

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A evolução da Dívida Pública Brasileira:

Uma análise do período compreendido entre 1964-2008

VITOR SILVA CORDOVIL

Matrícula: 109023535

e-mail: vitorsilvacordovil@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

e-mail: mathias@ie.ufrj.br

Dezembro de 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A evolução da Dívida Pública Brasileira:
Uma análise do período compreendido entre 1964-2008**

VITOR SILVA CORDOVIL

Matrícula: 109023535

e-mail: vitorsilvacordovil@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

e-mail: mathias@ie.ufrj.br

Dezembro de 2013

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a meus pais que, muitas vezes, acreditaram mais no meu sucesso do que eu mesmo e se esforçaram ao máximo para me proporcionar uma excelente formação acadêmica. Seus valores e dedicação me inspiraram, ao longo da vida, a tentar melhorar sempre, e sem eles, certamente, eu não conseguiria realizar meus objetivos.

Devo agradecer também ao professor João Felipe Cury Marinho Mathias, que me ajudou a desenvolver esse trabalho, e a quem, hoje, vejo como um amigo.

Resumo

O presente trabalho analisa como se comportou a dívida pública brasileira diante dos acontecimentos pelos quais o país passou entre os anos de 1964 e 2008. Para tal análise, descreve-se o fato gerador de uma mudança conjuntural e seus impactos sobre a economia do Brasil, ressaltando de que forma o governo lidou com essas mudanças, e como as políticas adotadas afetaram o perfil do endividamento público.

Sumário

| | |
|--|----|
| Introdução: | 8 |
| Capítulo 1: Evolução da Dívida Pública Brasileira de 1964 a 1994 | 11 |
| 1.1. O contexto histórico das reformas do Brasil a partir de 1964 | 11 |
| 1.2. O desenvolvimento do mercado de títulos brasileiro..... | 12 |
| 1.3. O período do “Milagre Econômico” brasileiro | 15 |
| 1.4. O esgotamento do modelo de crescimento..... | 17 |
| 1.5. A evolução da dívida pública no período da “Nova República” | 21 |
| 1.6. O início dos anos 90 e o governo Collor..... | 25 |
| Capítulo 2: A Evolução Dívida Pública no período 1993-1999 | 30 |
| 1.1. O Plano Real..... | 30 |
| 1.2. Alterações na política do governo decorrentes da estabilização. | 32 |
| 1.3. O quadro externo no início do governo FHC e o aumento da dívida pública.. | 38 |
| 1.4. Mudanças na composição da DPFI entre os anos 1993-98..... | 41 |
| Capítulo 3: A evolução da dívida pública de 1999 a 2008 | 45 |
| 3.1. O ano de 1999..... | 45 |
| 3.2. Mudanças institucionais na gestão da dívida pública de 1999-2003 | 47 |
| 3.3. Mudanças na composição da DPFI entre os anos 1999-2003 | 50 |
| 3.4. Melhoras no perfil da dívida pública entre 2003 e 2008..... | 55 |
| Conclusão..... | 58 |
| Referências bibliográficas: | 60 |

Índice de tabelas e gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 - Evolução da Taxa Selic | 34 |
| Tabela 2 - Crescimento do volume da dívida pública durante os governos FHC | 35 |
| Tabela 3 - Evolução da relação Dívida/PIB e da carga tributária entre 1995 e 2004..... | 37 |
| Tabela 4 - Contas externas do Brasil entre 1991 e 1998..... | 40 |
| Tabela 5 - Composição da dívida pública entre 1995 e 2004 | 44 |
| Tabela 6 - Efeitos das diferentes conjunturas sobre a dívida pública no início dos anos 2000..... | 52 |
| Tabela 7 - Volume e maturidade da dívida pública no início dos anos 2000 | 54 |
| Tabela 8 - Composição da dívida pública entre os anos 2003-2008 | 57 |

Introdução:

A principal função da dívida pública é financiar os déficits do governo. A sociedade passa assim a se tornar uma fonte de recursos mediante desequilíbrios das contas nacionais. A história da economia brasileira mostrou que esta prática possui diversas vantagens com relação a suas possíveis alternativas como a emissão de moeda, e por isso, a criação de um mercado eficiente de títulos públicos, que viabilizou a expansão dessa forma de financiamento, deve ser considerada um marco.

Do ponto de vista fiscal, a dívida pública torna viável a realização de gastos pelo governo em momentos que o investimento privado se apresenta enfraquecido¹. A possibilidade de acumular recursos e utilizá-los em situações mais convenientes, podendo, assim, distribuí-los através do tempo, contribui para que o governo possa se tornar um agente ativo na busca pela estabilidade. Analisando o lado dos investidores, a aquisição de títulos públicos tem se tornado progressivamente um investimento seguro, sendo estimulada pelo fato de ampliar sua renda futura através da incidência da taxa de juros.

Além das funções já mencionadas, cada vez mais vem crescendo papel da dívida pública na execução da política monetária, uma vez que o controle da liquidez na economia é feito através das operações de compra e venda de títulos no mercado. Ao mesmo tempo, as taxas incidentes sobre os ativos ofertados pelo governo, considerados os mais seguros, servem como parâmetro para remuneração dos ativos emitidos de forma privada. Esta relação é determinante na realização de novos projetos de investimento, pois determinará seus possíveis custos. Daí a importância de se utilizar instrumentos adequados a realização destas tarefas, o que tem sido perseguido pelo governo ao longo dos anos.

Dada a importância dos argumentos mencionados, o objetivo deste trabalho é analisar a evolução da dívida pública brasileira relacionando-a as transformações

¹ Observou-se essa característica na economia americana durante os anos 1930 e 1940.

² Esta é uma característica importante já que a relação do governo com os investidores é um fator determinante na disposição destes em emprestar, interferindo diretamente, também, no custo dessa

ocorridas no cenário macroeconômico entre 1964 e 2008. São abordados aspectos como sua maturidade, composição e volume, associando-os diretamente as políticas perseguidas pelo governo e sua credibilidade² junto a sociedade. Serão abordadas, também, as inovações criadas com relação aos instrumentos financeiros e a vulnerabilidade das contas nacionais no período analisado.

Buscando alcançar o objetivo desejado, este trabalho será estruturado em três capítulos:

O primeiro capítulo tem início no ano de 1964, data de lançamento do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo), e se estende até o final de 1992, com o fim do governo de Fernando Collor de Mello. Este Plano talvez tenha sido a mais importante medida tomada no sentido de se desenvolver o mercado de títulos públicos brasileiro e por essa razão, o ano de sua execução, foi escolhido como ponto inicial da análise. Da mesma maneira, o governo deste presidente encerra um importante período vivido pela economia, marcado pelo descontrole do processo inflacionário, justificando, assim, sua escolha como referencial para o término da primeira etapa do trabalho.

O segundo capítulo começa com a ascensão de Itamar Franco a presidência da República (1993) e tem fim em 1998, com a eclosão da crise da Rússia. Ainda no governo deste político, foram iniciadas as ações que possibilitaram a realização do Plano Real. Devido ao sucesso alcançado por este na estabilização da inflação, teve início uma nova fase a ser enfrentada pela economia brasileira. As diretrizes adotadas em 1994, com o lançamento oficial do plano, foram mantidas inalteradas até 1998, quando a deterioração do quadro externo obrigou o governo a alterá-las, tendo início uma nova fase na administração pública. O capítulo ressalta, também, a relação existente entre as crises ocorridas nesses anos, a resposta da política fiscal adotada pelo governo e seus impactos sobre a dívida pública.

O terceiro capítulo tem início no ano de 1999, tendo seu foco nas mudanças realizadas durante o segundo governo de Fernando Henrique Cardoso. Nele são discutidas de que formas as alterações das políticas fiscal, monetária e cambial, empreendidas pelo governo até aquele momento, afetaram os caminhos trilhados pela

² Esta é uma característica importante já que a relação do governo com os investidores é um fator determinante na disposição destes em emprestar, interferindo diretamente, também, no custo dessa operação.

dívida pública. São ressaltadas também as melhorias institucionais promovidas na gestão fiscal ao longo dos anos 2000/01, e seus efeitos positivos sobre o passivo do governo. A última seção deste capítulo aborda de forma breve algumas das melhorias empreendidas na gestão da dívida pública durante o período que vai de 2003 a 2008. Finalmente, são apresentadas as considerações finais.

Capítulo 1: Evolução da Dívida Pública Brasileira de 1964 a 1994

O objetivo deste capítulo é descrever as mudanças no perfil da dívida pública brasileira, relacionando-as aos cenários vividos pela economia ao longo destes anos. A análise tem início com a criação efetiva do mercado de títulos públicos nacionais (1964), chegando a seu fim na ascensão de Itamar Franco à presidência da república. O texto aborda a forma como evoluíram os instrumentos utilizados pelo governo para obter financiamento, ligando estas inovações a aspectos como a aversão dos investidores ao risco, a credibilidade do governo junto à sociedade e a elevação do nível de preços.

1.1. O contexto histórico das reformas do Brasil a partir de 1964

O ano de 1964 tem especial valor quando se discute a história política do Brasil, uma vez que nele, teve início a sucessão de governos militares que perdurou até 1985.

Os primeiro nove anos de governo da junta militar (1964-73) apresentaram continuidade do modelo de política econômica adotado durante o governo de Castelo Branco (1964-66). Este foi marcado por suas propostas reformistas, já que nos dois anos anteriores à posse do Marechal, o Brasil encontrava-se na situação conhecida como estagflação: crescimento econômico nulo acompanhado de elevação do nível geral de preços. Para tentar contornar esta situação, os então ministros respectivamente do planejamento e da fazenda, Roberto Campos e Octávio Bulhões, elaboraram um documento que apontava os caminhos a serem seguidos para que o país conseguisse retomar sua estabilidade e crescimento. A proposta atuava diretamente em duas áreas: um plano emergencial que teria foco na redução gradual da inflação (PAEG – plano de ação econômica do governo) e simultaneamente, seriam realizadas reformas estruturais no setor fiscal e financeiro. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Campos atribuía ao desequilíbrio entre gastos e arrecadação do governo, a maior parcela da culpa pelo processo inflacionário, sendo, portanto, a reforma fiscal um dos

mais importantes pontos do projeto. Diversas medidas foram tomadas nesse sentido para garantir a elevação da receita do governo via aumento da carga tributária que passou de 16% do PIB em 1963 para 21% do PIB em 1967.

A estratégia adotada então destinava os três primeiros anos de mandato a resolução da questão da inflação e a manutenção de relativa estabilidade do crescimento econômico, sendo a expansão deste, vista como um assunto a ser priorizado mais a frente, a partir do ano de 1967 (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008).

1.2. O desenvolvimento do mercado de títulos brasileiro

O sistema financeiro brasileiro foi também um dos pontos indicados pelos ministros do governo Castelo Branco como foco das reformas a serem realizadas. Ainda durante o Plano de Metas, ficou clara a necessidade de complementação desse sistema, tendo sido considerado o desenvolvimento de instituições privadas que fornecessem crédito a longo prazo, uma solução. Naquela ocasião (plano de metas), os recursos utilizados na promoção da industrialização e crescimento da economia foram obtidos através de emissão e empréstimos externos. A emissão de moeda como fonte de financiamento apresenta o ônus de contribuir para a elevação da inflação. A necessidade de se desenvolver uma forma de financiamento não inflacionária, dotando o sistema financeiro brasileiro de instrumentos que possibilitassem sobrepor sua precariedade, tornou-se, portanto, o principal objetivo da reforma.

As instituições que compunham o sistema até este momento eram basicamente os bancos privados, que atuavam majoritariamente no fornecimento de capital de giro para as empresas; os bancos públicos – BNDE (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico) e Banco do Brasil- que eram as duas únicas instituições que atuavam no segmento de crédito a longo prazo; a Caixa Econômica Federal que disponibilizava recursos para aquisições imobiliárias. Duas novas instituições foram criadas então visando reorganizar o funcionamento do mercado monetário: o Banco Central (BACEN) e o Conselho Monetário Nacional (CMN). O CMN teria a função de coordenar as diretrizes para o bom funcionamento do sistema financeiro brasileiro. Já o Banco Central passa a cumprir suas funções clássicas de emissor de papel moeda, banco

do governo e executor da política monetária, tomando o lugar na realização destas tarefas do Banco do Brasil, do tesouro Nacional e da SUMOC (superintendência da moeda e do crédito). (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

O modelo de financiamento proposto pelos ministros seria baseado no que já ocorria nos Estados Unidos em que as instituições financeiras atuam atendendo o mercado de forma segmentada. Ficaria a cargo dos bancos de investimento o papel de intermediários na colocação e negociação de títulos privados no mercado de capitais. A aquisição destes títulos por investidores, porém, mostrava-se prejudicada pelo baixo retorno real destes ativos, uma vez que a inflação acabava por corroê-lo, dificultando assim a obtenção de financiamento.

O PAEG iria com o tempo frear a evolução do processo inflacionário, contribuindo para a elevação do valor real dos títulos. Contudo, como existia a preocupação em realizar estas mudanças de forma gradual, até que a situação se estabilizasse, outra forma de garantir este retorno deveria ser adotada, sendo utilizada a correção monetária. Diversos instrumentos que utilizavam a correção foram adotados para os distintos ativos: para os títulos públicos, foi criada a ORTN (obrigação reajustável do tesouro nacional); o Bacen autorizou que os títulos privados passassem também a ser corrigidos; para as ações, foram estabelecidas isenções e outras facilidades fiscais que estimulariam sua aquisição; fundos especiais nos bancos públicos também elevaram a atratividade da poupança.

Inicialmente emitida em prazos que variavam de 1 a 20 anos, a ORTN foi criada para financiar as despesas do governo, estimular a poupança doméstica e restaurar a credibilidade dos títulos públicos junto a sociedade. Seu valor nominal seria periodicamente reajustado a partir de um coeficiente de ajuste divulgado pelo Ministério da Fazenda, sendo este calculado com base na inflação passada acrescida de uma taxa de juros nominal de 6% ao ano. Como forma de estimular a compra do novo ativo por investidores, foi dada a opção de se atrelar a correção de seu valor a taxa de câmbio, com base nas variações sofridas pelo dólar.

Logo nos primeiros anos de circulação do título, o prazo em que seria realizado o reajuste de seu valor nominal foi alterado, passando da frequência trimestral para a mensal. Outra mudança a ser destacada foi a redução de seu prazo de vencimento. As

ORTN's, que na ocasião de seu lançamento, eram emitidas com o prazo mínimo de um ano, rapidamente passaram a ser colocadas a disposição do público com prazos menores de vencimento.

Cabe notar que a criação de um mercado eficiente para a negociação de títulos públicos era um dos objetivos do PAEG já que os recursos provenientes deste seriam essenciais para arcar com os elevados custos das transformações pretendidas pelo projeto. A evolução do mercado de títulos, além de tornar viável a política de endividamento do governo, era vista também como necessária a futura realização da política monetária. Podemos destacar também, que a aceitação das ORTN's pelo público foi tal que no início de 1965, a dívida pública federal interna (DPFI) representava apenas 5% do PIB, ao passo que em 1969, este valor saltou para aproximadamente 4%, o que tem especial valor quando se considera o vigoroso crescimento registrado neste período. Este ativo passou também a exercer o papel de unidade de conta, servindo como referência para o preço de vários contratos. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008).

O último ponto destas reformas que deve ser destacado é justamente a mudança da relação interna com o exterior quanto a captação de recursos. A economia brasileira “se abriu” no início do mandato de Castelo Branco, uma vez que foi constatado que apesar das reformas no sistema financeiro brasileiro que propiciavam a maior disponibilidade de recursos, ainda assim, o país carecia de poupança interna, devendo esta ser complementada através de recursos externos.

A conclusão a que se chega ao analisar os resultados das medidas adotadas durante os primeiros anos do governo de Castelo Branco é que estas ficaram próximas de alcançar êxito no que se propuseram a realizar. A inflação caiu durante os anos 1964-67, porém, em nenhum destes, na magnitude esperada pelo governo e o déficit orçamentário, associado como principal causa da inflação, ficou próximo do previsto para o biênio 64-65. Os resultados obtidos pela reforma financeira talvez sejam os mais expressivos no curto prazo já que neste período foi efetivamente criado um mercado de dívida pública até então inexistente, o que possibilitou ao governo, definitivamente, cessar o financiamento de seus gastos através de emissão. A partir de 1965, 55% dos recursos utilizados para cobrir o déficit do governo já seriam obtidos através da expansão da dívida, passando a 86% em 1966.

1.3. O período do “Milagre Econômico” brasileiro

Os anos 68-73 foram marcados pela ocorrência do chamado milagre brasileiro, sinônimo de significativo crescimento da economia, acompanhado por redução das taxas de inflação e melhora do quadro externo nacional. Deve-se analisar então que medidas possibilitaram a ocorrência destes três fenômenos simultaneamente. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

O período do milagre teve início durante o governo do general Artur da Costa e Silva (1967), seguido pelo também militar Emílio Médici (1969), sendo responsável pelo ministério da fazenda durante ambos os mandatos, Antonio Delfim Netto, professor de economia da USP. A orientação política do governo, no que diz respeito aos salários e a arrecadação fiscal, foi basicamente a mesma adotada durante o governo de Castelo Branco, existindo, porém, uma grande diferença no que diz respeito a política monetária. Buscando legitimar o governo militar, durante o mandato de Costa e Silva, existiu uma grande preocupação com a obtenção de expressivas taxas crescimento para a economia juntamente com o controle da inflação, o que foi viabilizado com a adoção de uma política monetária expansionista.

Em 1970 foi criada a LTN (Letra do Tesouro Nacional), um título pré-fixado, que seria emitido nos distintos prazos de 42, 91, 182 e 365 dias. Sua simplicidade fez com que esse novo instrumento se mostrasse mais adequado a realização das operações de “open Market” do que as ORTN’s utilizadas até então. Parte do objetivo da colocação a mercado deste novo instrumento seria também o encurtamento do prazo de vencimento da DPFi, o que é comprovado pela extinção das ORTN’s com prazo igual ou menor a um ano em 1973, dando lugar ao novo ativo.

O sucesso obtido pelo governo com relação ao cumprimento das obrigações junto aos investidores que adquiriram a ORTN, fez com que a credibilidade deste aumentasse junto ao público e isto, aliado ao bom momento vivido pela economia brasileira como um todo no período do milagre, fez com que a LTN se popularizasse, tendo sua participação na DPFi sido aumentada rapidamente. A utilização de isenções fiscais como forma de estímulo a compra de LTN’s também contribuiu para a maior

aceitação deste ativo pelo público. Ainda nos primeiros anos da década de 70, este representava 5% do estoque da DPFI, saltando para 33,6% ainda em 1972.

Para evitar uma elevação da inflação decorrente desta nova orientação política, foi adotado o sistema já vigente nos EUA de tabelamento de preços e juros. O BACEN ficaria responsável pelo controle da taxa de juros enquanto que, para controlar o nível de preços, foi criado um órgão específico para esta função, a CONEP (“Comissão Nacional para a Estabilização de Preços”) posteriormente substituída pela CIP (“Comissão Interministerial de preços”).

O crescimento da renda, resultado das medidas expansionistas, fez com que o país passasse a importar pesadamente bens de capital e insumos, visando atender a elevação da procura por bens de consumo duráveis, o que reflete o grau de dependência externa da economia nacional. A obtenção de recursos junto ao exterior, computados estes na conta capital do BP, mais do que compensavam o déficit do saldo de transações correntes, comprovando que o milagre brasileiro foi financiado através destes recursos e elevando significativamente a dívida externa nacional.

Quanto a evolução dívida pública federal interna (DPFI) neste período, se pode dizer que as emissões realizadas ainda não eram suficientes para cobrir o déficit orçamentário nacional, tornando-se relevante o papel do BCB como emprestador de última instância. Esta tendência, porém, logo foi revertida e a partir de 1969, os recursos obtidos via endividamento já ultrapassavam o necessário.

Pode-se analisar os resultados da política econômica do governo nesta primeira fase da ditadura militar (64-73) e concluir que foram obtidos significativos progressos no campo da política fiscal brasileira, assim como no Balanço de Pagamentos. Quanto aos pontos negativos, os mais evidentes foram a elevação da dívida/dependência externa, já que os recursos utilizados para a realização do milagre, em sua maior parte, eram provenientes do exterior e a generalização da utilização de instrumentos indexados (ativos que sofreriam “correção monetária”: teriam seu valor corrigido pela inflação) que, no futuro, representariam uma significativa elevação dos gastos do governo com o chamado “serviço da dívida”. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

1.4. O esgotamento do modelo de crescimento

O período que vai de 1974 a 1984 é marcado pelo auge e esgotamento no modelo de crescimento adotado desde Juscelino Kubistchek (ISI – industrialização por substituição de importação). Num ambiente de descontrole inflacionário, os mandatos dos generais Ernesto Geisel (1974-79) e João Figueiredo (1979-85) devem ser analisados separadamente dos seus demais antecessores já que apresentam descontinuidade com relação à política adotada por eles.

A situação da economia brasileira em 1974, herança do “milagre econômico”, deve ser entendida para se explicar a evolução da dívida pública durante o governo Geisel. O momento era de extrema vulnerabilidade e dependência do setor externo, devido em grande parte, às fontes utilizadas para promover as reformas dos anos anteriores. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

A base do financiamento para o desenvolvimento da indústria no Brasil, como já destacado anteriormente, foi empréstimos adquiridos junto a credores estrangeiros. Desta forma, a ampliação da dívida externa nos anos 68-74, contribuiu significativamente para a vulnerabilidade da economia nacional.

Em 1973 esta fragilidade ficou evidente quando a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) resolve elevar o preço de sua mercadoria em mais de 30%. Este aumento brusco causou, na maioria dos países desenvolvidos, uma elevação nas taxas de juros, levando-os conseqüentemente a uma recessão da atividade econômica. Nesta nova conjuntura, o Brasil acabou sendo prejudicado através de diversos “canais”. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Primeiramente a notável dependência externa brasileira em relação a este insumo³ fez com que o gasto com a importação deste aumentasse. Cresceram também consideravelmente as despesas com os encargos da dívida externa, uma vez que na ocasião de sua contratação, foi acordado que esta seria corrigida por variações na “taxa

³ A utilização do petróleo como fonte primária de energia cresceu significativamente ao longo do período 1968-74, sendo a maior parte da demanda por este insumo, atendida via importação. A atividade econômica brasileira passou então a ficar vulnerável a possíveis variações externas do preço desta mercadoria.

de juros básica” americana, a “prime rate”. A consequência mais óbvia, porém, foi o aumento do custo de se obter financiamento junto ao mercado externo.

O papel fundamental dos credores internacionais no fornecimento de insumos, equipamentos e recursos para a indústria brasileira, nesta nova situação, causou a subida dos custos de produção, disparando assim os níveis de preço. Desta forma, prevendo a elevação do serviço da dívida pública interna em função do processo inflacionário, o governo resolveu revisar a metodologia de cálculo do coeficiente de correção monetária. Esta atitude teve um impacto negativo junto ao público, já que este a partir de agora, passaria a temer a postura do governo mediante situações adversas.

A solução da crise resultante do segundo choque do petróleo passava pela superação da dependência externa. Mudanças estruturais na economia nacional, através do investimento em áreas vistas como “gargalos” foram realizadas ainda em 1974, caracterizando o 2º PND⁴ (Plano Nacional do Desenvolvimento). Este projeto, porém, como qualquer outra possível medida de ajuste externo tomada neste momento, estava necessariamente condicionada ao agravamento da dependência/ dívida brasileira junto aos demais países, já que o Brasil não produzia grande parte dos bens de capital utilizados na produção nacional e era igualmente dependente do petróleo trazido do exterior para suprir suas necessidades.

A disponibilidade de liquidez externa, em 1974, foi viabilizada pela mercado de petrodólares, recursos captados pelos membros da OPEP que passaram a migrar para países industrializados e em desenvolvimento em busca de maior rentabilidade. Uma nova fonte estaria disponível já em 1975, uma vez que nestes ano, ocorreu o recuo da “prime rate” (taxa básica de juros americana). (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Quanto a situação do endividamento interno em meados dos anos 1970, se pode constatar que a elevação da inflação causada pelo 1º choque do petróleo, fez com que os investidores passassem a preferir novamente as ORTN’s em relação às LTN’s, já que estas possuíam a conveniente característica de sofrer correção monetária. Isto fica claro quando observamos o percentual de títulos pré-fixados que compõe a DPFi que, em 1977, alcançou 52%, contra 41% ao final desta mesma década.

⁴ Seu foco seria os setores de energia, transporte e infraestrutura (dentre outros).

Em março de 1979 assumiu a presidência da república o general João Figueiredo⁵ e ainda neste ano, foi anunciado pela OPEP o segundo choque do petróleo⁶. Este, no entanto, mostrou-se mais duradouro. As taxas de juros internacionais novamente se elevaram, secando a liquidez disponível no mercado externo e tornando ainda mais difícil a obtenção de crédito.

Simonsen, criticado em função da política fiscal austera que sugeriu ser a solução da crise gerada pelo choque, prefere renunciar ao cargo e Delfim Netto assume com a percepção de que o desequilíbrio externo era função do excesso de demanda agregada num momento ruim para a economia internacional. O novo ministro opta por tentar promover um ajuste não recessivo através da correção de preços relativos e da desvalorização cambial (maxidesvalorização no valor de 30%), o que incentivaria as exportações e o consumo no mercado interno. As ações tomadas, no entanto, causaram a aceleração da inflação, passando esta da média anual de 38% durante o governo Geisel para 93% nos anos 1979-80.

A dificuldade na obtenção de financiamento foi agravada quando o governo decidiu, ainda neste ano, fixar as taxas de juros, câmbio e também o fator de correção monetária. Estas medidas fizeram com que ocorresse uma rápida queda do valor real da DPFi, acompanhado pelo conseqüente desaquecimento da demanda por títulos públicos.

Simultaneamente, ocorreram uma queda do prazo médio de vencimento da DPFi, que passou de 26,2 meses em seu auge (1975) para 13,2 no final da década de 80, representando que os agentes estavam menos tolerantes ao risco, e uma redução do percentual de títulos em poder do público, mostrando que cada vez mais o governo recorreu ao Banco Central para cobrir seus déficits (em 1970, 98,5% dos títulos estavam em poder do público contra 89,5 em 1979).

O descrédito adquirido em função das atitudes tomadas no final da década de 70, fez com que, já em 1980, o governo promovesse um esforço para alongar o prazo da DPFi, utilizando-se da substituição de parte das LTN's em poder do BC por ORTN's com prazos mais longos. Este artifício fica claro quando se observam os dados relativos

⁵ Naquela ocasião, o ex-ministro da fazenda durante o governo Geisel, Mario Henrique Simonsen, foi convidado a chefiar o ministério do planejamento.

⁶ Como consequência da revolução fundamentalista ocorrida no Irã, em que foi deposto o governo anterior, politicamente "a favor" do ocidente.

a evolução da DPFi durante a década de 80, em que o prazo médio da dívida se alonga apesar do menor percentual desta em poder do público, o que mostra que o BC cada vez mais executa sua função de prestador de última instância.

A retomada da demanda por estes ativos, principalmente pela LTN em razão de seu menor prazo, começou ainda no final de 1980, quando o governo aboliu a fixação de juros, câmbio e correção monetária adotada no ano anterior. Ainda no início da década, a aceleração da inflação, acompanhada da alteração da metodologia de cálculo da correção monetária (seria utilizada a inflação apurada no mês anterior - 1981), fez com que as ORTN's se tornassem novamente uma boa opção de investimento, aumentando sua participação na DPFi. Outro fator que estimulou a aquisição deste ativo foi a expectativa dos agentes quanto a desvalorização do cruzeiro, que tornou interessante a compra de ORTN's indexadas ao câmbio. Nos primeiros anos da década, este título já constituía 96% da DPFi, o mesmo nível visto em meados da década de 60.

Em 1983, mais medidas foram tomadas buscando conter a inflação. Delfim novamente promoveu uma maxidesvalorização do câmbio e no ano seguinte passou também a “apertar” a política fiscal, reduzindo gastos públicos e elevando a carga tributária⁷. O ministro também interferiu novamente na rentabilidade das ORTN's. Temendo os excessivos gastos com a correção do valor dos títulos com cláusula cambial, instituíram-se tarifas sobre os ganhos com a utilização destes ativos, reduzindo assim a possibilidade de lucro dos investidores. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

A perda do controle da inflação em meio a um ambiente de recessão levou o governo, nesse mesmo ano, a rever novamente a forma de cálculo do coeficiente de correção monetária incidente sobre as ORTN's. A partir de agora seria utilizado o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI)⁸ apurado no mês anterior, para atualizar os valores a serem pagos na data de recebimento dos juros. É importante ressaltar que a volatilidade dos níveis de preço causou a perda do valor real de ambos os títulos, LTN e ORTN, sendo as primeiras, pré-fixadas, mais duramente castigadas neste processo.

⁷Estas ações não tiveram, porém, o efeito “benéfico” esperado sobre as contas do governo já que a inflação acabava reduzindo os saldos reais obtidos por ele. Este efeito ficou conhecido como “efeito Tanzi”: aumento do déficit público em função de uma perda real das receitas.

⁸ IGP-DI: média aritmética ponderada de três outros índices, o IPA (índice de preços no atacado), INCC (Índice Nacional da Construção Civil), IPC (Índice de Preços ao Consumidor).

Quanto ao crescimento da economia, nos anos 1981-83, o Brasil passou por uma recessão, apresentando crescimento real negativo em função da política monetária restritiva e do agravamento do cenário externo, configurando a crise da dívida na América Latina. (Hermann, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Mesmo diante do ajuste fiscal restritivo adotado nestes anos e da visível melhora da balança comercial brasileira, o país ainda apresentava déficit orçamentário. Isto se deve em grande parte, a indexação da dívida promovida ao longo do governo Castelo Branco. Durante quase toda a década de 70, os níveis de inflação estiveram sobre controle, o que mudou drasticamente no início dos anos 80. Aumentaram assim os gastos com correção monetária e pagamento de juros, se mostrando esta característica da dívida, a principal causadora da situação de desequilíbrio das contas públicas em que se encontrava o país. Ela é comprovada quando analisamos a diferença entre o resultado do déficit primário e nominal do governo ao longo deste período, o que mostra a significância das remessas de juros e correções monetárias nas contas nacionais.

1.5. A evolução da dívida pública no período da “Nova República”

O ano de 1984 marca o início do período histórico conhecido como “A Nova República”, representado pelo fim do governo militar no Brasil⁹.

O cenário econômico brasileiro mostrava-se favorável em diversos aspectos no início do ano de 1984. O país alcançou taxas significativas de crescimento nos anos de 84 e 85, após passar por um período de recessão no início da década. Simultaneamente, o dólar se desvalorizou e o preço do petróleo, um dos principais insumos da pauta de importações brasileira, caiu. Por último, o setor fiscal apresentava redução do déficit

⁹. Durante o governo Figueiredo, ações que demonstraram o relaxamento do regime já vinham sendo tomadas como a garantia de anistia a todos os que foram exilados, por motivos políticos nos governos anteriores, a volta da eleição direta para governadores e a permissão de existência do pluripartidarismo. Ainda neste ano, o movimento “diretas já”, liderado pelo partido opositor a ditadura, PMDB, culminou com uma série de manifestações e pressões da sociedade para a democratização do processo eleitoral também para a presidência da república. Estas reivindicações, porém, não alcançaram seu objetivo, uma vez que a emenda que asseguraria as eleições diretas não foi aprovada pelo congresso. Diante disto, foram realizadas eleições indiretas (em que o povo escolhe delegados para compor um Colégio Eleitoral e estes elege o governante) tendo como resultado a escolha de Tancredo Neves para o cargo. Tancredo, no entanto, em função de problemas de saúde que posteriormente vieram a causar sua morte, não chegou a exercer, sendo substituído por um dos integrantes do Colégio Eleitoral, José Sarney.

operacional, medida esta que contabiliza gastos menos arrecadação do governo sem levar em conta os efeitos da inflação. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

O déficit público nominal, no entanto, cresceu desde o início da década de 80 e isto pode ser explicado, como já mencionado anteriormente, pela indexação das dívidas interna e externa, que causaram um excessivo gasto seu serviço, num momento de inflação e juros internacionais altos. A dívida pública cresceu também em função da desvalorização cambial promovida em 1981/83, o que levou o governo a realizar nos anos seguintes um “pacote fiscal”, objetivando reduzir o déficit operacional. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Em 1984, buscando reduzir os gastos com o serviço da dívida e o risco das instituições financeiras, o Banco Central passou a recomprar as ORTN's com cláusula cambial e a estimular os títulos indexados a correção monetária. Esta, por sua vez, sofreu mais uma alteração em sua metodologia: a partir de agora, seria considerada uma média geométrica da variação do IGP-DI dos três meses anteriores ao mês de referência como forma de estabelecer o valor do montante a ser pago. Esta mudança não foi definitiva, dando lugar novamente a variação mensal e posteriormente sendo substituído o IGP-DI por outro índice, o IPCA¹⁰.

O ambiente instável em que se encontrava a economia brasileira neste ano fez com que o governo promovesse um esforço no sentido de aumentar a participação dos títulos pré-fixados na DPFi, já que estes possuem um comportamento previsível. Passou-se então a estimular a compra de LTN's pelo público através de incentivos como maior remuneração e prazos menores, o que reduz o risco do investidor quanto a alterações no cenário econômico geral.

O combate a inflação foi baseado na ideia de que a indexação promovida nos anos 60 dificultava o controle do nível de preços, sendo, portanto, necessária a gradual desindexação da economia. Francisco Lopes, professor da PUC, sugeriu que a indexação de contratos acabava repassando a inflação de um período para o outro com base nas expectativas dos agentes. Existiria, portanto, um componente gerador da inflação que seria inercial, ou seja, seria transmitido independentemente de variações na

¹⁰ Outras alterações realizadas pelo governo ainda nessa época foram a alteração do dia de pagamento dos juros da ORTN (passou do dia 15 para o dia 1º do mês de referência) e a extinção da cláusula de indexação cambial para ORTN's, com o prazo de cinco anos, lançadas a partir de 1985.

demanda ¹¹. A oscilação no nível geral de preços ainda poderia ser influenciada por fatores esporádicos que levassem a redução da oferta do produto como, por exemplo, desastres naturais. O processo de desindexação dos ativos deveria então levar em conta esta dinâmica.

Durante o mandato de Sarney, que teve como seu ministro da fazenda Dílson Funaro, foi adotado o plano Cruzado (1985), sendo este de orientação heterodoxa e elaborado com base no diagnóstico do caráter inercial da inflação existente na economia naquele momento ¹².

A constante elevação da inflação e do déficit público à época preocupou o governo e direcionou as medidas adotadas pelo plano. No setor monetário foi criada uma nova moeda, o Cruzado, e se promoveu o congelamento dos preços e da taxa de câmbio com base em seus valores correntes no dia anterior ao lançamento do plano.

A desindexação da economia foi feita através da proibição da utilização da correção monetária em contratos com prazos inferiores a um ano. As ORTN's tiveram seu valor nominal congelado pelo mesmo prazo (um ano) e passaram a ser denominadas OTN's. O plano adotou também uma política salarial que congelava os valores recebidos com base na média dos seis meses anteriores a sua execução, sendo esta quantia corrigida anualmente. Foi criado também um gatilho salarial que era acionado automaticamente a cada vez que a inflação acumulada alcançasse 20 % dentro de um mesmo período. Por último, a data de contabilização do IPC foi transferida para fevereiro de forma a não incorporar os dados dos meses anteriores ao plano em seus resultados. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Nesta nova fase, a impossibilidade de emitir títulos que utilizassem a correção monetária (ORTN'S) assim como a pouca aceitação por parte do público de títulos pré-fixados (LTN'S) em meio ao ambiente inflacionário vivido pela economia, tornava limitados os instrumentos de financiamento possuídos pelo governo. Foram criados então dois novos títulos, com características semelhantes, distinguindo-se apenas pela

¹¹ Desta forma, sendo os contratos reajustados em períodos diferentes, um agente teria na data de reajuste um valor real maior do que o de equilíbrio e, com o passar do tempo, com a elevação dos preços das outras mercadorias, este valor iria se tornando igual ao real de equilíbrio e posteriormente menor do que ele.

¹² A caracterização do plano como heterodoxo se deve ao fato deste não ver a sobreposição dos gastos do governo a sua arrecadação como fonte do processo inflacionário e sim dar aos conflitos distributivos papel fundamental na geração deste processo.

finalidade de sua utilização e seu emissor: as LBC'S (Letra do Banco Central) e as LFT'S (Letra financeira do tesouro). As LFT'S teriam como principal objetivo financiar os gastos do governo enquanto as LBC'S seriam de responsabilidade do Banco Central, tendo sua utilização voltada para realização de política monetária.

Os novos ativos foram amplamente aceitos devido ao seu baixo risco, uma vez que estes seriam capitalizados diariamente com base na taxa SELIC apurada no dia anterior e poderiam ser resgatados a qualquer momento. Logo aconteceu com a LBC um fenômeno idêntico ao já verificado anteriormente com as ORTN's e este ativo passou a balizar o valor de outros contratos (assume algum valor de unidade de conta) ¹³.

No início os resultados obtidos pelo plano Cruzado foram surpreendentes. Houve expansão do crescimento, dos níveis de emprego e do consumo assim como a elevação do índice de preços foi quase nula. As medidas tomadas, no entanto logo se mostraram exageradas e a economia não demorou a sentir os efeitos do superaquecimento, surgindo de volta a inflação. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Em novembro de 1986 foram realizadas as eleições, dando continuidade ao governo Sarney. Logo no começo de seu novo mandato foi anunciado o “Cruzado Dois”, um novo pacote fiscal que objetivava aumentar a arrecadação tributária e conter o consumo. A inflação novamente disparou em 1987 e o governo não teve escolha senão descongelar os preços da economia, o que é considerado um marco do fim do plano Cruzado. Nesse período, a explosão de consumo que se verificou após o descongelamento, fez a inflação crescer ainda mais, decretando o fim da participação das LTN's na DPFI, já que este ativo, por ser pré-fixado, apresentou maiores quedas em seu valor real. O fracasso do projeto marca também a volta da indexação e da correção monetária. A equipe econômica do governo, assim como o ministro Dílson Funaro, pediu demissão.

O insucesso dos planos econômicos adotados na segunda metade dos anos 80 fez com que, em 1987, o governo buscasse resolver a questão do financiamento do déficit público através da emissão de títulos públicos no valor exato requerido para cobrir este

¹³ Como se verificou no futuro, a opção pela adoção da taxa de juros como indexador seria prejudicial às contas públicas em momentos de elevação desta taxa. A opção pela política monetária como forma de se reduzir a liquidez, através do aumento da taxa de juros, também seria prejudicada já que, com a maior utilização das LFT's, além da elevação dos encargos da dívida, ocorreria o chamado “efeito riqueza”.

descompasso das contas públicas. O Banco Central deveria, neste contexto, ficar responsável pela aquisição destes títulos caso a demanda do mercado fosse insuficiente. Foi criada também a LTN-Es (Letra do TN – série especial) utilizada apenas para ajustes de conta entre o BC e o TN. (TN=tesouro Nacional) .

Em 1989 foi promovido um novo congelamento de preços no Plano Verão. Novamente foi extinta a correção monetária, optando-se pela emissão de OTN's corrigidas pelo cambio e pela substituição das OTN's que utilizavam a correção, por LFT's. Nesse momento, a elevação da taxa de juros promovida pelo governo fez com que a preferencia dos investidores pelas LFT's ficasse evidente e no final de 1989, toda a dívida mobiliária era composta por este ativo.

Com o fracasso do plano verão, a correção monetária foi retomada, desta vez através de um novo título, o BTN, atualizado pelo IPC. Foi lançada também a opção de se adquirir este título indexado pela variação do dólar. Este novo papel teria prazo máximo de 25 anos, sendo realizados pagamentos semestrais máximos de 12% ao ano, incidentes sobre o valor reajustado do título através do índice de preços ou pelo cambio. A emissão da BTN atrelada a variação cambial marca a introdução formal deste tipo de indexação ao mercado de títulos públicos brasileiro.

Pode-se concluir a análise desse período através da constatação de que, durante a década de 80, apesar do crescente endividamento do governo, a incerteza e volatilidade que existiram, fizeram com que a maturidade da DPFi caísse muito. Contribuiu também para esse processo a postura do governo durante o período, que mais de uma vez, alterou as regras de indexação e correção monetária, perdendo credibilidade e desestimulando assim a demanda por títulos públicos federais. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

1.6. O início dos anos 90 e o governo Collor

A eleição de Fernando Collor de Mello para a presidência da república em 1990 foi um importante marco na história do país, já que este foi o primeiro presidente eleito pelo processo do voto direto, desde a década de 60. Governando num cenário de alta inflação, herança da década anterior (média mensal de 28,94% no ano de 1989), Collor

foi eleito com a promessa de dar fim ao processo de elevação de preços e descontrole fiscal vivido no país. Seu mandato chegou ao fim em 1992, quando este sofreu um processo de impeachment, após ser comprovado seu envolvimento em um extenso esquema de corrupção. Seu vice-presidente e então sucessor, Itamar Franco, assumiu o posto após este episódio.

O governo Collor é marcado por reformas tanto na política adotada com relação ao comércio exterior¹⁴ quanto nas que coordenaram a evolução da indústria brasileira. Através do Programa Nacional de Desestatização, 33 empresas estatais foram privatizadas, o que, porém, ficou a quem da meta inicial almejada pelo programa, em função do mal estado em que se encontravam algumas dessas empresas e também da dificuldade de avaliar seu patrimônio num ambiente com preços inconstantes. Cabe aqui destacar que parte das negociações que abordaram este tema de privatização, foi feita utilizando-se como moeda de troca a dívida pública brasileira. O processo de privatização seria intensificado nos anos seguintes ao governo Collor. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

O combate a inflação, como já havia se tentado ao longo de toda a década de 80, não poderia deixar de ser realizado ao longo do governo Collor, sendo para isto lançado o plano Brasil Novo, mais conhecido como Plano Collor 1. O plano foi anunciado no dia 16 de março, um dia após a posse do novo presidente, e dentre suas medidas encontravam-se elevações de impostos como o IPI e o IOF e um novo congelamento de preços. Ainda dentro deste pacote, o cruzeiro fora novamente adotado como padrão monetário.

A mais polêmica ação tomada no Plano Collor 1, a qual caracteriza até hoje o mandato deste presidente, foi o chamado “confisco”. Utilizando-se de uma medida provisória, o presidente anunciou que bloquearia a poupança e todas as aplicações financeiras da época acima de cinquenta mil cruzados novos – constituindo assim a moratória da dívida pública. O objetivo com esta medida seria reduzir a quantidade de moeda em circulação, inibindo assim o consumo, o que acabaria acarretando a redução da exorbitante taxa de inflação da época. Estes depósitos seriam devolvidos 18 meses

¹⁴ Do lado da indústria, a nova equipe econômica visou superar o atraso tecnológico através de políticas de abertura ao mercado externo e de privatizações (que ficaram conhecidas como PICE – Política Industrial e de Comércio Exterior), buscando obter ganhos de competitividade para a indústria nacional e elevar a qualidade dos serviços prestados à sociedade.

após seu confisco, recebendo durante este período a taxa de inflação (medida pelo IPC) mais 6% ao ano.

A resposta da inflação nos primeiros dois meses de vigência do projeto foi positiva, tendo sido reduzida de 81% em março (data de lançamento) para 9% em junho. Entretanto, nos meses seguintes, percebeu-se novamente uma tendência de aceleração inflacionária, mostrando a ineficácia das mudanças realizadas. Como uma notável consequência, porém, se teve a perda do crédito da poupança junto a sociedade, já que esta sempre fora vista como uma forma segura de investimento, além da queda da atividade econômica neste período devido ao caráter recessivo das reformas. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Em dezembro de 1990, a inflação volta a entrar em cena, alcançando o patamar de 19,39%. Diante desta situação, em janeiro de 1991, o governo adota o plano Collor 2, um novo projeto que visava contornar este problema. A linha de ação das novas medidas seria a aceleração da modernização do parque industrial, que permitiria a ampliação da produção e a redução dos custos unitários ¹⁵. Dentre as medidas tomadas, seriam também realizados controles dos gastos governamentais, a adoção de uma elevada taxa de juros e novamente se tentou adotar o congelamento de preços.

O resultado visível deste pacote foi a reestruturação interna da indústria brasileira, sendo para isso essencial a abertura do mercado realizada pelo governo, uma vez que a entrada de produtos importados obrigou as empresas a investirem em processos que envolvessem automação e outras formas de tecnologia já assimiladas no exterior. Na área financeira, a contribuição mais notável do plano Collor 2 foi a extinção da BTN e de todos os fundos de investimento de curto prazo, sendo os últimos substituídos pelo FAF (Fundo de Aplicações Financeiras) que tinha sua rentabilidade associada a TR (taxa referencial – um índice que se basearia na expectativa de inflação futura).

O debate da evolução da dívida pública ao longo da primeira metade dos anos 90 deve, antes de tudo, contar com uma descrição da situação em que essa se encontrava no início deste período. Em 1990, o estoque de títulos públicos em mercado alcançou a marca crítica de 15% do PIB brasileiro, sendo este majoritariamente composto por

¹⁵ A elevação da produtividade advinda da modernização acabaria estimulando a competição, o que era visto como uma possível causa para o início da queda da inflação.

LFT's, títulos remunerados diariamente com relação a taxa Selic. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Com o congelamento de ativos promovido pelo governo em seu primeiro plano de estabilização, foi estabelecido que os títulos confiscados, durante o período em que permaneceriam em posse do governo (18 meses), seriam remunerados através de outro índice que não a taxa Selic. A escolha foi a utilização da BTN (Bônus do Tesouro Nacional) como este referencial. Este foi um título criado e ofertado pelo governo desde 1989 que, diferentemente da ORTN, seria corrigido pelo IPC (índice de preços do consumidor). Ao mesmo tempo, as medidas fiscais tomadas acabaram sendo excessivamente rígidas no que diz respeito à retirada de liquidez do mercado. Visando amenizar essa escassez, o governo promoveu a compra de boa parte das LFT's não confiscadas que ainda estavam em poder do público.

A devolução dos recursos tomados pelo governo teve início em 1991 e estes foram levantados através da aquisição de novo endividamento. Uma vez que a drástica medida tomada pelo governo levou sua imagem a cair em descrédito junto a sociedade, um novo incentivo deveria ser dado para que a compra de títulos públicos voltasse a ser um investimento interessante. Pensando nisso, um novo instrumento foi criado, a NTN (Nota do Tesouro Nacional), que seria emitida em diversas séries, dependendo do indexador utilizado. Destacam-se neste processo a NTN-D (indexada ao dólar), NTN-C (indexada ao IGP-M), e a NTN-H (indexada a TR). A baixa inflação registrada em 1992 juntamente com a liberalização dos preços e a desvalorização do câmbio, fizeram com que neste ano se retomasse a demanda por títulos públicos. O risco de crédito, que fora elevado a partir do confisco promovido pelo governo, fez com que o prazo médio da dívida fosse reduzido ao longo deste período.

Pode-se concluir a análise do período de 1990 a 1992 observando como se comportaram o crescimento e a inflação ao longo deste. Primeiramente, o crescimento apresentou grande oscilação nos anos iniciais do governo Collor, tendo ocorrido momentos em que a expansão da atividade agrícola “puxou” a produção nacional, assim como outros em que a atividade industrial se elevou e acabou contribuindo relativamente mais. Quanto às taxas de inflação, pode-se dizer que estas seguiram o comportamento verificado ao longo da Nova República, se reduzindo abruptamente na ocasião do lançamento de um plano de estabilização e posteriormente, se elevando de

forma rápida. Este problema seria, no entanto, resolvido definitivamente nos anos seguintes, através do único plano econômico que efetivamente controlou a hiperinflação vigente no Brasil a mais de vinte anos: o Plano Real. (Barros, 2005; Villela, 2009; Casa, 2008)

Capítulo 2: A Evolução Dívida Pública no período 1993-1999

O ano de 1994 é um marco na história da economia brasileira, pois nele foi formalmente lançado o Plano Real, que resolveu definitivamente o descontrole inflacionário vivido pela sociedade até então. As taxas de inflação caíram, o câmbio ficou estável e o Brasil apresentou modesto crescimento, fundamentado este em bases que posteriormente se mostraram não tão sólidas. Para entender as alterações sofridas pela DPFI neste novo cenário de estabilidade, as seções deste capítulo irão descrever a forma como as transformações afetaram os diversos aspectos da sociedade, assim como sua relação com o governo, nos anos 1993-99.

As medidas que caracterizaram o Plano Real tiveram início ainda no governo de Itamar Franco (1993). A seção 2.1 dá maiores detalhes sobre as características do plano e sobre as ações que foram tomadas ainda neste ano.

A estabilização dos níveis de preço contribuiu para a modificação da postura política do governo perante a sociedade. As novas políticas fiscal e monetária adotadas nesta época são descritas na seção 2.2.

Nesse novo contexto, o crescente interesse do setor externo na economia brasileira talvez seja a mais importante razão para o comportamento da DPFI neste período. Os motivos que levaram a este crescimento e a forma como ele influenciou as atitudes do governo são abordadas na seção 2.3.

Por último, o capítulo explica, na seção 2.4, as alterações técnicas sofridas pelos títulos públicos neste período, oferecendo detalhes quanto a seu prazo, indexador e risco. São descritas também as mudanças na composição da dívida pública federal e em sua maturidade média.

2.1. O Plano Real

No dia 29 de dezembro de 1992, após a retirada de Fernando Collor do poder, seu vice-presidente, Itamar Franco, assume a posição. No governo deste presidente foram tomadas as primeiras medidas que caracterizaram o Plano Real, que enfim daria uma solução a questão da inflação, manifestada com maior intensidade a partir da década de 70.

A pasta da fazenda apresentou grande rotatividade desde o ano de 1992. Em maio de 1993, Fernando Henrique Cardoso passa a exercer a função. Buscando mais uma vez elaborar um projeto para estabilização de preços, o ministro montou uma equipe composta por economistas¹⁶ para orientá-lo quanto às medidas a serem tomadas. O plano criado foi a maior medida econômica já realizada no Brasil, sendo composto por três etapas. A primeira consistia de um ajuste fiscal e foi realizada ainda durante o governo de Itamar Franco através do programa PAI¹⁷ (Programa de Ação Imediata).

A continuidade do projeto político iniciado em 1993 foi confirmada nas eleições de 1994, com a eleição do então ministro Fernando Henrique Cardoso para a presidência da República. Nesta ocasião, verificou-se a implantação das duas outras etapas do Plano Real, a saber, o estabelecimento de uma âncora cambial e a desindexação da economia, o que seria feito através da separação das funções básicas da moeda¹⁸. (Giambiagi, 2011)

Deve-se destacar especialmente a forma como funcionou a âncora cambial assim como os benefícios e prejuízos de sua utilização. Este mecanismo estabeleceu uma meta para a cotação do real em comparação com o dólar no valor de um para um, podendo, porém, variar este valor para baixo (no sentido de depreciação da moeda nacional). Desta forma, sendo “crível” e estando estável esta paridade, os agentes poderiam passar a formular contratos com maior prazo de duração, devido à redução do “risco cambial”. Da mesma maneira, dependendo do grau de abertura da economia, este sistema contribuiria para regular também os preços internos e o processo inflacionário, utilizando-se para tal da competitividade do setor externo. Como ponto negativo, pode-se mencionar a deterioração do saldo de transações correntes do balanço de pagamentos, o que de fato se verificou no Brasil, e será discutido mais a frente.

O impacto do plano de estabilização sobre a hiperinflação foi sentido após um ano deste em vigor, com os preços crescendo de forma mais lenta. A URV, vigente apenas por três meses em 1994, teve sua inflação calculada em torno de 3%, enquanto a

¹⁶ O grupo contava com nomes como Pécio Arida e André Lara Resende (ambos professores da PUC e criadores da proposta LARIDA, rejeitada em meados da década de 80), Gustavo Franco (Doutor formado em Harvard onde estudou a Hiperinflação em países como a Hungria e a Alemanha) e Pedro Malan (professor da PUC).

¹⁷ O foco do programa seria reestabelecer a relação existente entre os Estados e a União assim como dos bancos Estaduais e Municipais com o Banco Central. Seria realizado também um combate a sonegação.

¹⁸ Foi criada uma “moeda paralela” que exerceria o papel de unidade de conta, o URV. O cruzeiro ainda exerceria a função de meio de circulação. Esta medida é semelhante a proposta “Larida” sugerida anos antes por Pécio Arida e André Lara Resende na implantação do plano Cruzado.

inflação em cruzeiros chegou, no mesmo período, ao valor 190%. Para Delfim Netto, o maior mérito do projeto foi a recuperação da credibilidade da moeda brasileira após uma década de erosão profunda. Outras conseqüências foram um grande crescimento da demanda e da atividade econômica, acompanhadas pela valorização cambial. (Giambiagi, 2011)

2.2. Alterações na política do governo decorrentes da estabilização.

O governo de Fernando Henrique Cardoso, empossado em janeiro de 1995, teve início com o claro objetivo de resolver o descontrole inflacionário.

Os anos de tentativas frustradas de combate à inflação, durante a década de 80, mostraram que após a estabilização dos níveis de preço, geralmente ocorre uma rápida elevação do consumo, desregulando-os novamente. Em março de 1995, aproximadamente nove meses após o lançamento do Plano Real, o temor de que este fracassasse assim como seus antecessores, era explicado por três motivos, dentre eles, a expansão de 11% do PIB no quarto trimestre de 1994 com relação ao mesmo período do ano anterior, e a queda das reservas internacionais ao longo do ano. (Giambiagi, 2011; Casa, 2008)

Conhecendo esta característica, o projeto adotou, após a estabilização, uma política monetária ativa, mantendo elevada a taxa de juros. Esta teria seu valor nominal mensal aumentado de 3,3% em fevereiro de 1994 para 4,3% em março do mesmo ano. Esse aspecto é fundamental para se entender a evolução da dívida dentro desta nova conjuntura já que ele explica em parte a disposição dos investidores em emprestar neste período¹⁹.

A nova orientação da política monetária afetou a dívida pública através de duas vias. Primeiramente, a taxa de juros baliza o rendimento obtido através da aquisição de títulos públicos, tornando-se, para o governo, um parâmetro essencial na obtenção de financiamento para seus déficits, já que possibilita a expansão do endividamento. Por outro lado, crescem, diretamente com esta taxa, as obrigações do governo junto a seus credores, contribuindo assim para a ocorrência de novos déficits no futuro. Como

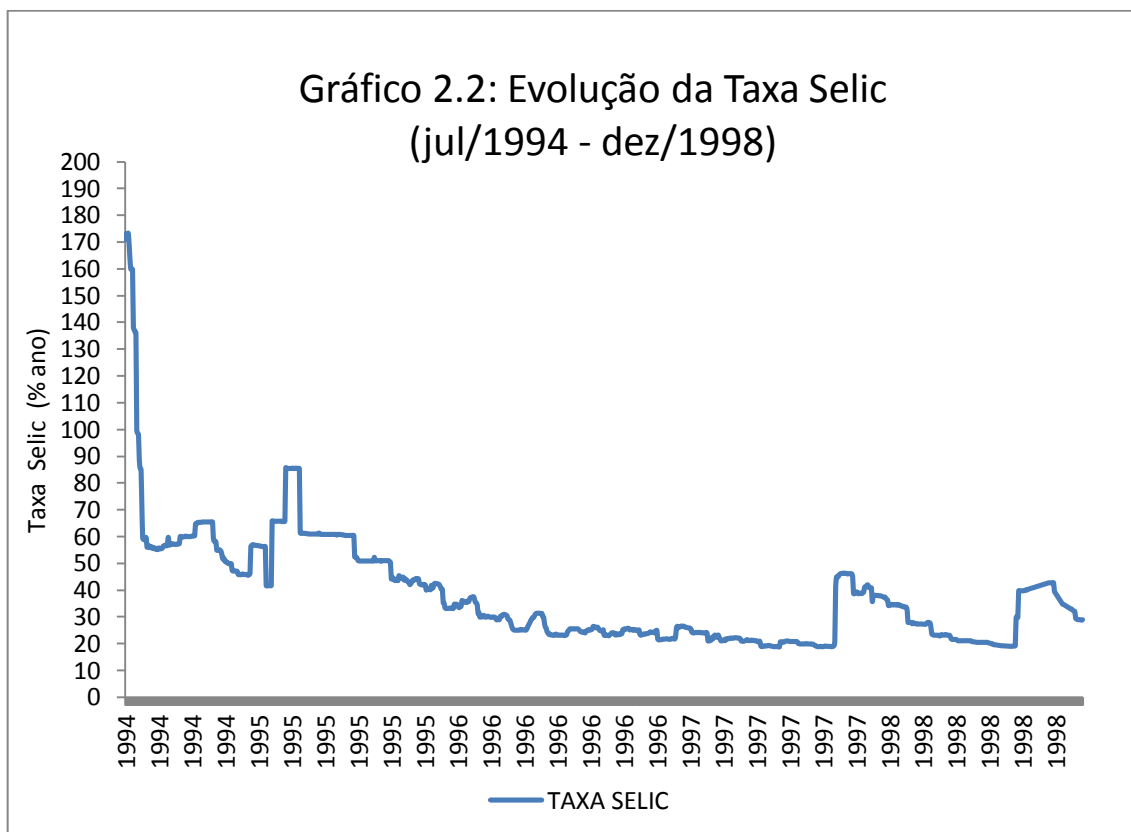
¹⁹ A manutenção de elevadas taxas de juros torna maior o custo de se reter moeda.

consequência, tem-se que recorrer a novos empréstimos para quitar o serviço dos já adquiridos, propiciando a formação de um movimento “circular”.

Após o lançamento do Plano Real, verificaram-se efeitos sobre a dívida interna e sobre a forma de financiamento do governo. No que diz respeito à primeira, pode-se constatar uma significativa elevação de seu volume nos anos que se seguiram a implantação do projeto (ver tabela 2.2.1). Já quanto a forma de financiamento, cada vez mais se recorreu a política fiscal para se obter recursos, o que será discutido mais a frente.

O constante desequilíbrio da balança comercial, causado pelo câmbio valorizado e os elevados gastos com o pagamento de juros, fizeram com que, no período analisado, ocorresse um exponencial crescimento na dívida pública para arcar com estes gastos (ver tabela 2.2.1). Já em 1994 registrou-se um enorme déficit no orçamento do governo, levando a necessidade de se intensificar a aquisição de empréstimos junto a sociedade. Essa estratégia de financiamento foi constantemente utilizada ao longo do período analisado (1995-1999). O crescimento do montante da dívida foi ainda mais vigoroso no triênio 1997, 98, 99, quando a política de elevação da taxa de juros foi novamente utilizada para impedir a fuga de capitais decorrente das crises da Ásia e da Rússia. Essa reação (elevação de juros) mediante a deterioração do quadro externo, foi frequentemente usada nos anos 1990, fazendo-se presente nas três crises internacionais enfrentadas no período (ver gráfico 2.2). Nesses episódios, o crescente déficit nas contas públicas foi recorrentemente quitado pela absorção de novas dívidas. (Giambiagi, 2011; Casa, 2008; Rezende, 2009)

Gráfico 1 - Evolução da Taxa Selic



Fonte: Banco Central.

Entre 1995 e 1998, a postura da política fiscal adotada pelo governo passou a ser mais rigorosa, o que seria viável neste ambiente, já que com o fim da indexação, a elevação de tarifas não desencadearia um processo inflacionário²⁰. Sua principal função neste novo cenário seria alcançar o equilíbrio das contas primárias do governo, compatibilizando seus gastos e receitas, o que lhe conferiu relevante papel neste período.

A atuação da política fiscal em meio às crises da Ásia e da Rússia (respectivamente, 1997 e 1998) deve ser destacada. Diante de um cenário externo desfavorável, no primeiro destes dois episódios, foi lançado um pacote econômico com 51 itens denominado “medidas de ajuste fiscal e competitividade”²¹, que visava cortar

²⁰ Nos anos 1995-98, registrou-se uma clara deterioração fiscal. São atribuídos para tal, três principais razões: um déficit primário do setor público consolidado, o crescente endividamento do governo junto a sociedade e a elevada despesa com o pagamento de juros. Apesar de esta última razão parecer a mais significativa, afinal, neste período, os juros nominais pagos pelo governo foram, em média, de 22% ao ano, incidindo sobre uma dívida constantemente em crescimento, o elevado gasto público foi o maior responsável pela deterioração deste quadro.

²¹ Dentre as medidas do pacote, constava a demissão de 33 mil funcionários públicos não estáveis da União.

gastos e elevar a arrecadação através da ampliação da incidência de tarifas. O mesmo tipo de medida foi adotado no ano seguinte em resposta a nova crise.

Tabela 2 - Crescimento do volume da dívida pública durante os governos FHC

| ANO | Dívida total do Setor Público | Dívida total do Setor Público (% PIB) |
|------|-------------------------------|---------------------------------------|
| 1994 | 433.281,22 | 31,8175 |
| 1995 | 482.613,73 | 29,0783 |
| 1996 | 569.260,75 | 29,5992 |
| 1997 | 621.289,95 | 30,4183 |
| 1998 | 764.672,41 | 35,3792 |
| 1999 | 940.064,38 | 45,4917 |
| 2000 | 967.299,82 | 45,4908 |
| 2001 | 1.085.137,78 | 47,8008 |
| 2002 | 1.259.813,30 | 52,0467 |

Fonte: IPEADATA.

A rigidez das medidas fiscais tomadas, expressada pelo crescimento da carga tributária (ver tabela 2.2.2), é justificada pelos excessivos gastos do governo com o serviço da dívida pública. O controle da inflação contribuiu para que as receitas do governo tivessem seu valor mantido entre sua data de arrecadação e efetivo gasto. Por outro lado, as despesas agora deveriam ter seu valor elevado, uma vez que não se poderia mais recorrer a correções nominais, facilmente manipuláveis.

A dívida interna, que desde o início dos anos 1980 já se mostrava um forte instrumento de especulação financeira através do uso das cláusulas de correção monetária e cambial, não perdeu esta característica no novo ambiente não inflacionário, assumindo papel primário na remuneração do sistema financeiro. Nesta conjuntura, aumentou a oferta de recursos da sociedade para com o governo, o que teve um impacto negativo no crescimento do produto brasileiro, já que agora, foi reduzida a diferença do custo de oportunidade de se investir em bens de capital ou conceder financiamento para os gastos públicos.

A queda nos níveis de investimento ainda deve ser analisada sobre outra perspectiva, quanto ao desvio dos recursos que compunham a poupança interna nesta época. Numa economia sem descontrole inflacionário, existiu maior tranquilidade dos agentes em relação à preservação do valor real de seus ativos assim como quanto à postura do governo no cumprimento de suas obrigações junto a seus credores. Esta característica, além da rentabilidade alta, também contribuiu para a elevação da demanda por títulos públicos. Deve-se destacar aqui que a política cambial adotada no Plano Real, que estabelecia e preservava o câmbio sobrevalorizado com a chamada “âncora cambial” (paridade 1:1 com o dólar), fez com que fosse facilitado o consumo de bens importados, sendo mais um “canal” por onde se escassearia a poupança interna e consequentemente, o investimento. Estas conclusões ficam claras quando se tomam os dados da taxa de investimento que, em 1994, era 20,75%, passando nos anos posteriores, a oscilar entre 18 e 19%.

Tabela 3 - Evolução da relação Dívida/PIB e da carga tributária entre 1995 e 2004

| Anos | Dívida interna (%PIB) | Carga Tributária (%PIB) | Cresc. PIB (%) | IPCA |
|------|-----------------------|-------------------------|----------------|-------|
| 1995 | 24,90 | 28 | 4,2 | 22,41 |
| 1996 | 29,40 | 28,6 | 2,7 | 9,56 |
| 1997 | 30,20 | 28,6 | 3,3 | 5,22 |
| 1998 | 36,90 | 29,3 | -0,1 | 1,65 |
| 1999 | 39,00 | 31,1 | 0,8 | 8,85 |
| 2000 | 39,70 | 32,6 | 4,4 | 5,97 |
| 2001 | 42,20 | 34 | 1,3 | 7,67 |
| 2002 | 41,20 | 35,6 | 1,9 | 12,53 |
| 2003 | 46,30 | 34,9 | 0,2 | 8,50 |
| 2004 | 44,3 | 35,9 | 4,9 | 5,5 |

Fonte: Banco Central, IBGE, FGV.

De forma contrária ao que se verificou na primeira metade dos anos 1980, a elevação da taxa de juros, parte de uma política monetária contracionista, causou o crescimento explosivo da dívida pública interna. Cabe ressaltar a relação existente entre esse crescimento e a dependência externa brasileira. Assim como nos anos 1980, a ampliação da aquisição de recursos junto à sociedade foi a forma encontrada para cobrir os desequilíbrios do balanço de pagamentos brasileiro. A diferença essencial entre esses dois períodos, no entanto, se dá na forma como se contabilizou a entrada do capital externo no balanço, sendo esta na década de 1980, registrada no saldo da balança

comercial e nos anos 1990, na conta capital, refletindo assim a grande vulnerabilidade do país neste momento. (Giambiagi, 2011; Casa, 2008; Rezende, 2009)

2.3. O quadro externo no início do governo FHC e o aumento da dívida pública

Ao longo do primeiro governo Fernando Henrique Cardoso (1995-98), a fragilidade do quadro externo foi notável e esta acabou interferindo nos rumos tomados pela dívida pública nestes anos. O aumento das importações que se seguiram ao lançamento do plano real, função da taxa câmbio sobrevalorizada, juntamente com um fraco desempenho das exportações, fez com que o país apresentasse consecutivos déficits na balança comercial (ver tabela 2.3.1). Estes por sua vez, foram financiados com a contratação de novos empréstimos junto a credores estrangeiros, e também pela entrada de recursos via investimento direto estrangeiro²² (IDE), o que foi facilitado pela política ativa de privatizações promovida na época (ver tabela 2.3.1).

O comprometimento do governo com a manutenção da paridade da taxa de câmbio foi contestada em 1994, quando no cenário externo, ocorreu uma crise no México. Naquela ocasião, a situação desfavorável do Balanço de Pagamentos fez com que ocorresse uma significativa desvalorização cambial neste país. Como consequência, criou-se a expectativa de que o mesmo poderia ocorrer no Brasil, em função do mau momento registrado aqui também no balanço de pagamentos.

Em resposta, foi adotada uma política de micro desvalorizações, realizando-se também uma desvalorização controlada da ordem de 6%. Tal atitude comprovou que o governo brasileiro se empenharia em defender a política cambial estabelecida no plano real. Assim, criou-se uma relação de credibilidade entre o governo e os investidores estrangeiros, permitindo aos últimos tomar como garantida a estabilidade da moeda num futuro próximo. Evitar-se-ia desta maneira a possibilidade de ocorrerem prejuízos decorrentes de variações cambiais inesperadas, o que, juntamente as elevadas taxas de juros praticadas na época, acabou estimulando à entrada de recursos no Brasil.

²² A entrada desses recursos aumentou exponencialmente nos primeiros anos do governo FHC.

A fixação das taxas em patamares altíssimos, a partir da introdução da nova moeda, foi instrumento direto para a captação da poupança externa e da sinalização quanto à manutenção de expressivos rendimentos para quem adquirisse títulos públicos emitidos em reais. Como consequência, as reservas cambiais, que vinham se reduzindo desde 1994, cresceram, chegando ao valor de 52 bilhões no ano seguinte. Este ano (1994) ainda seria marcado pelo destino dos recursos provenientes do exterior, em que se verificou intensa participação destes em fundos de renda fixa, fazendo crescer a demanda pelos ativos emitidos pelo governo (ver tabela 2.3.1).

Desta maneira, a dívida externa, que vinha se reduzindo desde meados dos anos 80, passou então a aumentar significativamente em 1996-97. A movimentação registrada na conta de capitais foi de 9,93 bilhões de dólares em 1994 para 52,29 bilhões em 1998. Rapidamente se verificou a elevação dos gastos do governo com remessas de lucros para o exterior (privatizações - IDE) e com o pagamento de juros relativos aos empréstimos obtidos. Isto pode ser confirmado quando, ao analisar os dados do período, se verifica que o déficit no balanço de pagamentos relativo às contas de serviços e rendas dobrou ao longo do primeiro governo FHC ²³. Em 1997, o déficit em conta corrente chegou a se aproximar de 4% do PIB.

²³ O déficit em transações correntes, que em 1994 teve o valor de 2 bilhões de dólares, passa, já em 1997, para a cifra de 30 bilhões de dólares.

Tabela 4 - Contas externas do Brasil entre 1991 e 1998

| Contas externas do Brasil | 1991-93 | 1994 | 1995-98 |
|--|---------|-------|---------|
| Balança de Serviços | -13,50 | -14,7 | -23,2 |
| Transações Correntes | 1,40 | -1,7 | -26,4 |
| Investimento Direto | 0,90 | 1,5 | 14,6 |
| Investimento em Carteira | 10,20 | 50,6 | 15,4 |
| Ações | 2,80 | 6,9 | 4,1 |
| Renda Fixa e similares | 7,40 | 43,7 | 11,3 |
| Reservas Internacionais | 21,80 | 38,8 | 52,2 |
| Financiamento Líquido (entrada e saída de divisas) | -4,30 | -43,6 | -0,7 |
| Dívida externa total | 135,20 | 148,3 | 195,2 |

Fonte: Cintra e Prates (2004).

Assim, pode-se concluir que os resultados da adoção da âncora cambial foram severamente sentidos entre os anos 1995-98. Embora o objetivo principal desse sistema tenha sido alcançado, ocorrendo uma significativa redução da taxa de inflação nestes anos, suas consequências negativas mostraram-se excessivamente onerosas. O prejuízo no comércio exterior, causado pelo câmbio sobrevalorizado, fez crescer o passivo externo brasileiro. Da mesma forma, a entrada de capitais especulativos, buscando maior rentabilidade em função da taxa de juros elevada, fez crescer a despesa financeira do governo. Suas contas passaram a sofrer maior pressão e se deteriorou neste período a relação dívida/PIB, já que, para ser capaz de cumprir suas obrigações junto ao mercado externo, o governo necessitou recorrer à ampliação da arrecadação junto ao mercado

interno, através do aumento de impostos e da expansão da dívida pública federal interna.

A política que combinava déficits em conta corrente junto a taxas de juros elevadas tornou o Brasil vulnerável à disposição do mercado internacional em emprestar. Isto foi sentido de forma mais intensa em três ocasiões em que a disponibilidade de recursos se reduziu em razão de crises internacionais²⁴. A resposta em comum do governo nos três casos foi a elevação da taxa de juros²⁵, o que, em 1998, não foi capaz de assegurar o financiamento, mostrando que o modelo não era mais capaz de lidar com as adversidades e deveria ser alterado.

2.4. Mudanças na composição da DPFI entre os anos 1993-98

As alterações no perfil da DPFI registradas de 1993 a 1998 refletem os diferentes graus de preferência pela liquidez dos agentes e a enorme dependência de financiamento das contas públicas ao longo destes anos. O governo buscou obter recursos junto à sociedade adequando sua oferta as especificidades exigidas pela demanda dos investidores. Isto foi feito considerando-se os diversos momentos vividos pela economia brasileira e pelo setor externo, que enfrentou três grandes crises neste período. Como já mencionado anteriormente, nesse cenário, a rigidez da política fiscal esteve diretamente correlacionada à elevação dos encargos com a dívida pública, uma vez que para cobrir as crescentes despesas com juros, foi necessário arrecadar cada vez mais.

No início de 1993, durante o governo de Itamar Franco, já se verificavam alterações no perfil da DPFI. A oferta de títulos indexados ao câmbio e a SELIC foi intensificada, mostrando que estes passariam a ser utilizados também para a realização de política monetária. Neste período, para rolar a dívida cambial que estava para vencer, o governo fez uso da colocação de NTN's (séries C, H e D) e LTN's. (Silva, 2009; Casa, 2008)

²⁴ Crise dos México (1995), da Ásia (1997) e da Rússia (1998).

²⁵ A Selic fora estabelecida em 64% a.a. em julho de 1994, subindo para 65% a.a. em 1995 como resposta a crise mexicana.

No final deste ano, a desindexação, um dos objetivos a ser alcançado pelo plano, fez com que o governo interrompesse a oferta de títulos atrelados a inflação (NTN-C) em pró da utilização dos indexados pelo câmbio, o que na ocasião se mostrou mais coerente com o novo programa. O esforço promovido pelo governo deu resultado e em janeiro de 1994 a maior parte do endividamento público respondia as variações cambiais. Foi utilizado também neste momento, um novo instrumento para a aquisição de financiamento com características semelhantes à das NTN-D's, as Notas do Banco Central - Série Especial, com prazo mínimo de três meses e que teriam seu valor corrigido de acordo com a cotação do dólar juntamente com uma taxa nominal de 6% ao ano.

Nos seis meses que antecederam o lançamento do Plano Real (janeiro a julho de 1994), verificou-se uma tendência contrária a que havia se consolidado no período anterior. A proporção de títulos cambiais e pré-fixados foi se reduzindo, dando lugar aos corrigidos pelo IGP-M e pela Selic²⁶. Isto é explicado pela incerteza dos agentes quanto ao sucesso do plano no combate a inflação. Como este não era garantido, tornou-se uma boa saída “carregar” títulos corrigidos pelo índice de preços. Da mesma forma, a capitalização diária, característica da LFT, tornava este ativo mais líquido e reduzia a possibilidade de perdas de valor em razão da variação dos juros. Esta atitude demonstrou que, como os investidores não conseguiram consolidar expectativas claras quanto ao futuro da economia brasileira, preferiram adotar uma postura mais cautelosa. (Silva, 2009; Casa, 2008)

O êxito do plano, confirmado pouco após seu lançamento, permitiu que o governo, agora diante de um ambiente não inflacionário, tomasse outro rumo na gestão da DPFI. Passou-se a ofertar com maior intensidade títulos pré-fixados, qualitativamente melhores do que os pós-fixados em razão da previsibilidade com gastos relativos a pagamento de juros. Para isso, foram realizados leilões junto ao mercado que ofertaram basicamente LTN's e BBC's²⁷. A aceitação destes títulos foi grande e já no final de 1994 eles correspondiam pela maior parte da composição da DPFI (65,2%), seguidos diretamente pela LFT (15,6%). Neste momento, tentou-se

²⁶ Em junho de 1994, apenas 10,7% da dívida respondia ao cambio enquanto 25,5% estava ligada ao IGP-M, 7% pré-fixada e 45,7% a taxa Selic.

²⁷ Este título foi criado no início de 1991 quando, na ocasião de fracasso do plano Collor 1, as taxas de inflação voltaram a patamares elevados. Para tentar reduzir as despesas com juros, pago pelas LFT's atreladas a SELIC, o governo lançou este título pre-fixado.

evitar a colocação de títulos corrigidos pela inflação, o que buscava, mais do que evitar a despesa decorrente do possível retorno desta, não afetar a estabilidade psicológica dos agentes, que poderiam interpretar isto de forma inadequada.

Este processo se repetiu durante os dois anos seguintes, com o governo atuando através de leilões que ofertavam títulos públicos pré-fixados e cambiais. Ainda nesse período, foi feito um esforço no sentido de alongar a maturidade dos ativos, o que representaria um significativo progresso quanto ao risco de refinanciamento do passivo do governo junto ao mercado²⁸. Neste sentido, passou-se então a promover a troca de LFT's por LTN's com prazos mais longos.

Em 1997, a decisão do governo tailandês de tornar seu câmbio flutuante, desatrelando-o da variação do dólar, fez com que ocorresse uma massiva fuga de capitais deste país, abalando posteriormente as demais economias da Ásia e configurando uma crise. Nesse novo cenário, o Brasil acabou sendo vítima do “contágio” da instabilidade financeira iniciada na Ásia e o governo, para evitar uma fuga ainda maior de capitais, precisou agir elevando a taxa de juros. Esta passou do valor de 20,7% para 43,41%. As alterações ocorridas nesse ano fizeram com que se ampliasse a demanda por títulos indexados ao dólar, chegando estes a representar 15,42% do total da DPFI. Esta atitude mostra que os agentes começaram a desconfiar da capacidade do governo brasileiro em manter a paridade cambial estabelecida.

No ano seguinte foi a vez da Rússia passar por uma crise. Esta foi em parte explicada pela deterioração do crédito externo, verificada após a crise da Ásia. Sem conseguir obter recursos para honrar os compromissos junto a seus credores, em 1998 o país decretou moratória, sendo esta seguida por uma significativa desvalorização cambial. (Silva, 2009; Casa, 2008)

Mais uma vez o Brasil foi alvo do efeito transbordamento causado pela crise e o governo passou a aumentar a oferta de títulos indexados a Selic e ao câmbio²⁹. No final deste ano a participação das LFT's e LBC's na DPFI chegou a alcançar 69,05%

²⁸ O risco de refinanciamento representa a possibilidade de o governo ter que recorrer ao mercado para obter recursos e não conseguir arrecada-los. O maior prazo de vencimento dos ativos faz com que se tenha que ir ao mercado em busca de financiamento menos vezes dentro de um período de tempo.

²⁹ Deve-se destacar que também em 1998 foi criado um novo título, a nota do banco central – série F, atrelada ao câmbio e com prazo mínimo de 3 meses. Foi criado também mais um título pré-fixado, o Bônus do Banco Central – Série A, composto de dois períodos, o primeiro de, no mínimo 7, dias e o segundo de, no mínimo 21.

enquanto a de títulos pré-fixados caiu para a menor registrada no período analisado, representando apenas 3,5% da dívida. A opção do governo pela emissão desses ativos foi feita por dois motivos principais. Primeiramente, o custo de emissão dos títulos pré-fixados, neste cenário de elevadas taxas de juros, ficou excessivamente alto, desestimulando a colocação destes. Num cenário de crise externa, as expectativas dos agentes ficaram cada vez mais voláteis e estes passaram a exigir prazos mais curtos para aceitar demandar títulos pré-fixados. Desta forma, a opção por este instrumento como forma de obtenção de recursos, faria crescer o risco de refinanciamento do governo. (Silva, 2009; Casa, 2008)

Tabela 5 - Composição da dívida pública entre 1995 e 2004

| Período | Saldo (bilhões de reais) | Câmbio | TR | IGP-M | SELIC | IGP-DI | Prefixado | TJLP | Outros | Total |
|---------|--------------------------|--------|-----|-------|-------|--------|-----------|------|--------|-------|
| 1995 | 108,48 | 7,6 | 6,9 | 2,20 | 15,2 | – | 65,8 | 2,3 | – | 100 |
| 1996 | 176,21 | 9,4 | 7,9 | 1,80 | 18,6 | – | 61 | 1,4 | – | 100 |
| 1997 | 255,50 | 15,4 | 8 | 0,30 | 34,8 | – | 40,9 | 0,6 | – | 100 |
| 1998 | 323,86 | 21 | 5,4 | 0,30 | 69,1 | 0,10 | 3,5 | 0,2 | 0,50 | 100 |
| 1999 | 414,90 | 24,2 | 3 | 0,30 | 61,1 | 2,10 | 9,2 | 0,1 | – | 100 |
| 2000 | 510,69 | 22,3 | 4,7 | 1,60 | 52,2 | 4,40 | 14,8 | – | – | 100 |
| 2001 | 624,08 | 28,6 | 3,8 | 4,00 | 52,8 | 3,00 | 7,8 | – | – | 100 |
| 2002 | 623,19 | 22,4 | 2,1 | 7,90 | 60,8 | 3,10 | 2,2 | – | 1,60 | 100 |
| 2003 | 731,85 | 10,8 | 1,9 | 8,70 | 61,4 | 2,40 | 12,4 | – | 2,40 | 100 |
| 2004 | 810,26 | 5,2 | 3,1 | 4,9 | 57,1 | 1,8 | 19,7 | – | 3,1 | 100 |

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números (1994-2004)

As diversas pressões sofridas no início de 1999 fizeram com que a opção pelo câmbio fixo não fosse mais viável, sendo este abandonado. Esta mudança juntamente com a introdução do sistema de metas de inflação, foi decisiva nos rumos tomados pela DPMI nos anos seguintes, e são analisadas no capítulo seguinte.

Capítulo 3: A evolução da dívida pública de 1999 a 2008

O ano de 1999 é marcado pela adoção de mudanças em três campos diferentes na política brasileira: cambial, fiscal e monetário. A partir de agora se poderia combater a inflação através de um aumento da taxa de juros, freando o consumo e a atividade econômica; se algum evento por acaso proporcionasse um desequilíbrio do balanço de pagamentos, a flutuação cambial faria este se estabilizar através de superávits no saldo em transações correntes; aumentos da dívida pública federal poderiam ser compensados com uma política fiscal mais restritiva. (Giambiagi, 2011).

A compreensão das medidas tomadas nesse momento é fundamental para que se consiga entender a dinâmica do endividamento público nos anos que se seguiram a adoção destas. O capítulo tem por objetivo descrever as alterações na orientação política do governo no ano de 1999, analisando sua influência na evolução da dívida sob vários aspectos. São abordadas também, as reformas institucionais e o esforço empreendido para melhorar o perfil da dívida a partir dos anos 2000.

3.1. O ano de 1999

O modelo de crescimento criado pelo Plano Real em meados da década de 1990 era baseado no financiamento de elevados déficits em transações correntes através de investimentos diretos estrangeiros, facilitados pela política de privatizações, e por empréstimos contraídos junto ao setor externo, atraídos pelas altas taxas de juros praticadas no Brasil ³⁰. Até 1998, a estratégia de se usar os juros como forma de transpor os maus momentos vividos pelo economia internacional, vinha funcionando, e o país conseguia, em fim, passar por um período de estabilidade.

O cenário mudou com a crise da Rússia neste mesmo ano, que fez com que a disponibilidade de liquidez proveniente do exterior se reduzisse. Diante desta nova conjuntura, o Brasil, dependente dos recursos estrangeiros para refinarçar sua dívida e para ajustar o saldo de sua balança comercial, se viu forçado a negociar um acordo com

³⁰ Ver capítulo 2

o FMI. A essa altura, o regime de câmbio fixo estabelecido pelo Plano Real ainda vigorava, mas cresciam rapidamente as apostas quanto à impossibilidade de manutenção deste sistema. (Giambiagi, 2011; Casa, 2008)

A aprovação do acordo teria, porém, como contrapartida, a necessidade de adoção de medidas fiscais restritivas, que visaram elevar o superávit primário do governo. Foram criadas assim, para os três anos que se seguiram ao seu estabelecimento (1999, 2000, 2001), metas para esse saldo, que deveria crescer aproximadamente 3% em cada um dos anos com relação ao período anterior. Outra imposição do órgão para a aprovação do empréstimo seria a cobrança de contribuição previdenciária dos servidores públicos inativos. Esta última proposta foi rejeitada pelo congresso ao final do ano de 1998, e o acordo não foi consolidado, o que reduziu ainda mais a credibilidade do governo brasileiro junto aos investidores internacionais num cenário que já era crítico.

Desta forma, a fuga de capitais do país se acelerou em função da cada vez mais provável desvalorização da moeda, e em janeiro de 1999, diante de volumosas perdas de reservas internacionais diárias, o governo se viu forçado a abandonar a âncora cambial e permitir a flutuação do real. Rapidamente a cotação da moeda nacional alcançou 2 dólares por real, mas apesar da desvalorização sofrida pelo câmbio, a inflação, principal temor neste momento e foco do plano realizado nos anos anteriores, não teve seu crescimento acelerado ³¹.(Giambiagi, 2011; Casa, 2008)

Neste cenário, foi nomeado para a presidência do Banco Central, Armínio Fraga, economista visto como amplo conhecedor do mercado financeiro internacional. As primeiras duas medidas deste foram à elevação da taxa de juros e o planejamento da adoção do sistema de metas de inflação ainda naquele ano. A partir de agora, o CMN (Conselho Monetário Nacional) definiria uma meta para a variação do IPCA e esta balizaria as decisões de política monetária tomadas pelo Banco Central, podendo variar a inflação efetiva registrada, dentro de uma banda ao redor da meta estabelecida. Ao mesmo tempo, o governo conseguiu o apoio político necessário para a aprovação do acordo com o FMI, sendo que agora se estabeleceriam patamares ainda mais altos para os superávits primários em razão da desvalorização, e isto impactaria diretamente na rigidez da política fiscal nos anos seguintes.

³¹ Para explicar isto são atribuídas algumas razões, dentre elas, o momento vivido pela produção industrial, que estava baixa e apesar de seu momentâneo crescimento causado pela depreciação, ainda se manteve em um nível razoável.

Com os ajustes promovidos a partir de 1999, o crescimento pode ser retomado e o IPCA se manteve estável num primeiro momento, comportando-se de acordo com as metas estabelecidas pelo governo. (Giambiagi, 2011; Casa, 2008)

3.2. Mudanças institucionais na gestão da dívida pública de 1999-2003

As crises ocorridas ao longo da segunda metade da década de 1990 e suas consequências fizeram com que se tornasse ainda mais evidente a importância de uma gestão prudente da dívida pública, permitindo a esta apoiar a execução de políticas e elevar a qualidade do crédito nacional. Ficou clara também a necessidade de aprimoramento do mercado doméstico de títulos públicos como alternativa a aquisição de empréstimos, já que desta forma se poderia reduzir a vulnerabilidade da economia a choques externos, aumentando assim a estabilidade do sistema financeiro.

Segundo Casa (2008) e Silva (2009), a opinião de que a boa gestão da dívida pública é um elemento fundamental na imunização das políticas monetária e fiscal perante contágios e choques financeiros, vem crescendo exponencialmente ao longo dos anos. A administração do passivo do governo deve seguir uma estratégia que viabilize seu futuro refinanciamento e a redução de riscos, sem deixar de lado objetivos como a manutenção de um mercado líquido e eficiente de títulos. Para tal, devem ser considerados fatores que influenciem a composição ótima da dívida, como o perfil de vencimentos dos títulos que a compõe e sua exposição à flutuação de variáveis econômico-financeiras como a taxa de juros e o câmbio. (Silva, 2009; Giambiagi, 2011; Casa 2008)

Para estes autores, estas conclusões fizeram com que, ainda em 1999, se investisse nas reformas institucionais e na capacitação dos gestores da dívida pública. Essas medidas resultaram no aumento da qualidade relativa à administração das contas do governo, no aperfeiçoamento no processo de tomada de decisões e na maior transparência do orçamento público.

A utilização dos mesmos instrumentos na gestão da dívida pública e na realização da política monetária fez com que muitas vezes as ações tomadas, a favor de

um destes campos, fossem conflitantes com o outro. Até o ano 2000, era permitido, tanto ao Banco Central quanto ao Tesouro Nacional, emitir títulos de dívida, o que tornava a administração da dívida inconsistente com as demais políticas macroeconômicas.

Neste sentido, no ano 2000, obteve-se um grande progresso na gestão da dívida pública com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A lei estabeleceu que a partir de 2002, o Banco Central estaria proibido de emitir títulos, e passaria a utilizar para fins de política monetária, apenas ativos emitidos pelo Tesouro Nacional que constavam em sua carteira. Assim foi estabelecida uma separação entre os propósitos de política fiscal e monetária, podendo o mercado ter maior clareza quanto aos objetivos da emissão. As políticas agora passariam a trabalhar de forma coordenada, existindo uma estreita relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, que se reuniriam periodicamente para compartilhar suas perspectivas com relação ao mercado e anunciar suas futuras ações. (Silva, 2009; Giambiagi, 2008)

A LRF foi um marco para a condução do endividamento público, determinando também normas a serem cumpridas na obtenção de financiamento que buscavam ampliar a responsabilidade na gestão fiscal e corrigir possíveis imperfeições que poderiam afetar negativamente as contas públicas. O impacto da adoção desta medida junto ao cenário internacional foi grande, já que agora o Brasil se comprometeria a controlar seu orçamento, passando a ideia de que a estabilidade seria perseguida.

A nova regra determinou que o Presidente da República, anualmente, estabelecesse metas para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios, reportando-as para o Senado e o Congresso Federal. Mudanças inesperadas na economia que levassem o governo a revisar suas políticas, afetando, conseqüentemente, o caminho a ser cumprido para atingir a meta, deveriam resultar na revisão dos limites do endividamento previamente estabelecido.

Os gastos de estados e municípios passariam agora, também, a ser controlados, condicionando-os à capacidade de arrecadação de tributos desses entes políticos. Tal medida foi justificada pelo costume, na política brasileira, de gestores promoverem obras de grande porte no final de seus mandatos, deixando a conta para seus sucessores. Uma vez que o endividamento de uma destas esferas ultrapassar o limite previamente determinado ao final de um quadrimestre, esta deverá tomar medidas fiscais que

possibilitem o retorno para a meta estabelecida, através de consecutivos superávits primários. À medida que o endividamento continuar excessivo, este ente será impedido de conceder crédito. (Silva, 2009; Giambiagi, 2008)

Casa (2008) afirma que a adoção de um regime que incorporava câmbio flutuante e metas de inflação em 1999, assim como da Lei de Responsabilidade Fiscal e da renegociação das dívidas estaduais, representaram importantes progressos nos fundamentos da economia brasileira, estando diretamente ligados a redução do risco associado a dívida pública nacional. Ainda para este autor, essa melhoria levou, conseqüentemente, a elevação da qualidade do crédito público, sendo este um fator decisivo para a redução dos custos de financiamento das contas públicas através da redução dos “spreads” pagos pela aquisição de empréstimos.

Deve-se destacar também o progresso obtido pela LRF quanto à transparência das contas públicas. Esta determinou a divulgação ampla em veículos de comunicação, de relatórios³² contendo dados relativos às receitas e despesas do governo. Assim, o acesso a esse tipo de informação, permitiu a sociedade verificar o destino dado aos recursos públicos, o que teve um impacto positivo perante os investidores.

O ano de 2001 é marcado pela adoção de outra medida positiva na administração da dívida pública brasileira: o Plano Anual de Financiamento (PAF). Este consiste de uma publicação feita pelo Tesouro Nacional, com a programação detalhada das ações desta instituição ao longo do ano, explicitando suas metas, diretrizes, e estratégias. Junto ao PAF foi lançado o Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD), um documento³³ complementar ao PAF, que tem seu foco na análise do gerenciamento da dívida no ano anterior ao de seu lançamento, ressaltando aspectos como os avanços obtidos na composição da dívida, seu prazo e riscos. Desta maneira, ampliou-se ainda mais a transparência da gestão da dívida junto ao mercado. (Silva, 2009; Giambiagi, 2008)

A divulgação de documentos desta natureza foi essencial para que ocorresse o crescimento da credibilidade do governo junto a sociedade. As incertezas dos investidores foram progressivamente se reduzindo com o crescimento desta relação de

³² Um exemplo destes relatórios seria o elaborado pela Lei de Diretrizes Orçamentárias.

³³ Outros instrumentos foram criados para ampliar a transparência além destes dois. São eles: Relatório Mensal da Dívida Pública, Cronograma Mensal de Emissões, Informes da Dívida.

confiança, abrindo uma janela para que fossem reduzidas a volatilidade do mercado e o prêmio de risco cobrado pelos agentes para a aquisição dos títulos públicos.

Por fim, cabe destacar a aprovação do decreto nº 4643, em 24 de março de 2003, que tornava o Tesouro Nacional a área do ministério da fazenda oficialmente responsável pela administração da dívida pública interna e externa (a cargo do ministério ficaria “administrar as dívidas públicas mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade direta e indireta do Tesouro Nacional”). (Silva, 2009; Giambiagi, 2008)

3.3. Mudanças na composição da DPFI entre os anos 1999-2003

Durante os anos de 1999 e 2000, foi promovido um esforço por parte do governo, na melhoria do perfil da dívida pública. Passou-se a procurar elevar a parcela de títulos pré-fixados em sua composição, dando menor relevância, assim, para os indexados a taxa Selic e ao câmbio. A participação dos papéis atrelados a variações do IGP-M (NTN-C's) cresceram também neste período, e isto se deve a dois principais fatores.

Primeiramente, constatou-se o aumento da demanda de fundos de pensão por títulos de dívida. Estes, por exercerem uma gestão com foco no longo prazo, adquiriram em maior volume, ativos atrelados à variação dos índices de preço, o que garantiria maior segurança quanto à preservação do valor real dos investimentos. Já a segunda razão está relacionada com a busca do governo em alongar o prazo da dívida. Isto se mostrou viável através da utilização de títulos com esta característica de indexação, que podiam ter prazos maiores de maturação e ainda assim a serem bem aceitos pelo público, contribuindo para a expansão de sua oferta. (ver tabela 3.3)

Ao final do ano 2000, a crise na Argentina e no Oriente Médio causou uma mudança no cenário macroeconômico, que vinha se estabilizando desde 1998. Nesse contexto, novamente cresceu a demanda dos investidores por títulos indexados ao câmbio como forma de se proteger das oscilações não previstas nesta variável, levando o Banco Central e o Tesouro a emitirem, respectivamente, NBC-Es e NTN-Ds. (Nechio, 2004; Silva, 2009; Casa, 2008)

A instabilidade foi aumentada no final do ano seguinte (2001) devido ao agravamento da crise na Argentina e aos atentados terroristas nos EUA em 11 de setembro. Neste momento, o câmbio brasileiro apresentou uma forte tendência de desvalorização, o que fez crescer ainda mais a demanda por títulos cambiais como forma de operação de “hedge”. O governo novamente entrou ofertando estes títulos, através da atuação do Banco Central e do Tesouro Nacional em volumosos leilões, numa tentativa de estabilizar as oscilações da cotação da moeda. Em outubro deste ano, a participação dos títulos cambiais na dívida pública federal chegou a alcançar o valor de 33,8%, seu auge no período analisado, caindo gradualmente a partir deste mês (ver quadro 3.3). Cabe destacar a queda da maturidade da dívida sofrida em função da maior atuação destes papéis, ofertados com vencimentos relativamente curtos. (ver tabela 3.3)

Nos últimos meses deste ano, pode-se constatar que a parcela pré-fixada, neste período de crescente incerteza, foi significativamente reduzida em função da queda na demanda por títulos que não tinham seu valor corrigido. Já no que diz respeito aos ativos atrelados a taxa Selic, verificou-se a estabilidade em sua participação nos momentos de crise e crescimento em sua procura após setembro de 2001. (Nechio, 2004; Silva, 2009; Casa, 2008)

Em 2002, com a melhora do quadro externo, o governo volta a tomar medidas para alongar a maturidade da DPF. Perseguindo este objetivo, o Banco Central passou a atuar no mercado promovendo a substituição das NBC-Es, de prazo mais curto, por NTN-D's, títulos com as mesmas características e prazos mais longos. Foram feitas intervenções também com relação aos títulos indexados a TR (NTN-O's), em que se buscou trocá-los por NTN-B's, que tinham seu valor corrigido pelo IPCA. A relativa estabilidade em que se encontrava a economia neste momento permitiu que se voltasse a ofertar ativos pré-fixados, o que foi feito através da intensificação da emissão de LTN's. Deve-se ressaltar que parte dessas alterações foi feita para evitar o vencimento de títulos que ocorreria neste ano, já que nele seriam realizadas eleições e a saída de recursos, provocada pelo pagamento das obrigações do governo, teria um impacto negativo sobre as contas públicas, afetando a opinião popular. (Nechio, 2004; Silva, 2009; Casa, 2008)

O crescimento da possibilidade de eleição do candidato de oposição ao governo, que vigorava naquele momento, levou a expansão da incerteza dos agentes quanto aos possíveis caminhos a serem trilhados na gestão da dívida pública, o que foi

caracterizado como “risco político” (ver quadro 3.3). Isto, juntamente com a piora do quadro externo, causada pelo abandono do regime cambial argentino e pelo mau momento vivido pela economia americana, tornou imprevisível a postura do governo. Buscando diminuir a volatilidade do câmbio, passou-se então a interferir diretamente no mercado de títulos.

Tabela 6 - Efeitos das diferentes conjunturas sobre a dívida pública no início dos anos 2000

| ANO | CONJUNTURA | EFEITO SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA |
|------|---|---|
| 2001 | Crise na Argentina; Atentados terroristas nos EUA; | <ul style="list-style-type: none"> • Elevação da participação de ativos indexados ao câmbio na dívida pública brasileira • Redução da Maturidade média da dívida |
| 2002 | Elevação do risco político associado a eleição de "LULA"; | <ul style="list-style-type: none"> • Elevação da participação de ativos indexados a Selic e a inflação na dívida pública brasileira • Redução na maturidade média da dívida • Redução da oferta de títulos pré-fixados e encurtamento de seus prazos |
| 2003 | Estabilização do quadro externo; Redução do risco político associado ao novo presidente; | <ul style="list-style-type: none"> • Volta da colocação de títulos pré-fixados • Elevação do prazo dos títulos ofertados • Redução da parcela indexada ao câmbio da dívida pública |

Fonte: Elaboração própria.

Impedido de emitir títulos pela Lei de Responsabilidade Fiscal aprovada em 2000, o Banco Central passou a realizar venda de swaps cambiais³⁴ casadas a ofertas primárias de LFT's. Meses após o anúncio desta medida, tendo em vista que a demanda por proteção cambial era muito superior a do título, extinguiu-se a necessidade da aquisição conjunta dos dois ativos, sendo possível comprar o último separadamente.

A oferta de swaps cambiais pelo Banco Central mostrava que o governo estaria empenhado em evitar qualquer tipo de movimento brusco da taxa de câmbio, o que teve um impacto positivo junto à percepção do mercado. Assim seria possível se reduzir o

³⁴ Um swap nada mais é do que a troca de risco entre duas partes. Na definição mais formal, *swap* consiste em um acordo para duas partes trocarem o risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora), em uma data futura, conforme critérios pré-estabelecidos.

prêmio pago aos investidores pela aquisição de títulos públicos, já que mesmo diante de um cenário incerto, poder-se-ia proteger os investimentos através da utilização do swap cambial. A autoridade assumiria o risco de uma possível desvalorização repentina e, em troca, seriam controlados os excessivos gastos com o serviço da dívida pública.

Ainda para lidar com a adversidade do momento, para voltar a atrair a demanda por títulos, foi adotada pelo Banco Central uma política de compra de LFT's de longo prazo e venda deste mesmo título com prazos menores. Quanto aos pré-fixados, ofertou-se cada vez menos papéis, tendo estes prazos cada vez mais curtos. (Nechio, 2004; Silva, 2009)

No final de 2002, as incertezas quanto as ações do novo governo e a volta da aceleração da inflação, estimularam os investidores a adquirirem NTN-B's, título corrigido pela variação do IPCA. Esta tendência se perpetuou para o ano seguinte, sendo atendida pelo governo, no início de 2003.

A percepção do mercado de que o novo presidente respeitaria os contratos previamente firmados e não tomaria ações que mudassem radicalmente a política econômica adotada até então, viabilizou a retomada de medidas que melhorassem o perfil da dívida pública. A partir de fevereiro de 2003, o governo voltou a lançar LTN's para o mercado. Expandiu-se também a colocação de LFT's e de NTN-C's (ver quadro 3.3). Os papéis indexados ao dólar voltaram a ser aceitos pelos investidores e o governo foi capaz de rolar a parcela da dívida indexada ao câmbio através da utilização de swap's cambiais. Esta tendência não foi vista ao final do ano anterior, quando os agentes se mostraram intolerantes em permanecer com este tipo de ativo. (Nechio, 2004; Silva, 2009; Casa, 2008)

Com a volta da demanda por títulos públicos, foi realizado um esforço para alongar a maturidade da dívida. As autoridades passaram a realizar através de leilões, a troca sistemática de títulos com prazos menores por outros indexados e com maior maturidade. As ofertas primárias agora também foram feitas utilizando-se papéis mais longos, e por estes fatores, no ano de 2003, verificou-se um aumento da maturidade da dívida como um todo.

A composição do passivo do governo também foi modificada ao longo deste ano, com o visível crescimento da utilização de instrumentos pré-fixados e queda dos

ativos indexados ao câmbio. Em maio de 2003, o governo anunciou que não teria interesse em rolar parte da parcela da dívida atrelada a esta variável, representando essa postura, um avanço significativo na redução do risco cambial. Isto foi facilitado pelo mau momento em que se encontrava a demanda por esses títulos, em queda em razão da desvalorização da moeda americana.

A partir de então, vigorou uma política explícita de redução da parcela cambial da dívida pública, apoiada por uma significativa melhora nos fundamentos da economia nacional. Logo se sentiram os resultados destas ações e rapidamente os títulos cambiais deram lugar aos indexados aos índices de preço e aos pré-fixados. Em dezembro de 2003, foi realizado um feito histórico com o lançamento do título de maior longevidade da história do Brasil até então, a Nota do Tesouro Nacional- série F com 4 anos de prazo. (Nechio, 2004; Silva, 2009; Casa, 2008)

Tabela 7 - Volume e maturidade da dívida pública no início dos anos 2000

| Ano | Razão Dívida/PIB | Crescimento Real da Dívida pública | Parcela da dívida em poder do público | Parcela da dívida em poder do Banco Central | Prazo médio em meses da dívida total |
|------|------------------|------------------------------------|---------------------------------------|---|--------------------------------------|
| 2000 | 45,9 | 6,4 | 83,1 | 16,9 | 12,7 |
| 2001 | 50,2 | 16,8 | 78,1 | 21,9 | 22,9 |
| 2002 | 50,5 | 5,6 | 73,2 | 26,8 | 22,8 |
| 2003 | 47,1 | -5,8 | 69,4 | 30,6 | 22,7 |

Fonte: Nota para Imprensa - Política Fiscal, Banco Central do Brasil (vários meses).

Pode-se concluir que a busca pelo controle da inflação, acompanhada por uma política fiscal firme, permitiram a obtenção de expressivas melhoras na gestão da dívida pública. A economia nacional se mostrou cada vez mais estável e foi criada uma relação de credibilidade dos investidores junto ao governo. Os resultados das medidas tomadas no início da década ficam claros quando se observa a queda do risco cambial e a elevação da parcela pré-fixada da dívida, ocorridos ao longo do ano de 2003.

3.4. Melhoras no perfil da dívida pública entre 2003 e 2008

As medidas tomadas nos anos que antecederam 2003, como a LRF, contribuíram para que se alcançasse maior credibilidade na estabilidade da economia nacional. Neste novo cenário, melhorou, progressivamente, a percepção dos agentes quanto às incertezas a serem enfrentadas no futuro. Aproveitando-se disto, o governo empreendeu medidas que possibilitaram melhorar o perfil da dívida pública, o que levou ao ganho de vantagens como: a redução da exposição excessiva do governo a dívidas denominadas em moeda estrangeira e a variações taxa de juros, o fortalecimento da transmissão e da implementação de política monetária, a redução do serviço da dívida no curto e médio prazo, etc. (Silva, 2009)

A composição da DPFI está diretamente ligada ao seu desenvolvimento neste período. O percentual de títulos indexados a Selic ao final de 2002 atingiu o valor de 60,8%, quantia muito mais relevante do que os 2,2% que representavam a parte correspondente aos títulos pré-fixados. Nesse ponto, passou-se a tomar medidas que contribuíssem para a evolução do mercado de títulos nacional. Dentre elas, cabe destacar a alteração feita com relação a data de vencimento dos títulos, em que reduziu-se o número de vencimentos aumentando, porém, o volume emitido para cada data. Esta atitude teve grande impacto junto ao risco de refinanciamento da DPFI, podendo o governo recorrer ao mercado com uma frequência menor. (ver tabela 3.2)

A melhora das relações com os investidores foi alcançada através da realização periódica de leilões de recompra/venda de títulos públicos. O Tesouro Nacional passou a atuar ativamente e os agentes puderam se desfazer de suas posições compradas em títulos com maior facilidade, garantindo desta maneira a liquidez destes ativos no mercado. Esse ano (2003), ainda tem especial valor no que diz respeito a criação de instrumentos de endividamento pelo governo. Nele foi criada a NTN-B – atrelada ao IPCA, e foram emitidas, pela primeira vez, NTN-F's com prazos mais longos, expandindo a maturidade da dívida, o que já era prática comum nos países em que o mercado de capitais já era desenvolvido. (Silva, 2009)

Um progresso importante na redução da vulnerabilidade brasileira a oscilações no cenário externo foi obtido a partir de 2004, quando o governo passou a antecipar a quitação de débitos externos, acumular reservas internacionais e mudar o perfil de

indexação da dívida interna. Desde setembro de 2006, a dívida externa líquida brasileira tem se tornado negativa, o que mostra que a relação credor/devedor foi invertida. Da mesma forma, em 2002, os títulos cambiais chegaram a representar 33,5% do passivo total brasileiro, caindo para 9,7% esse valor em 2008 (ver tabela 3.4). Assim, diferentemente de em outros momentos, o endividamento externo tem constrangido cada vez menos, a política de gestão da dívida pública, não sendo mais uma barreira tão grande para a promoção do crescimento. (Gentil, 2012; Silva 2009)

Com o objetivo de aumentar ainda mais a parcela pré-fixada da dívida pública, em 2006 foi instituída uma nova legislação que isentava investidores estrangeiros do pagamento de imposto de renda sobre ganhos auferidos no mercado de títulos brasileiro. Tal ação foi tomada com base no conhecimento do perfil de investimento destes agentes, que tinham seu foco no longo prazo. O estímulo fez com que crescesse a entrada de capitais externos, aplicados estes em títulos com maior prazo, principalmente NTN-B's e NTN-F's. Em 2007, a elevação na demanda causada por estes investidores permitiu que se alcançasse mais um feito inédito na história da dívida brasileira, a colocação de um papel pré-fixado (NTN-F 2017) com dez anos de prazo.

O acirramento da crise de 2008 fez com que se perdessem alguns dos ganhos obtidos na composição da dívida pública nos anos anteriores. Mais uma vez diante de crescente instabilidade, os investidores optaram por atrelar seus investimentos a taxa de juros, tendo aumentado consideravelmente a parcela de LFT's na composição da dívida. Por outro lado, o risco de refinanciamento entrou em queda nesse período, com a colocação de títulos de maturação mais longa. (ver tabela 3.4)

Tabela 8 - Composição da dívida pública entre os anos 2003-2008

| Indicadores: | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------|--------|--------|------|--------|------|
| Estoque da DPF em mercado (R\$ Bilhões) | 965,8 | 1013,9 | 1157,1 | 1237 | 1333,8 | 1397 |
| Prazo médio da DPF* | 3,3 | 2,9 | 2,8 | 3 | 3,3 | 3,5 |
| Participação no estoque da DPF (%) | | | | | | |
| Pré-fixado | 9,5 | 16,1 | 23,6 | 31,9 | 35,1 | 29,9 |
| Índice de preços | 10,3 | 11,9 | 13,1 | 19,9 | 24,1 | 26,6 |
| Selic | 46,5 | 45,7 | 43,9 | 33,4 | 30,7 | 32,4 |
| Câmbio | 32,4 | 24,2 | 17,6 | 12,7 | 8,2 | 9,7 |
| TR e outros | 1,4 | 2,2 | 1,8 | 2 | 1,9 | 1,4 |

* Em anos

Fonte: Casa, 2008.

A tabela acima ilustra as alterações sofridas pela DPF no período que vai de 2003-2008. Nela, observam-se claramente os ganhos obtidos tanto na composição quanto no prazo médio do endividamento público através das medidas adotadas nestes anos.

(Silva, 2009)

Conclusão

O objetivo deste trabalho foi analisar a relação existente entre a evolução da dívida pública brasileira e os eventos macroeconômicos enfrentados pelo Brasil entre os anos de 1964 e 2008. Conclui-se, a partir da observação dos fatos históricos ocorridos, que o governo buscou constantemente adaptar as características do endividamento público as exigências dos investidores de acordo com a conjuntura econômica na qual se encontrava o país. Em diversos episódios foram criados novos instrumentos e se alteraram os prazos dos ativos emitidos pelo governo, estimulando a sociedade a financiar as contas públicas. A partir da metade da década de 1990, teve início um movimento a favor da melhoria do perfil da dívida pública brasileira, tornando-a menos onerosa, aumentando sua previsibilidade e reduzindo os riscos associados a ela. Essa tendência foi intensificada e perseguida com mais intensidade após 1999, quando a melhora dos fundamentos da economia, permitiram ao governo, agir mais ativamente em pró deste propósito.

A análise feita permitiu constatar que em diversos momentos a composição da dívida pública brasileira se mostrou prejudicial à estabilidade das contas nacionais. O mecanismo de correção monetária, introduzido ainda nos anos 1960, acabou se tornando, posteriormente, uma das principais causas dos elevados gastos com o serviço da dívida. Da mesma maneira, os empréstimos obtidos junto a credores internacionais para financiar as reformas realizadas nessa década, tornaram-se excessivamente onerosos quando o cenário externo passou por crises. A dívida pública, vista até então como a solução para o problema de financiamento do governo, passou, assim, a representar um sério problema para o orçamento brasileiro, contribuindo para a deterioração deste através de seu alto custo. Sua expansão se deu de forma contínua, e isso deve ser atribuído em boa parte, a tomada de novos recursos para quitar obrigações antigas.

Na década de 1990 se intensificou o propósito de melhorar o perfil da dívida pública brasileira. Aproveitando-se da estabilização trazida pelo Plano Real, foi empreendido um esforço por parte do governo para melhorar a composição e elevar a maturidade de seu passivo. Os avanços obtidos, porém, foram revertidos ao longo

desses anos em função do mau momento vivido pela economia internacional, tornando evidente a influência desta economia brasileira.

No final dos anos 1990, passou-se novamente a tomar medidas buscando alcançar a melhoria do perfil do endividamento público. Desta vez, porém, a fragilidade da economia brasileira seria reduzida através de uma série de reformas institucionais e políticas adotadas no final desta década. Assim, teve início o processo que dura até os dias atuais de progressiva evolução da dívida pública brasileira. A experiência resultante do conturbado passado enfrentado pela economia brasileira contribuiu para que o país conseguisse, hoje, estar em uma situação muito menos vulnerável do que se encontrava ao longo do século passado.

Referências bibliográficas:

ANBIMA, Séries Temporais – dívida pública, diversos anos.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Manual de Finanças Públicas. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?MANFINPUB>

BACEN. Boletim do Banco Central (vários números, 1995-2004).

CASA, C.A. Política Fiscal e Dívida Pública. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2008.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, Daniela Magalhães. Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90. Disponível em: www.desempregozero.org.br, 2006.

FGV. Conjuntura econômica (vários números, 1995-2004).

GARCIA, M. A.; SADER, E. Brasil – Entre o passado e o futuro. Rio de Janeiro: Perseu Abramo, 2008.

GENTIL, D.; ARAÚJO, V. Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça?. Brasília: IPEA, 2012.

GIAMBIAGI, F.; BARROS DE CASTRO, L.; VILLELA, A.; HERMANN, J. Economia Brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011.

IBGE. Contas nacionais (1994–2004).

NECHIO, F. A importância da dívida cambial no endividamento brasileiro. Rio de Janeiro, PUC-Rio, Dissertação de Mestrado, 2004.

REZENDE, R. Uma análise das políticas macroeconômicas do governo FHC, governo LULA. Monografia – UFSC, Florianópolis, 2009.

SILVA, A.; CARVALHO, L.; MEDEIROS, O. Dívida Pública: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. .

SCHAWARZBACH, E. Dívida Pública Interna: Uma análise crítica do seu comportamento no Brasil, após o Plano Real. Monografia – UFRGS, Porto Alegre, 2008.