o que significa perda do "raio-de-mancobra" para a política de dívida pública, pois torna-se inviável a escolha de um determinado momento para a colocação dos títulos da dívida pública.

Dois momentos precisam ser analisados para entender o porquê desse quadro na administração da dívida pública no final dos anos 70. Deve-se observar a crise internacional de 1974 e como o Brasil se incluiu nesse contexto de aceleração inflacionária.

Com a crise de liquidez internacional e o agravamento da recessão interna, "... Inicia-se, então, (a partir

(5) Silva Neto, Alfredo Lopes. Dívida Pública Interna Federal. Brasília, 1980 . Tese de Mestrado, UnB, Mimeo.

TABELA VI

BRASIL. CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA IN
TERNA DEVIDO À INCLUSÃO DOS CUSTOS DA DI
VIDA NO SEU GIRO - 1971/1979

Cr\$ milhões correntes

Anos	Responsabilidade do Tes.Nac.por títulos púb.em circulação ^a	Incre mento	Parcela dos custos inclui da no giro da dívida			Particip.Relativa (%)		
			ORTN	LIN	Total	(3/2)	(4/2)	(5/2)
	-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-	-7-	-8-
1971	15.445	---	---	---	---	---	---	---
1972	26.179	10.734	2.611	795	3.406	24,3	7,4	31,7
1973	38.344	12.165	2.311	1.755	4.066	19,0	14,4	33,4
1974	47.769	9.425	3.019	2.532	5.551	32,0	26,9	58,9
1975	97.512	49.743	4.887	3.905	8.792	9,8	7,9	17,7
1976	153.801	56.289	6.194	11.081	17.275	11,0	19,7	30,7
1977	240.391	86.590	12.286	25.942	38.228	14,2	30,0	44,1
1978	357.554	117.163	20.657	43.637	64.294	17,6	37,2	54,9
1979	517.660	160.106	24.534	69.084	93.618	15,3	43,1	58,5

Fontes: 1) Banco Central do Brasil - Relatório do DEDIP, Anexo 1.

2) Tabela VI.1

Observações:

a) Exclui OTNs e LTNs-especiais em circulação.

de 1974), um movimento 'autônomo' de Letras do Tesouro, tanto para fazer frente às obrigações de resgate da dívida primária pública já emitida, quanto para compensar os desequilíbrios temporários de caixa do tesouro, provenientes da crise que acompanha inexoravelmente a recessão" (Conceição, 1983; 135).

Nesta situação, dada a emissão crescente de títulos para fazer frente ao giro da própria dívida interna, a / consequência imediata é a perda de eficiência na execução da política monetária, ou seja, em sua função de administrar a liquidez.

A política econômica adotada na época, cujo objetivo foi a captação de "poupança" externa via o setor público, teve como consequência a elevação de financiamento com a venda de títulos da dívida pública para fazer frente ao passivo do Banco Central, o que acentuou os custos da dívida já existente.

Na verdade, a partir desse momento, deve-se analisar a dívida pública dentro de um quadro inserido na política econômica de 1976/78 denominado "ciranda financeira".

Com a intenção de obter reservas, a política de Simonsem induziu uma taxa de juros interna maior que o nível / da taxa de juros externa, o que, em situação de alta liquidez internacional, implicou na obtenção de dólares que, por sua vez, tinham como contrapartida sua conversão em cruzeiros. Para fazer frente a esse aumento da liquidez se fez ne

cessária a colocação de títulos da dívida pública. Essa política fez com que a dívida aumentasse. Consequentemente ao aumento dos juros, acentuaram-se os custos financeiros das empresas, que repassavam para os preços. Simonsen realizava então, uma política ortodoxa de combate à inflação via contenção de liquidez, fechando, dessa forma, a "ciranda financeira".

É nesse momento que a dívida interna passou, paulatinamente, a exercer um outro papel, diferente do que predominou na década de 70, que foi o de fazer frente a um déficit público operacional. Nos anos 80, já predomina o crescimento da dívida interna devido à "rolagem" da própria dívida, ou seja, para cobrir o déficit financeiro.

Outra consequência da política econômica de 1976/78, foi a deterioração do perfil da dívida conforme ilustra a tabela VII. Esse fato ocorreu devido à política de constantes emissões de LTN's, para atender as operações de mercado aberto, e também, ao processo de concentração de títulos públicos Federais nas mãos de poucos tomadores. Isso implicou em uma dependência da administração da dívida em relação ao tipo de títulos que esses investidores demandam que, em conjuntura inflacionária, são títulos de curto prazo (LTN).

TABELA VII

PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL - 1964/1979

m. = meses e d. = dias

Anos	Dívida em ORTNs	Dívida em LTNs	Total ^a
1964	59m. e 21d.	---	59m. e 21d.
1965	47m. e 09d.	---	47m. e 09d.
1966	24m. e 12d.	---	24m. e 12d.
1967	24m. e 21d.	---	24m. e 21d.
1968	24m. e 12d.	---	24m. e 12d.
1969	20m. e 09d.	---	20m. e 09d.
1970	17m. e 05d.	20d.	16m. e 06d.
1971	16m. e 11d.	01m. e 03d.	12m. e 18d.
1972	21m. e 23d.	02m. e 20d.	14m. e 09d.
1973	27m. e 22d.	03m. e 21d.	16m. e 24d.
1974	31m. e 02d.	03m. e 24d.	22m. e 18d.
1975	37m. e 29d.	03m. e 14d.	24m. e 22d.
1976	31m. e 28d.	03m. e 19d.	19m. e 04d.
1977	30m. e 27d.	03m. e 11d.	17m. e 01d.
1978	27m. e 12d.	03m. e 07d.	14m. e 08d.
1979	25m. e 09d.	03m. e 05d.	13m. e 27d.

Fontes: 1) Banco Central do Brasil - Relatório do DEDIP - 1975/76

2) " " - 1977

3) " " - 1979

Observação: (a) Não inclui OTNs e LTNs-especiais.

I.3 A ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NOS ANOS 80

A partir dos anos 80, houve constantes alterações no coeficiente da correção monetária (como o tabelamento em 1980) que tiveram como consequência o aumento da incerteza / com relação à manutenção da real remuneração dos títulos da dívida pública. Este fato, aliado ao agravamento da crise internacional, implicou em profundas alterações no que tange à dívida pública interna Federal.

Na verdade, "O poder discricionário do Estado sobre o valor patrimonial das empresas e as regras de política econômica, buscando 'espaço' no mercado financeiro para captar e carregar a dívida pública interna (contrapartida da dívida externa e um dos mecanismos de 'socialização cambial') acaba por gerar uma grande instabilidade nas regras que condicionam o comportamento das diversas taxas de juros. Transforma também esse fenômeno estrutural em um comportamento defensivo-especulativo dos vários agentes econômico-financeiro, ou seja, acaba por maximizar, permanentemente, o comportamento especulativo de curto prazo" (Costa, 1987; 10)

No início da década de 80, a política econômica adotada, causou um brutal encarecimento do passivo do Banco Central junto ao setor privado e um elevadíssimo custo de rolagem da dívida pública, acentuando a fragilização financeira do setor público, processo este, iniciado com a crise de 1979. O resultado foi o agravamento da instabilidade embuti-

da nos agentes econômicos, que promovem um movimento especulativo e defensivo, basicamente a partir do aumento de preços e especulação com estoques. (6)

A partir de 1982, com a nova conjuntura internacional, não foi mais possível a política de diferencial de taxa de juros para a captação de dólares, pois não se colocava / mais a possibilidade de vinda de fluxos externos de capitais. Consequentemente, o financiamento do setor público, baseado em créditos externos, se rompe. Dentro deste contexto, para fazer frente ao passivo gerado no período anterior, houve uma forte expansão da dívida mobiliária Federal que acentuou drasticamente a dívida líquida do setor público. Observando a tabela VIII percebe-se que, enquanto a dívida líquida do setor público representava em 1982, 28,76% do PIB, em 1983, essa mesma relação passou a ser de 44,96% do PIB.

Nas palavras de Biasoto:

"A forte expansão da dívida mobiliária Federal foi o canal alternativo de financiamento que o setor público passou a utilizar, tanto é assim, que a dívida mobiliária Federal significava 14% da dívida externa líquida em 1983 passando à mesma relação a 34% em 1987" (Biasoto, 1988; 57).

O fato é que, ao contrário da década de 70 quando

(6) Kandir, A. - A Dinâmica da Inflação - 1988 - Ed. Nobel.

TABELA VIII

Dívida Líquida do Setor Público *

1982 - 1987

(US\$ milhões)

	1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	VAL	% do PIB	VAL	% do PIB	VAL	% do PIB	VAL	% do PIB	VAL	% do PIB	VAL	% do PIB
Dívida Interna	34175	12,74	33485	16,16	41344	19,54	46470	20,30	54231	19,26	66637	20,49
Gov. Federal/DACEN	6943	2,59	8145	3,98	14917	7,05	16061	7,02	17711	6,29	28741	8,84
Dívida Mobiliária	16123	6,61	13980	6,63	19330	9,13	25038	10,94	25314	8,99	29557	9,09
Outras (excl. BM)	-9131	-3,40	-9230	-4,51	-2333	-3,94	-13100	-5,72	-18778	-6,67	-7380	-2,27
Gov. Estad./Munic	10029	3,74	8577	4,19	9688	4,54	10698	4,67	12577	4,47	14591	4,49
Dívida Mobiliária	3703	1,30	2595	1,27	2601	1,23	3035	1,33	3880	1,30	5200	1,59
Outras	6326	2,36	5982	2,92	7087	3,31	7663	3,35	8697	3,09	9391	2,89
Empresas Estatais	17203	6,41	16363	7,99	16819	7,95	19711	8,61	23943	8,50	23305	7,17
Dívida Externa	42970	16,02	58950	28,00	61587	29,18	66191	28,92	75967	26,97	85036	26,15
Dívida Líq. do Setor Público	77145	28,76	92431	44,96	102931	48,64	112661	49,22	130198	46,23	151667	46,64
PIB	268200		204716		211644		228900		281633		325194	

Fonte: BACEN

* Saldos médios anuais.

a dívida pública cresceu em termos de volume, predominantemente, em função de um déficit operacional e possibilitou a consolidação de investimentos, nos anos 80 a dívida pública cresce somente como contrapartida de um acentuado déficit financeiro determinado pela elevação dos custos de "carregamento" da dívida mobiliária.

A nova lógica pode ser entendida a partir da obtenção de um elevado "spread" para as instituições "carregadoras" de títulos da dívida pública, ou seja, entre a remuneração recebida pelos títulos e o valor pago aos aplicadores, o que determina que as instituições financeiras atuem quase / que completamente na esfera de "carregar" os títulos da dívida pública, deixando de exercer a função primordial que seria a intermediação financeira.

Importante notar que grande parte do incremento da dívida mobiliária ocorreu com o acentuado crescimento da carteira própria do Banco Central (BACEN), utilizada como "hedge", para a expansão de seu passivo dolarizado decorrente da estatização do endividamento externo. Este fato também acentua um comportamento especulativo dos agentes, pois torna-se questionável a capacidade do Estado de fazer frente a esse passivo na carteira do BACEN.

Em 1986, houve uma ruptura com a política de administração da dívida pública mantida até então. Com a eliminação da correção monetária, procurou-se realizar uma alteração estrutural no mercado de títulos da dívida pública. O ob

jetivo era, em primeira instância, diminuir o custo de carregamento da dívida interna para, posteriormente, alterar o perfil desta, que já apresentava níveis de encurtamento extremamente instabilizador.

O instrumento utilizado foi a emissão das Letras / do Banco Central (LBC) dado o quadro de dificuldades para o lançamento de títulos públicos tradicionais - Obrigações do Tesouro Nacional (OTN) e Letras do Tesouro Nacional (LTN).

De fato, com uma taxa de inflação com tendência a forte variabilidade, as LTN's deveriam ser demandadas por prêmios de riscos ("spread") em níveis elevados. Restaria, pois, o lançamento das OTN's que, no entanto, trariam à cena situações anteriormente vivenciadas, e de resultados negativos, como a questão do descasamento do prazo. Isto é, não havendo comprador final para o título, este era emitido em prazos longos e o mercado financeiro fazia a conversão, utilizando-o como lastro nas operações de overnight.

Através da tabela/X, é possível ilustrar o forte crescimento, em termos de volume, da emissão de LBC, sendo de NCz\$ 32.985 em junho de 1986 na realização do 1º Leilão, chegando a NCz\$ 202.465 em dezembro de 1986, o que causou uma elevação de 513% frente a um decréscimo do volume de OTN no mesmo período de -3,2% (NCz\$ 587.614 em junho de 1986 e NCz\$ 569.032 em dezembro/86).

Já a parcela da dívida pública em LTN também aumentou consideravelmente neste período, da ordem de 354,05%.

TABELA IX

Dívida mobiliária interna em circulação — saldos em NCz\$ mil

Período	Responsabilidade do Banco Central	Responsabilidade do Tesouro Nacional		LFT	Dívida pública federal	Dívida pública estadual e municipal	Total
	LBC	OTN	LTN				
	Total	Total	Total				
1977	—	119,4	121,0	—	21,7	31,1	53,8
1978	—	163,0	194,5	—	11,2	46,7	57,9
1979	—	251,2	266,5	—	17,6	84,3	101,9
1980	—	589,2	255,5	—	159,6	150,5	310,1
1981	—	1.985,6	1.099,0	—	570	413,1	983
1982	—	6.399,4	1.460,0	—	7.863	1.033,8	8.896
1983	—	20.723	4.710	—	25.437	2.674,9	28.112
1984	—	84.773	5.500	—	90.279	8.507,2	98.786
1985	—	341.130	61.600	—	402.735	33.474	436.209
1986							
Mar.	—	575.500	61.800	—	645.305	48.640	693.945
Abr.	—	583.499	61.800	—	643.304	50.048	693.352
Maio	—	583.236	69.400	—	652.641	51.031	703.672
Jun.	32.985	587.614	74.000	—	694.599	56.660	751.259
Jul.	165.786	561.275	74.000	—	801.061	57.530	858.591
Ago.	176.271	538.159	88.000	—	802.430	58.489	860.919
Set.	193.154	538.043	126.000	—	857.197	58.463	915.660
Out.	162.009	517.313	188.000	—	867.322	63.013	930.335
Nov.	162.403	506.421	230.000	—	898.824	63.068	961.892
Dez.	202.465	569.032	336.000	—	1.107.497	61.406	1.168.903
1987							
Jan.	230.803	651.649	432.000	—	1.314.452	61.983	1.376.435
Fev.	273.373	744.700	508.000	—	1.526.073	63.935	1.590.008
Mar.	307.715	762.030	542.000	—	1.611.745	106.308	1.718.053
Abr.	396.577	922.007	552.000	—	1.870.584	121.081	1.991.665
Maio	513.316	1.178.966	568.000	—	2.260.283	144.561	2.404.844
Jun.	686.200	1.506.534	588.000	—	2.780.735	178.915	2.959.650
Jul.	745.599	1.840.489	571.000	—	3.157.089	209.817	3.366.906
Ago.	847.705	1.930.415	519.000	—	3.297.121	214.710	3.511.831
Set.	943.859	2.144.166	492.000	—	3.580.026	234.864	3.814.890
Out.	1.129.223	2.327.118	530.000	—	3.986.342	252.773	4.239.115
Nov.	1.416.203	2.679.736	600.000	—	4.695.940	301.275	4.997.215
Dez.	1.633.602	3.303.851	687.680	—	5.511.608	398.946	5.910.554
1988							
Jan.	1.851.560	3.734.428	375.937	519.045	6.480.971	471.791	6.952.764
Fev.	1.908.346	4.079.794	170.165	1.225.672	7.383.978	546.576	7.930.554
Mar.	1.773.447	4.750.897	—	2.011.769	8.536.112	640.841	9.176.950
Abr.	2.015.998	4.917.412	—	2.922.130	9.355.541	771.529	10.627.070
Maio	1.667.699	5.984.720	—	4.012.366	11.664.786	916.493	12.581.278
Jun.	1.847.478	6.727.156	—	5.567.465	14.142.100	1.081.463	15.223.563
Jul.	1.620.751	8.275.950	173.732	7.244.289	17.314.632	1.272.067	18.586.681
Ago.	931.218	10.073.000	176.444	9.532.930	20.713.712	1.560.426	22.274.112
Set.	—	12.390.197	131.382	11.916.508	24.438.070	1.906.883	26.344.955
Out.	—	15.767.985	123.830	15.078.239	30.970.054	2.359.975	33.330.000
Nov.	—	20.878.926	—	18.464.619	39.343.545	2.995.914	42.339.450
Dez.	—	27.552.239	—	27.924.542	55.476.781	3.834.179	59.310.300
Variação (%) referente ao último dado							
No mês	-42,5	32,0	—	51,2	41,0	28,0	4,0
No ano	-43,0	733,9	—	—	906,5	861,1	90,0
Em 12 meses	9,9	733,9	—	—	906,5	861,1	90,0

inferior, porém, à participação das LBC's no conjunto da dívida pública. Interessante observar, pela mesma tabela, que neste período analisado, a dívida pública Federal teve uma elevação da ordem de 59,44% passando de NCz\$ 694.599 em junho de 1986 para NCz\$ 1.107.497 em dezembro do mesmo ano, o que significou maior relevância para o acentuado crescimento da LBC no conjunto da dívida pública.

Ou seja, em todo o segundo semestre de 1986 e ao longo do ano seguinte, não ocorreram emissões primárias de OTN e LTN, à exceção de colocações junto à carteira do BACEN, configurando numa situação de exclusiva dependência em relação às LBC's, tanto para a consecução de política monetária, como para o financiamento do Tesouro Nacional.

O objetivo fundamental da introdução da LBC era o de dotar a economia de um título de curto prazo, que regulasse a liquidez e que, ao mesmo tempo, diminuísse o "custo" de rolagem da dívida pública na medida em que rendia somente o "overnight". Assim, tratava-se de um título que foi destinado às grandes instituições e de grande atratividade para as "sobras de caixa" das empresas. (7)

Porém, como já foi colocado, a LBC passa também a exercer a função de financiar o Tesouro Nacional devido às

(7) De acordo com o BACEN: "É um título escritural, nominativo e transferível, com prazo de vencimento máximo de um ano. Seu rendimento, calculado pelo BACEN, é a taxa média ponderada dos negócios diários realizados como título no mercado financeiro."

grandes dificuldades que existiam para o lançamento de um título de longo prazo em um quadro de aceleração inflacionária.

A questão é que, ao exercer essa função com as peculiaridades que apresentava (sendo um título de curto prazo), a LBC tornou-se um fator gerador de instabilidade para o financiamento da dívida pública, na medida em que o drástico encurtamento dos prazos exacerbou expectativas de não pagamento da remuneração dos títulos públicos, acentuando um comportamento especulativo dos agentes econômicos no mercado financeiro.

O fato mais relevante na administração da dívida pública no último triênio, foi a criação, em 1988, da Letra Financeira do Tesouro (LFT) em substituição às LBC's que foram sumindo gradativamente do mercado. Com a introdução das LFT's "...esperava-se distinguir as operações que eram típicas de dívida pública daquelas que eram de mercado aberto, ou seja, com o objetivo de controle monetário" (Costa, 1988; 27).

A "colocação" no mercado de LFT deve ser entendida dentro de um contexto de reforma institucional do mercado financeiro, na qual procurava-se definir, de forma precisa, as atribuições das principais entidades financeiras: Banco Central, Banco do Brasil e Tesouro Nacional.

Portanto, a emissão de LFT, "...ao contrário do que ocorria com as LBC's, ficará limitada (emissão de LFT)

ao que estiver previsto no OGU (Orçamento Geral da União). Extingui-se, portanto, a Lei Complementar nº 12, de 1971, que facultava ao BACEN e ao Conselho Monetário Nacional (CMN) o controle da dívida pública mobiliária, sem qualquer prestação de contas ao Congresso" (Rego, 1988; 03).

A criação das LFT's esteve vinculada à captação de recursos para o Tesouro Nacional, função esta, exercida, até então, pela LBC, o que se afigurava inadequada à própria origem do título de responsabilidade do BACEN.

O objetivo da LBC era regular a liquidez devido ao fato das OTN's e LTN's na época, não permitirem o alcance / desse objetivo, sem que isso representasse custos elevados / no que tange à taxa de juros e deságio para a União.

No transcorrer de 1988 e 1989, no que diz respeito às operações com títulos públicos Federais, o cenário permaneceu praticamente o mesmo, ou seja, todas as operações de financiamento do setor público, via emissão de títulos públicos, foram feitas com LFT, tomando, dessa forma, o lugar da LBC e disciplinando uma situação de fato já existente dado pela inadequação da LBC em financiar o Tesouro Nacional.

O importante é reter que, dentro de um contexto de aceleração inflacionária, tanto a LBC como a LFT passaram a representar a denominada "quase moeda" indexada, o que inviabilizou a execução de uma política de dívida pública e uma política monetária ativa. A LFT acentuou um dilema que já corria com a LBC, ou seja, ambos representaram um rebote no

custo de carregamento da dívida pública, ao mesmo tempo em que agravaram a forte concentração das aplicações financeiras no curtíssimo prazo. Isso impossibilitou que o Banco Central pudesse praticar uma política monetária ativa, uma vez que a maior preocupação da Autoridade Monetária tem sido a de manter um tênue equilíbrio entre o rendimento do overnight ao nível inflacionário no transcorrer de cada mês.

CAPÍTULO II

DEBATE: A QUESTÃO DA
DÍVIDA INTERNA

II.1 A ECONOMIA NO FIO DA NAVALHA

É fato incontestável que a dívida interna ganhou notoriedade, principalmente no último ano, em função da política econômica adotada no Plano Verão sobre a Dívida Pública Interna. Vários segmentos da sociedade começaram a analisar a questão da dívida interna como fundamental para o equacionamento do problema da aceleração inflacionária. Além do mais, resolver o problema da dívida interna significa reestabelecer condições para que o Estado possa articular um novo surto industrial. Dessa forma, a questão colocada é eixo central para determinar um novo padrão de desenvolvimento econômico do país, que depende, por sua vez, de como se fará a sua inserção no contexto internacional.

Importante ter claro que, não é possível encontrar uma solução isolada para a questão do endividamento interno pois, este é um ponto relevante, mas não o único, para o atual descontrole da economia brasileira. Existe uma interligação extremamente forte entre outros aspectos do atual quadro econômico que estão associados com a dívida interna, a dívida externa e o desequilíbrio financeiro do setor público. Estes três pontos determinam, na atual conjuntura, um processo de aceleração inflacionária que pode engendrar a hiperin

flação, caso não haja uma solução articulada que envolva uma negociação da dívida interna e externa, implicando no equilíbrio financeiro do Estado.

A falência de uma instituição do Estado (no caso, a moeda) é uma característica básica do processo inflacionário. No Brasil, a falência da moeda cruzado já é um fato. Entretanto, existe uma moeda alternativa: a moeda indexada, / lastreada em títulos públicos Federais, ou seja, a "quase-moeda" indexada. À medida que o público acredita nesta moeda, será possível evitar que a economia seja lançada numa rota explosiva. A sinalização mais evidente desta rota seria a fuga dos títulos da dívida pública para mercados especulativos, onde se vislumbra-se a perspectiva de manutenção da riqueza (como dólar e ativos reais). Neste momento, a cotação do dólar disparará consubstanciando, então, a hiperinflação, na qual, a moeda americana funciona como medida para tudo.

A explicação para a ausência desse processo de hiperinflação deve ser buscada no mercado de títulos da dívida pública, observando seu precário equilíbrio. De fato, existe a perspectiva da manutenção de alguma sintonia entre a taxa de juros paga no "over" e a expectativa de inflação para o mês seguinte. Porém, torna-se impossível, devido aos custos financeiros que esse equilíbrio implica para o Estado, perpetuar essa relação over/inflação. Resulta, assim, a hipótese de ruptura da rolagem da dívida pública interna constituindo um ponto central para desencadear a crise monetária brasilei

ra.

Configura-se, então, um verdadeiro pacto entre o Estado e setores da iniciativa privada, no qual, o setor público precisa realizar constantes emissões de títulos públicos para "bancar" o "custo" da dívida interna, com o objetivo de evitar a solvência. O setor privado, por sua vez, dentro do contexto de aceleração inflacionária, procura manter a riqueza sob a forma mais líquida possível (característica fornecida pelo mercado de títulos públicos). Assim, encontram-se condições excepcionais de liquidez, acentuando um comportamento especulativo nos agentes econômicos.

A ameaça que ronda o pacto, atualmente, é reforçada pela incerteza com relação à capacidade do Estado de viabilizar o pagamento das remunerações dos títulos públicos, face à uma estrutura de financiamento que combina custos elevadíssimos e um perfil extremamente curto da dívida interna.

Qualquer sinalização de elevação drástica dos "custos" (como a que ocorreu na implementação do Plano Verão) causa apreensão com relação à consistência do Estado diante de novos encargos. Os agentes econômicos, diante deste fato ocorrido no Plano Verão (8), vislumbram o comprometimento da estabilização da moeda no futuro, ocasionando, num momento posterior, medidas estruturais de combate aos desequilíbrios

(8) A política de juros altos, determinada pelo Plano Verão, causou uma expansão de 46,6%, em termos reais, nos encargos da dívida mobiliária Federal, em julho.

fiscais.

A política de juros altos, utilizada no Plano Ve rao e suas repercussões na sociedade, ilustram como a ques tao da dívida interna tornou-se um foco em potencial, gera do de forte instabilidade no mercado financeiro. A declara- ção do Ministro da Fazenda, Maílson da Nóbrega, quando se deu a alteração de patamar da taxa de juros de que estava "mais preocupado com o controle da economia", independente das conseqüências advindas dessa medida, atesta que o nó gór dio da economia brasileira está na dívida pública interna. Quando indagado se o custo desse controle era o aumento do dé ficit público, aspecto primordial da política ortodoxa, o Ministro respondeu: "Paciência, vamos conviver com isso".(9)

Se existe a possibilidade de conviver com a eleva ção do déficit público, devido ao encarecimento da dívida mo biliária, o mesmo não ocorre com o frágil equilíbrio em que se encontra a economia brasileira, sob pena de se ter toda uma estrutura industrial já montada, sucateada pela ausência de novos investimentos produtivos.

Urge, portanto, discussões que, em primeiro lugar, não negue a importância da dívida interna e sua interação / com outras questões estruturais na economia brasileira. Não é mais possível minimizar esta questão, realizando simples comparações entre a relação do tamanho da Dívida Pública/PIB

(9) Folha de São Paulo - 15.08.89.

do Brasil, com nações desenvolvidas para deduzir que este ponto é secundário na discussão do processo inflacionário do país.

A postura dos economistas que se baseiam nessa comparação, é semelhante àquela adotada por segmentos da sociedade brasileira, no momento da ruptura do padrão de financiamento em 1982, pois, naquele momento, não se enfrentou os impasses consubstanciados no financiamento do setor público, o que causou uma situação de estagnação e convívio constante / com a possibilidade de hiperinflação na década de 80. A adoção do mesmo comportamento com relação à dívida interna pode causar um problema maior: a hiperinflação com o definhamento do tecido social mantido até então.

II.2 DISCUSSÕES SOBRE A DÍVIDA INTERNA

Com o agravamento da dívida interna em relação ao seu tamanho, perfil e custo, várias correntes do pensamento econômico passaram a deter-se mais nesse aspecto da economia brasileira, procurando formas razoáveis para o seu equacionamento. O objetivo aqui, é colocar estas propostas realizando uma análise crítica de sua viabilidade.

O economista Joaquim de Elói Cirne de Toledo, centra seu estudo na questão do tamanho da dívida interna, acreditando ser esse volume efetivamente excessivo, não se tratando de uma questão meramente de credibilidade política. De acordo com Cirne de Toledo, o tamanho máximo sustentável da dívida interna depende de dois fatores básicos:

- Taxa futura de inflação;
- Tamanho do superávit fiscal.

"Sem inflação alta e em aceleração, a taxa real efetiva de juros teria que ser relativamente elevada no Brasil. Neste caso, seria então necessário um imenso choque fiscal que gerasse um superávit primário da ordem de 4% do PIB. Não parece politicamente factível, nem socialmente desejável, gerar tal superávit no futuro...". (10)

Posteriormente, Cirne de Toledo conclui:

(10) Ver Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura nº62 Outubro, 1989.

"... o valor real de mercado da dívida terá que ser menor no futuro, justificando ao menos parcialmente, as expectativas de perdas (juros negativos) nas aplicações financeiras".

Para Cirne de Toledo, a questão colocada é a de como evitar que essa perda patrimonial, que é inevitável, se dê sob a forma de um processo de desvalorização sob pânico, ou seja, a temida hiperinflação. A solução seria, então, aceitar a paulatina redução da dívida interna, até um valor sustentável, através de uma política não agressiva de juros e via aceleração inflacionária.

Essa análise de Toledo apresenta esse aspecto: o estancamento do processo inflacionário é condição dada, ou seja, o importante é observar qual seria o possível comportamento da dívida interna num quadro de queda da inflação. Nesse contexto, seria necessário um choque fiscal de 4% do PIB para a elevação da taxa de juros. Essa colocação é questionável pelo seguinte motivo: existe, atualmente, uma massa monetária no mercado de títulos da dívida pública que consiste, basicamente, no denominado "sobra-de-caixa" das empresas, parcela esta, que tem como prioridade a liquidez e não o nível de rentabilidade.

Por esse motivo, o montante do choque fiscal, apreçoado por Toledo, possa ser menor, uma vez que se faz absolutamente essencial oferecer remuneração real, somente para a parcela de recursos monetários que podem se deslocar para o

dólar ou ativos reais.

Outro ponto, na visão de Toledo que deve ser discutido, é que ele coloca como meio para a redução do estoque da dívida interna, um determinado nível de aceleração inflacionária, além de uma política não agressiva de juros; sem que haja pânico (processo de hiperinflação).

Trata-se de uma análise perigosa, pois, existe um limite muito estreito entre a aceleração inflacionária/redução da dívida e alteração rápida da composição dos títulos da dívida pública na carteira das instituições. É esse limite estreito que leva à hiperinflação.

O mercado convive com um comportamento dos agentes econômicos bastante especulativo, diretamente proporcional ao encurtamento dos prazos de vencimento dos títulos. Ora, nesta situação de aguda instabilidade, uma elevação da inflação detonaria a fuga da "quase moeda" indexada, se não houvesse, como contrapartida, uma sinalização que manteria a sintonia da inflação com a taxa de juros.

Já a posição de Eduardo Luís Lundberg é relativamente diferente daquela assumida por Cirne de Toledo, já que Lundberg acredita que a dívida interna ainda é passível de controle, não considerando inevitável um processo de perda patrimonial.

Nas palavras de Lundberg:

"Sugerimos, dentro desta ótica, que o Governo ra-

pidamente atue no sentido de valorizar e controlar o estoque de moeda indexada. Entendemos que isso pode ser feito pela dolarização da dívida mobiliária interna e pela redução da liquidez extremamente elevada na economia brasileira, através da obtenção de superávits fiscais primários do Tesouro Nacional, da moratória da dívida externa pública, do lançamento de títulos públicos longos, com menor grau de liquidez e com o concurso do próprio imposto inflacionário, ou seja, exercendo uma política monetária ativa sobre o saldo da moeda indexada. (11)

Além da sugestão dessas medidas, Lundberg finaliza que é primordial que se promovam medidas urgentes para aumentar a credibilidade e a aceitação dos títulos da dívida pública de forma tal que evite a hiperinflação, ou que seja / possível enfrentá-la de forma mais organizada.

A proposta de Lundberg, nesse último aspecto, tende a não incorporar a questão política, pois acredita que o atual Governo possa implementar medidas ao final do mandato que apresentem como efeito, entregar um quadro econômico financeiro mais ordenado.

Lundberg identifica com precisão, que a possibilidade de uma hiperinflação é função da credibilidade com relação ao estoque de moeda indexada. Mas, a razão fundamental / do nível de incerteza se dá, não somente em relação à desva-

(11) Ver Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura nº62 Outubro, 1989.

lorização do atual estoque de dívida pública, mas também pe la capacidade do Governo de colocar novos títulos no mercado, gerando confiança nos agentes econômicos com relação à administração desses títulos.

O cerne da questão está na reestruturação do perfil da dívida interna de forma a propiciar um reordenamento do setor público que não deixe dúvidas quanto aos compromisos do Estado; e não na valorização do estoque via dolarização da dívida pública ou elevação da taxa de juros praticada no mercado.

A proposta de Lundberg não atinge o centro da problemática. Ela é insuficiente quanto à intenção de evitar a hiperinflação porque, com a dívida pública dolarizada, o equilíbrio do setor público manter-se-á frágil e instável.

Está implícita na análise de Lundberg a idéia de que as "perdas" serão evitadas. Com a dolarização da dívida mobiliária Federal, garante-se a manutenção do estoque de riquezas dos financiadores do Tesouro Nacional. Observou-se / que Toledo já coloca que o processo de perda patrimonial é inevitável, devendo-se esperar que este movimento se dê sob ausência de pânico, ou seja, hiperinflação.

É extremamente difícil propor uma solução que não implique em "perdas", pois o problema do desequilíbrio do setor público passa por um elevado déficit financeiro que precisará ser negociado no âmbito da sociedade. O fundamental é que a desvalorização do estoque de títulos da dívida pública

ocorra de forma negociada, pactuada e com garantias com relação à títulos de longo prazo. Uma negociação entre as grandes instituições financeiras e os grandes investidores evitaria uma perda patrimonial maior, que ocorreria de forma descontrolada com o "calote" da dívida interna e a hiperinflação.

Na opinião de Eduardo Ohana, é consenso entre economistas a necessidade de recuperação das finanças públicas, como etapa inevitável no combate à inflação.

É fundamental discutir o próprio tamanho da dívida pública em poder do público que, como percentagem do PIB, passou de 5,9% em média na década de 70 para 10,5% após 1985. Aqui, há o sinal de esgotamento da capacidade de financiamento do setor público. Esse aumento significativo provoca um alto grau de instabilidade no mercado financeiro. Para que este fato resulte em fuga de capital "... é necessário o correr uma deterioração na capacidade financeira do setor público, que enseje a impossibilidade deste de honrar seus compromissos".(12) Essa instabilidade se deve ao fato de que os títulos, que são renegociados todos os dias, ganharam características de moeda, mediante o aumento da velocidade de sua circulação no mercado de bens, invalidando qualquer tentativa de controle da demanda através da política monetária.

Nas palavras de Ohana, a sua conclusão:

(12) Ver Economia em Perspectiva - Carta de conjuntura nº62 Outubro, 1989.

"Trata-se da ampliação da velha "ciranda financeira", que passa a incorporar a dinamização inflacionária em seu roteiro. Esse jogo inflacionário continuará sendo jogado, enquanto não ocorrer a descapitalização dos financiadores do setor público, ou enquanto a conjuntura fiscal continuar produzindo expectativas negativas à estabilidade econômica. Em ambos os casos, os economistas parecem incapazes de entender a forma de controle dos resultados e, até exageradamente, transferir à esfera política os encargos de uma mágica estabilizadora, como se as expectativas não fossem feitas a partir de números". (12)

Ohana não propõe uma forma de equacionamento da dívida pública interna e relega a segundo plano um possível caminho para a sua solução, que pode ocorrer na esfera política. Não se trata de uma mágica estabilizadora, mas sim, de uma negociação procurando definir pontos fundamentais que determinam o atual desequilíbrio da dívida mobiliária: o seu perfil, prazo e custo de carregamento.

As decisões serão políticas e dependerão da correlação de forças que venha a se instalar com o novo Governo, independentemente da formulação técnica que venha a ser feita.

Trata-se de observar que, dependendo do perfil ideológico do novo Governo, é que se definirá a forma de atuação na estabilização monetária, ou seja, se será de cunho ortodoxo ou heterodoxo. O fato é que, vão ocorrer perdas e a

sua arbitragem - das perdas para qual fração social - tem muito a ver com as alianças e a política concreta que o novo Governo irá estabelecer.

A afirmação de Ohana, de que as expectativas sejam feitas a partir de número, também é discutível, devendo ser qualificada. Sem entrar no mérito teórico da questão, deve-se ter claro que não apenas de números depende a expectativa, pois neste caso, perde-se a dinâmica que as expectativas engendram no sistema econômico. Outras variáveis são importantes em sua determinação, como o comportamento do agente e econômicos no futuro, ou melhor, de como poderá vir a ser esse comportamento.

A visão de Ohana apresenta um aspecto importante e que contribui para a análise do desequilíbrio do setor público. Ele coloca o movimento especulativo advindo do precário equilíbrio da dívida mobiliária de forma endógena ao movimento do capital financeiro, reproduzindo, assim, a velha "ciranda financeira". Este aspecto é característico de uma posição de endividamento Ponzi do setor público, resgatando a postulação de Minsky.

De acordo com Eduardo de Freitas Teixeira, já existe um consenso entre os agentes econômicos a respeito das perdas patrimoniais que um possível "calote" representaria.

Neste sentido, é importante observar que "... apesar das ondas de pessimismo que, periodicamente, assolam o mercado (fenômeno de evidente motivação especulativa), o Go

verno tem conseguido, mesmo na atual situação de absoluto descontrolo macroeconómico, não só girar o estoque de seus compromissos passados, como também colocar títulos adicionais para financiar seus desequilíbrios presentes. A maior prova disso é que nos últimos leilões de LFT, a demanda ficou sistematicamente acima da oferta, sem a necessidade de "abrir" significativamente a taxa de "deságio". (13)

Esse movimento colocado por Teixeira significa que os agentes económicos ainda não estão em situação que implique forçar a monetização da dívida pública, como única maneira de exercer efetivamente seu poder de gasto.

Teixeira mostra-se preocupado com a enorme massa de recursos monetários que gira diariamente no overnight, próximo a US\$ 50 bilhões, que pode exercer uma forte pressão no mercado de ativos reais.

"... Portanto, a atual forma de financiamento do setor público, além de estreitar o raio de manobra das políticas monetária e fiscal, ... gera, em si mesma um potencial de pressão de demanda sobre o mercado de bens e serviços, que, se realizada, desestruturaria de vez a já frágil situação da economia". (13)

Procurando solucionar a questão da administração da dívida pública, tem-se duas correntes distintas. De um lado, aqueles que acreditam que o mercado resolverá esta ques

(13) Ver Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura nº62 Outubro, 1989.

tão, "... bastando apenas que seja executado um programa econômico coerente de estabilização para que, automaticamente, as condições de gestão da dívida melhorem". (13)

Existe, ainda, a corrente que salienta a necessidade de um equacionamento da dívida mobiliária, para que seja efetivada uma política monetária e fiscal, que propicie a estabilização econômica. Está implícita, também, nesta análise, a adoção de um padrão de financiamento para o setor público compatível com a retomada do crescimento econômico.

É fundamental ter claro que a atual situação não pode perdurar por muito tempo, pois, somente o próximo presidente da República terá condições políticas para combater / esse problema da forma mais racional possível. Porém, o que é inconcebível é que dado o atual quadro de instabilidade da dívida mobiliária, seja possível afirmar que as "livres- forças" do mercado possam reconduzir a administração da dívida pública em termos mais razoáveis.

A tese que está por trás desta visão é novamente a que afirma ser possível uma saída ordenada do over sem a participação do Governo atuando na articulação de uma negociação. É impossível um movimento ordenado de saída do over sem a articulação do Estado, na medida em que cada agente econômico procuraria minimizar as "perdas", o que, coletivamente, causaria pânico.

Até agora, a discussão da dívida interna privilegiou a questão de como se evitar a hiperinflação sob uma

ótica conjuntural.

O objetivo agora é discutir uma questão de cunho mais estrutural e extremamente relevante: analisar as propostas para fundar a dívida pública no Brasil.

II.3 TERAPIA PARA FUNDAR A DÍVIDA PÚBLICA DO BRASIL

Fundar uma dívida pública significa estender os prazos de um endividamento de curto prazo, tornando-o de longo ou longuíssimo prazo, dando em troca maiores garantias de pagamento, ou seja, altera-se o perfil da dívida pública de forma a propiciar um esquema saudável de financiamento do setor público.

A proposta de fundar a dívida pública deve ser vista no âmbito de uma negociação entre grandes instituições financeiras e investidores, com o objetivo de evitar um "calote" da dívida interna e com o alongamento dos prazos da dívida pública.

O professor Zini apresentou um programa para fundar a dívida pública do Brasil que supõe, em primeira instância, o combate à inflação que zere o déficit público. A partir da redução do patamar da inflação, ele propõe as seguintes medidas para fundar a dívida pública:

"O Governo converteria a dívida mobiliária em títulos de dez anos, com 5% de juros ao ano e carência de cito anos. A cobertura do juro se faria com um tributo específico (adicional do IR das rendas de capital ou imóveis). Seria / formado um fundo inicial com moedas fortes e ações de esta-
tais que, reaplicado, geraria recursos para a amortização. / Os títulos não teriam correção monetária; o fundo de amortização securitizado dará a proteção contra a inflação, estabe

lecendo uma âncora nominal na economia. Isso equivale a renegociar as condições da dívida, semelhante à securitização da dívida externa". (14)

O Plano é tecnicamente coerente e viável. No entanto, falta discutir a ótica política, ou seja, qual a articulação que propiciará condições adequadas para as reformas / propostas por Zini.

É importante reter, como afirma Zini, que é fundamental o reordenamento do estado, ou seja, do financiamento do setor público, para que seja possível uma política que implique em estabilidade dos preços. Daí a urgência de discutir, inclusive no âmbito do Congresso, a proposta para fundar a dívida pública.

Do ponto de vista de Maria Conceição Tavares, um ajuste na dívida interna tem como pressuposto básico o aumento das reservas cambiais, hoje em torno de U\$ 6 bilhões, para um patamar da ordem de U\$ 25 bilhões. Neste nível, é possível renegociar toda a dívida em poder do mercado - estimada hoje em U\$ 50 bilhões. Assim, seria possível um alongamento do perfil da dívida interna, trocando os papéis que circulam hoje no overnight por papéis cambiais com vencimento de longo prazo. Com esta proposta, ela está descartando, no atual contexto, uma reforma fiscal capaz de diminuir o endividamento do Estado e capaz de melhorar as reservas do país.

(14) Ver Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura nº56 Abril, 1989.

A idéia de Zini distingui-se da proposta de Conceição em dois aspectos principais: o patamar a ser alcançado por este fundo e os ativos que devem fazer parte dele. Zini acredita que entre U\$ 10 e 15 bilhões seriam suficientes para lastrear uma renegociação da dívida interna e que o fundo deveria ser composto por ações de estatais e não apenas de reservas cambiais.

De qualquer forma, são duas propostas que estão preocupadas, não somente com uma saída relativamente ordenada do over, mas também, com a estabilização do mercado de títulos da dívida pública. Neste sentido, é fundamental oferecer garantias para os grandes investidores, reservas cambiais para sustentar um fundo a longo prazo, lastro fiscal como novo imposto ou ainda lastro patrimonial. As ações das estatais são questões mais técnicas, apesar de serem válidas as propostas. Mas as decisões são, na verdade, políticas.

Para que haja a discussão no âmbito político, é importante que as elites tenham claro qual o perigo que a economia bordeja com o risco de fuga de investidores para a moeda estrangeira e todos os problemas daí decorrentes. As elites devem estar atentas para esse processo e aptas a negociar um determinado pacto onde se consolide a dívida pública interna.

CONCLUSÃO

A dívida interna é apontada como um dos principais obstáculos à estabilização da economia. Quer por seu volume, quer por suas condições de giro e liquidez, a administração da dívida mobiliária do setor público se torna, atualmente, objeto de constante apreensão das autoridades.

O seu equacionamento é fundamental para um projeto de estabilização econômica. O fato é que, dificilmente a solução deixará de ser via a negociação entre vários setores da sociedade. Esta é a única forma de evitar uma solução traumática e estabelecer uma estratégia de financiamento do Estado.

Neste sentido, deve-se realizar o lançamento de um título público destinado ao comprador final, ou ao sistema financeiro, que bancaria aplicações de prazos relativamente mais longos. Esse papel poderia ser a OTN, enquanto a LFT preencheria o espaço representado pelos agentes econômicos que demandam a quase-moeda. Daí sim, haveria o discernimento entre política monetária e política de dívida pública.

Importante que, caso o "custo" de carregamento desses papéis superasse sua rentabilidade, não haveria compromisso do BACEN em recomprá-los, isto é, o risco seria tão somente do mercado, como deveria sempre acontecer.

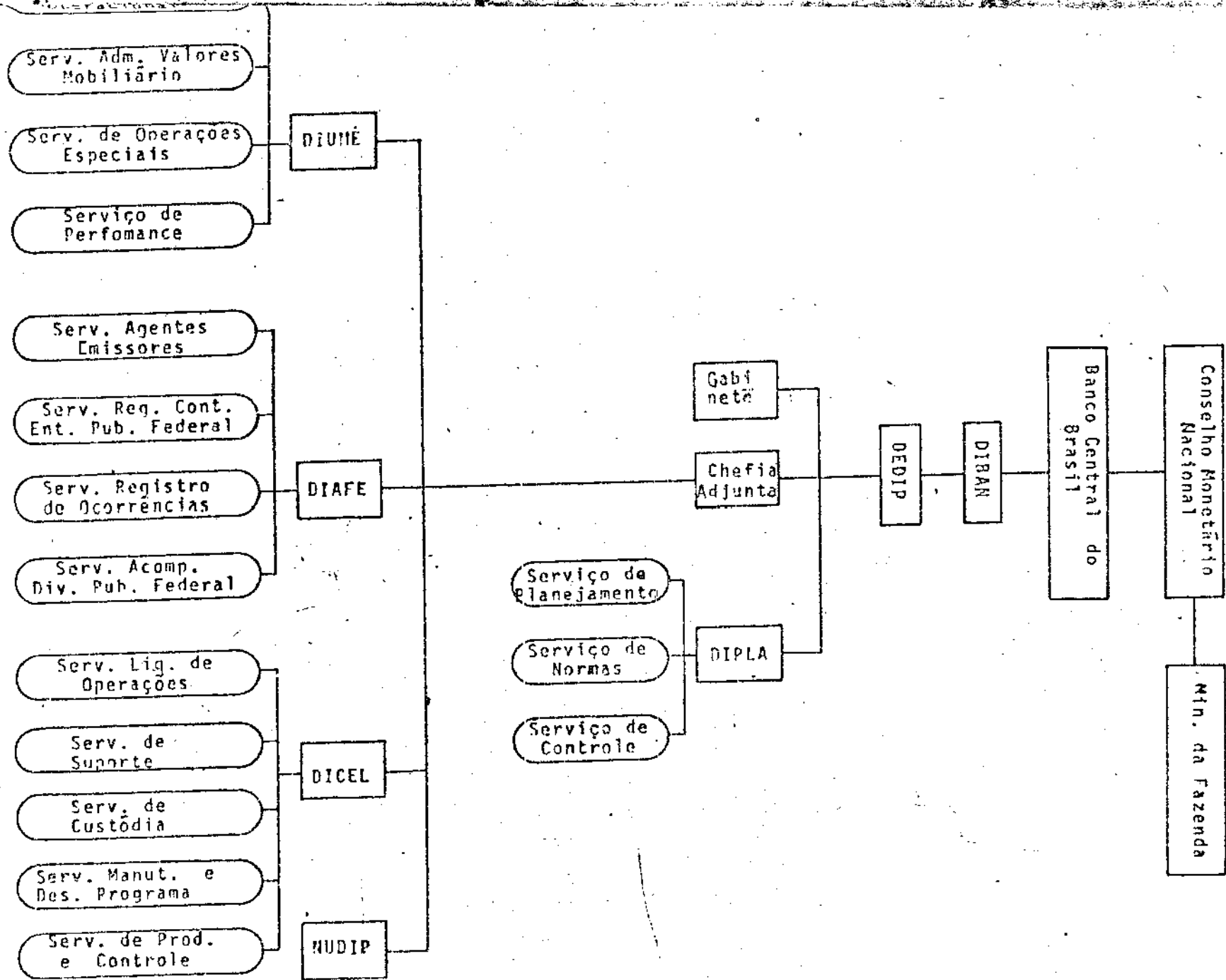
Indubitavelmente, a negociação somente se efetivará com a posse de um novo Governo que deverá lançar bases

sustentáveis para esse processo, já que a questão da dívida interna não pode ser mais postergada pelo alto grau de instabilidade que se apresenta no mercado.

Ao contrário da dívida externa, um grande obstáculo para a solução do financiamento do setor público passou a ser o "tempo", pois, as expectativas podem se exacerbar a qualquer momento, ocasionando o processo de hiperinflação, o que tornaria a negociação extremamente complicada, pois, já estariam evidentes as perdas patrimoniais com a deterioração da dívida interna.

ANEXO Nº 01

ESTRUTURA DA ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL



Anexo nº 02

ESTRUTURA DO ORÇAMENTO MONETÁRIO

ATIVO

- 1 - EMPRÉSTIMOS DO BANCO DO BRASIL S.A.
 - 1.1 Setor Privado
 - 1.2 Setor Público
- 2 - APLICAÇÕES JUNTO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
 - 2.1 Redescontos Seletivos
 - 2.2 Empréstimos e Adiantamentos
 - 2.2.1 Liquidez
 - 2.2.2 Devedores por refinanciamentos (Circ. nº 288)
 - 2.3 Fundos e Programas
 - 2.3.1 Reserva Monetária
 - 2.3.2 FUNAGRI
 - 2.3.3 PROTERRA
 - 2.3.4 Repasses e Transferências do PASEP ao BNDE
 - 2.3.5 Outros (Fundo do Café, POLO NORDESTE, FUNINSO, etc.)
 - 2.4 Outras Aplicações
 - 2.4.1 FINEX (Bancos Comerciais)
 - 2.4.2 Créditos a receber (Concedidos a Inst.Finan. sob intervenção)
 - 2.4.3 Títulos a receber (resp.de inst. fin.ref.a créditos e direitos concedidos)
 - 2.4.4 Devedores e credores diversos (Adiant. a inst.fin. em liquidação, ou que estejam absorvendo outras)
- 3 - OUTRAS APLICAÇÕES DA RESERVA MONETÁRIA DO BACEN
- 4 - OUTRAS APLICAÇÕES DO FUNAGRI PELO BACEN
- 5 - OUTRAS APLICAÇÕES DO FUNDO DO CAFÉ PELO BACEN
- 6 - CONTAS CAMBIAIS (Saldo Líquido)
- 7 - OUTRAS CONTAS (Saldo Líquido)

PASSIVO NÃO MONETÁRIO

- 1 - RECURSOS LÍQUIDOS DO TES.NAC.JUNTO ÀS AUTORIDADES MONETÁRIAS
 - 1.1 Resultado da Execução Orçamentária (Déficit ou Superávit)
 - 1.2 Débito Líquido junto ao Público
- 2 - RECURSOS DA CONTA CAFÉ (Líquido de Repasses)
- 3 - FUNAGRI (Líquido de Repasses)
- 4 - PROTERRA (Líquido de Repasses)
- 5 - POLO NORDESTE (Líquido de Repasses)
- 6 - RESERVA MONETÁRIA (Líquido de Repasses)
- 7 - PASEP
- 8 - DEPÓSITOS DIVERSOS
 - 8.1 A Prazo
 - 8.2 Sobre Importação
 - 8.3 Resolução nº 380)
 - 8.4 S/derivados de petróleo - óleo combustível
 - 8.5 Outros
- 9 - RECURSOS PRÓPRIOS
 - 9.1 Banco do Brasil S.A.
 - 9.2 Banco Central

PASSIVO MONETÁRIO = BASE MONETÁRIA

- 1 - PAPEL MOEDA EM CIRCULAÇÃO
- 2 - DEPÓSITOS DE BANCOS
 - 2.1 Voluntários
 - 2.2 Compulsórios
- 3 - DEPÓSITOS À VISTA NO BANCO DO BRASIL S.A.
 - 3.1 Do Setor Público
 - 3.2 Do Setor Privado
 - 3.3 De Instituições Financeiras

B I B L I O G R A F I A

- BIASOTO, G. - Endividamento Externo e Desequilíbrio Financeiro do Setor Público na Primeira Metade dos Anos 80, Campinas, Dissertação de Mestrado, IE - UNICAMP, 1988.

- BIASOTO, G. - Dívida Externa, Déficit Público e Dívida Interna: Algumas Observações sobre a Ruptura do Padrão de Financiamento do Setor Público. Texto para discussão nº07 CECON - UNICAMP.

- COSTA, F.N. - Política Monetária Ativa e Instabilidade Financeira In: CARVEIRO, R. (org.) - Retrospectiva - 1987. Mimeo - vº01.

- COSTA, F.N. - Ajuste-Desajuste-Reajuste: O Sistema Financeiro na Crise dos Anos 80. Análise & Conjuntura. BH, 1 (3) : 50-72 , setembro/dezembro, 1986.

- COSTA, F.N. & GOLDENSTEIN, L. - Mercado Financeiro - SP, Relatório de Pesquisa nº06, IESP/FUNDAP, Novembro, 1988.

- Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura Conselho Regional de Economia - SP - nº62, Outubro, 1989.

- LOZARDO, E. (org.) - Déficit Público Brasileiro. Política Econômica e Ajuste Estrutural - RJ - Paz e Terra , 1987.

- MOURA DA SILVA, A. - Intermediação Financeira no Brasil : Origens, Estrutura e Problemas. SP - FEA/IPE/USP , 1979 Capítulo III.

- MENDONÇA DE BARROS, L.C. - Indexação e Desindexação: Debate a ser retomado; Rev. Fund. SEADE/USP em perspect..

38-45 , setembro/dezembro, 1985.

- RAMALHO, VALDIR - O Plano Cruzado, A Dívida Pública e o Sistema Financeiro. Estudos e Pesquisas - FGV/IBRE/CEMEI Julho, 1986.
- REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA, FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, vários números.
- REVISTA ANDIMA, vários números - 1988/1989.
- Sinopse Empresarial - Ano 6 - nº34 - setembro/outubro , 1989.
- SILVA NETO, A. - Dívida Pública Interna Federal - Uma Análise Histórica e Institucional do Caso Brasileiro, UnB.
- TEIXEIRA, E. & BIASOTO, G. - Setor Público nos Anos 80: Desequilíbrio e Ruptura do Padrão de Financiamento.
- TAVARES, M.C. - O Sistema Financeiro e o ciclo de expansão recente. Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº02 - SP-Brasiliense, 1983.