

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NO PLANO REAL

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia

Por Arlei Luiz Fachinello

Orientador: Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras – chaves:

1. Dívida Interna
2. Taxa de Câmbio
3. Controle Monetário

Florianópolis, novembro de 1997.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota9,0 (Nov)..... ao aluno Arlei Luiz Fachinello na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Roberto Meurer

Prof. Roberto Meurer

Presidente

Silvio Cário

Prof. Silvio Cário

Membro

João Rogério Sanson

Prof. João Rogério Sanson

Membro

Agradecimentos...

Do inglês ao português, do micro ao macro, do errado ao certo, meus sinceros agradecimentos a Roberto Meurer pela interessante orientação dada a este trabalho, e a Jean Luc S. Rosinger pelas oportunidades motivadoras com as quais pude contar. A Sandra A. Reis e Elemar Fachinello Nichele pela colocaboração no desenvolvimento deste trabalho.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	v
LISTA DE TABELAS.....	v
RESUMO	vi
CAPÍTULO I: O PROBLEMA	1
1.1. Introdução.....	1
1.2. Formulação.....	2
1.3. Objetivos.....	3
1.3.1. <i>Objetivo Geral:</i>	3
1.3.2. <i>Objetivos Específicos:</i>	3
1.4. Metodologia.....	4
CAPÍTULO II: REVISÃO DA LITERATURA.....	5
2.1. O Financiamento do Setor público	5
2.2. O Controle sobre o Câmbio	8
2.3. Dívida gerando Dívida.....	12
CAPÍTULO III: ENDIVIDAMENTO PÚBLICO - UM PROCESSO HISTÓRICO.	15
CAPÍTULO IV: PLANO REAL E A DÍVIDA PÚBLICA	23
4.1. Em Resumo.....	36
CAPÍTULO V: CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES.....	40
5.1. Conclusão.....	40
5.2. Recomendações.....	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	42
ANEXOS	45
Anexo I - Características dos Títulos Público Federais.....	45
Anexo II - Dívida Mobiliária Interna Pública Federal.....	56

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Balança de Capitais e Reservas Internacionais.....	21
Figura 2: Déficit Operacional do Setor Público.....	24
Figura 3: Dívida Mobiliária Interna Estadual e Municipal.....	25
Figura 4: Balança Comercial.....	27
Figura 5: Reservas Internacionais, Balança de Capitais e Serviços.....	28
Figura 6: Taxas de Juros Reais.....	29
Figura 7: Dívida Mobiliária Interna Federal.....	30
Figura 8: Inflação e Taxa de Câmbio Real.....	34
Figura 9: Dívida Mobiliária Interna Federal em Mercado.....	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Dívida Mobiliária Interna do Setor Público (1980 – 1989).....	18
Tabela 2: Prazo Médio dos Títulos Federais em Circulação (1980 – 1989).....	18
Tabela 3: Dívida Mobiliária Interna do Setor Público (1989–1993).....	20
Tabela 4: Participação Percentual de Títulos em Poder do Público.....	30
Tabela 5: Prazo Médio dos Títulos Públicos Federais em Mercado.....	35

RESUMO

Em dezembro de 1993, deu-se início ao Plano Real, com o objetivo de dotar o país de uma moeda forte e de poder aquisitivo estável. Para isso, utilizou-se de um indexador geral da economia, a Unidade Real de Valor – URV, do controle cambial e monetário como ferramentas essenciais no disciplinamento dos preços. Utilizando-se principalmente dessas duas últimas ferramentas para controlar a inflação no país, o governo conseguiu manter os índices de inflação abaixo dos 3,5% depois da entrada da nova moeda, o Real.

Nos três anos do Plano Real, houve um abrupto crescimento da dívida mobiliária interna em poder do público. Em títulos federais esse aumento representou 17,6% do Produto Interno Bruto. Dos 5,1% do PIB em dezembro de 1993, a dívida atingiu 22,7% em dezembro de 1996.

A principal razão deste crescimento foi a necessidade do Banco Central de emitir títulos de sua responsabilidade para retirar do mercado o excesso de liquidez gerado pelo acúmulo de reservas.

O Brasil já vinha recebendo um elevado fluxo de capitais desde 1992. A elevada taxa de juros interna em relação as taxas internacionais, juntamente com o ambiente de privatizações que se criou após o início do plano, manteve a atratividade do país aos capitais estrangeiros.

Após março de 1995, com a adoção do Sistema de Bandas Cambiais, a emissão de títulos com o objetivo de política monetária intensificou-se. Com o fim do período de remonetização da economia, iniciado após a implantação do Real e taxas de inflação baixas, o financiamento via imposto inflacionário restringiu-se. O acúmulo de reservas internacionais resultou num abrupto crescimento do endividamento mobiliário interno do Banco Central.

Outro importante peso sobre o crescimento do endividamento após o início do Plano Real, foram os custos financeiros da dívida interna constituída. As taxas de juros elevadas sobre ela dificultaram o ajuste nas contas públicas e conseqüentemente levaram a captação de recursos em mercado através da colocação de títulos.

CAPÍTULO I: O PROBLEMA

1.1. Introdução

O Brasil, como um país que convive com a inflação, durante muitos anos procurou uma “fórmula” para acabar com uma das principais fontes de instabilidade econômica, a inflação. A tendência altista dos níveis inflacionários levou vários governos brasileiros a direcionar a política econômica à busca do controle inflacionário.

Na década de 80, várias tentativas foram elaboradas. Pacotes econômicos bem estruturados, mas insuficientes, foram colocados em prática. O resultado final dessas tentativas foi a aceleração dos índices inflacionários no país.

No final do ano de 1993, uma nova tentativa bem elaborada e estruturada apareceu no cenário político-econômico. Em dezembro de 1993, o então ministro da fazenda, Fernando Henrique Cardoso, anunciou oficialmente o início de um programa para controlar a crescente e instável inflação brasileira, a qual em novembro do mesmo ano atingia 35,8% (IPC-FIPE).

Conhecido essencialmente como um programa anti-inflacionário, o Plano Real trouxe de volta as idéias deixadas de lado em meados dos anos 80, quando influenciadas pelas experiências vizinhas - Plano Austral de 1985 na Argentina, as idéias heterodoxas tomaram espaço no cenário político-econômico brasileiro, resultando, em 1986, no Plano Cruzado. Amadurecidas e fortalecidas durante a década de 80 e 90, as idéias hetero-ortodoxas (ARIDA, 1986) constituem a base de uma nova tentativa de controle da inflação. Novamente as experiências vizinhas - México (1988), Argentina (1991) - foram fundamentais para a aceitação desta nova proposta.

Para controlar a inflação, o plano tem como “pilares” o controle sobre a taxa de câmbio¹ nominal e o disciplinamento monetário. Utilizando esses dois instrumentos, o governo conseguiu manter os índices inflacionários abaixo de 3,5% a.m. após agosto de 1994. Depois de passados três anos do início do Plano Real, em dezembro de 1996, a inflação já apresentava um índice de 0,17% (IPC-FIPE) ao mês.

¹ Taxa de câmbio mede o valor da moeda estrangeira em moeda nacional.

As políticas adotadas durante o plano geraram um processo de rápido crescimento no endividamento interno do setor público. Para se ter uma idéia do crescimento do endividamento público, a dívida interna líquida saltou de R\$ 105,5 bilhões, ou 21,7% do Produto Interno Bruto - PIB em julho de 1994, para R\$ 237 bilhões, ou 30,4% do PIB em dezembro de 1996.

ROSA (1996) cita em seu artigo "*Divida de R\$ 213,6 bi ameaça real*", que os R\$ 213,6 bilhões de dívida pública registrada no Banco Central alcançados no primeiro trimestre de 1996, poderão ameaçar os resultados conseguidos até então pelo Plano Real.

O fato de a dívida pública tornar-se um problema ameaçador à estabilidade econômica, torna necessário o levantamento das causas e responsabilidades por seu rápido crescimento, buscando evitar que a continuação desse processo leve concretamente à volta da inflação alta no país.

1.2. Formulação

O controle sobre o câmbio permite lutar eficazmente contra a inflação. De um lado, os preços dos bens transacionáveis no mercado internacional são, de certa forma, fixados em reais, e os produtores domésticos destes bens estão agora submetidos à disciplina da concorrência internacional. Do outro, a inflação doméstica leva à valorização da taxa de câmbio real, e portanto, à substituição da demanda de bens domésticos por bens importados. O controle sobre a base monetária busca evitar o excesso de liquidez na economia, o que poderia gerar novos focos inflacionários.

O país ao manter uma taxa de juros elevada acima das taxas internacionais, tende a atrair capitais externos que ao excederem a demanda por divisas externas no país, criam pressão sobre o câmbio. Para evitar que a taxa de câmbio nominal varie além dos objetivos da política econômica, o governo intervém no mercado demandando divisas. Ao adquirir divisas no mercado, o Banco Central aumenta suas reservas em moedas estrangeiras, e coloca o correspondente em moeda local. Um volume elevado de entrada de capitais externos pode provocar um excesso de liquidez no mercado. Para manter a consistência do plano, é necessária a esterilização da expansão monetária potencial através da emissão de títulos públicos, evitando assim que a inflação retorne a crescer.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo Geral:

- ◆ Examinar as causas e responsabilidades do endividamento mobiliário interno do setor público nos três primeiros anos do Plano Real.

1.3.2. Objetivos Específicos:

- ◆ Descrever o Plano Real sob a ótica do endividamento público, verificando como a “lógica” do plano (controle do câmbio e restrição monetária) consiste em aumento no endividamento interno do setor público.
- ◆ Analisar o período pré e pós Plano Real, para tentar esclarecer como as políticas adotadas no programa do governo influenciaram na trajetória do processo de endividamento mobiliário interno público.
- ◆ Detalhar os componentes que influenciaram no crescimento da dívida pública, e como estes comportaram-se no período de janeiro de 1994 a dezembro de 1996.

1.4. Metodologia

O estudo realizado no presente trabalho, baseou-se na literatura existente juntamente com uma análise gráfica dos dados do período estudado.

Para a criação dos gráficos a serem analisados, os dados obtidos junto às publicações do Banco Central foram tratados de forma a permitir maior homogeneização das informações. Todos os números sobre a economia brasileira foram deflacionados utilizando-se o índice de preços IGP-DI com base em julho de 1994. Para o cálculo da taxa de câmbio real, do deflacionamento das reservas internacionais e demais informações do balanço de pagamentos apresentados neste trabalho, foi utilizado o índice de preços ao consumidor – IPC dos EUA.

Os dados utilizados são mensais, com exceção dos publicados trimestralmente, como é o caso da balança de capitais. No eixo (X) dos gráficos apresentados no decorrer da exposição do trabalho indica o período dos intervalos.

O trabalho está dividido em três grandes fases: a primeira descreve uma revisão teórica sobre o processo de endividamento mobiliário do setor público. Nela, foram descritas três meios pelos quais a dívida mobiliária interna do setor público pode surgir e crescer. Na segunda fase, foram relatados alguns acontecimentos que envolveram a formação da dívida mobiliária interna do setor público antes do Plano Real. Na terceira fase, foram descritos e analisados os mecanismos que levaram ao rápido crescimento da dívida mobiliária interna do setor público.

Por fim, no Capítulo V são apresentados os principais resultados obtidos com o trabalho de investigação realizado.

CAPÍTULO II: REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo foi dividido em três tópicos para melhor exposição do processo de endividamento mobiliário interno do setor público. No primeiro (O financiamento do Setor Público), é exposto o tradicional meio pelo qual o governo se utiliza para financiar seus gastos além das receitas, criando a dívida do setor público. No segundo tópico (O Controle sobre o Câmbio), o texto procura esclarecer porque o controle cambial é utilizado como uma ferramenta essencial para o controle inflacionário, e como ele pode influenciar no crescimento da dívida pública. O terceiro tópico (Dívida gerando Dívida) descreve como, uma vez criada a dívida, esta pode se reproduzir.

2.1. O Financiamento do Setor público

Numa sociedade complexa, com alto grau de divisão do trabalho, o ato econômico primitivo, autônomo, é gastar. Este ato de gastar gera a produção, portanto a renda. Por sua vez, a renda será fonte dos recursos que irão financiar os gastos realizados. Neste sentido, nunca temos “insuficiência” de poupança. Todavia, isso não significa que a vontade de gastar basta para garantir o crescimento da economia. Primeiro, podem faltar recursos humanos e materiais para a produção. Segundo, como não há razão para que o autor do gasto se confunda com o futuro poupador, os recursos poupados deverão ser transferidos aos agentes deficitários, o que acarreta pagamentos de juros.

Em geral, o governo tem como órgão representante o Tesouro Nacional, o qual é responsável pelo gerenciamento de suas contas. Recebe as receitas de tributos e faz pagamentos das despesas do governo. Quando as despesas correntes são superiores às receitas correntes obtidas com a arrecadação de impostos, o governo estará incorrendo em déficits orçamentários. Nessa situação, o Tesouro Nacional terá que pedir emprestados os recursos gastos além das receitas.

O Tesouro Nacional tem em seu horizonte duas alternativas para obter recursos que financiarão os gastos excedentes do governo. Uma é na forma de empréstimo direto do Banco Central, o qual é chamado de financiamento pela moeda. Neste caso, o Banco Central compra parte da dívida do Tesouro. Como o Banco Central não tem caixa próprio, ele emite moeda, financiando os gastos excedentes do governo. A outra forma é o empréstimo direto do público (pessoas, firmas, bancos comerciais e instituições financeiras no país), o qual se dispõe a emprestar ao Tesouro Nacional tal quantia de moeda em troca de títulos públicos².

No financiamento pela emissão de títulos, o governo se compromete a resgatá-los numa data pré-fixada. Os recursos arrecadados poderão ser gastos pelo Tesouro da mesma forma que suas receitas. Uma outra forma de financiar o déficit ou reduzir a dívida pública, é vendendo ativos, mas isso é temporário.

Quando houver superávites nas contas do Tesouro, ou seja, as despesas correntes foram menores que as receitas correntes, o governo pode reduzir a dívida existente comprando títulos do mercado. Em alguns países, por exemplo os EUA, o Banco Central não é diretamente ligado ao Tesouro Nacional, e este não compra diretamente a dívida, ele pode comprar títulos do público no mesmo momento em que o Tesouro vende os papéis ao público. Os títulos que o Tesouro Nacional vende ao público e ao Banco Central representam direitos sobre o governo por pagamentos de juros futuros.

Uma vez criada a dívida, surge outra necessidade, a de obter novos recursos para refinarçar a parte da dívida que está maturando. Quando o governo não tem fundos para a recompra, o Tesouro paga seus credores obtendo mais empréstimos (rolagem da dívida).

O déficit público divide-se em dois componentes: déficit primário mais pagamentos de juros. Significa que mesmo que o governo tenha superávit primário, ele poderá ter déficit total (déficit primário mais pagamentos de juros). Isso ocorre quando os juros sobre a dívida ultrapassam o superávit primário. Se houver um déficit primário no orçamento, então o déficit orçamentário total permanecerá crescendo quando a dívida crescer por causa do déficit, e os pagamentos de juros aumentam porque a dívida está crescendo.

²Documento em que o governo compromete-se a pagar certo valor, geralmente numa data prefixada.

Tentativas de financiar um dado déficit primário puramente através do financiamento pela criação de dívida, não podem ser viáveis a longo prazo em uma economia que não esteja crescendo. Se a economia não estiver em crescimento, ou seja, não está ocorrendo aumento nas receitas do governo - a maior parcela das receitas do governo vem dos impostos e estes correspondem a uma taxa relativamente fixa do total do Produto Interno Bruto - e o montante da dívida cresce a taxas superiores às receitas do Tesouro, isso levará à inviabilidade do pagamento no longo prazo. Para exemplificar, suponhamos uma economia que não esteja crescendo e o governo continua incorrendo em déficits orçamentários. Ele poderá financiar o déficit criando ou aumentando a dívida. Porém no próximo período ele terá que pagar juros sobre toda a dívida que existe no passado e também sobre a nova dívida criada pelo déficit do período anterior.

Segundo ROSSI (1986), a dinâmica da dívida interna pode ser representada pela equação $D_t = (1+i)D_{t-1} + C$. Onde "D" representa a dívida interna, "i" a taxa de juros a ser paga sobre a dívida, e "C" o superávit ou déficit primário. Então a dívida atual é resultado da dívida anterior mais os juros pagos sobre ela, mais o novo déficit ou superávit. Na sua dinâmica, a dívida interna apresenta um ciclo, desde seu surgimento até o seu pagamento, com três fases: Na primeira, o governo incorre em déficit primário. Então a dívida cresce mais rapidamente que o crescimento causado pelos juros (já que o déficit primário é adicionado às despesas como os juros da dívida na formação da última). Na segunda fase, a dívida continua a se expandir, embora com taxas inferiores à taxa de juros, pois o governo já incorre em um superávit primário, mas que não cobre o pagamento dos juros. Na terceira fase, o superávit primário é superior ao pagamento de juros e a dívida nominal decresce até ser totalmente paga.

Após ter discorrido como forma-se a dívida do governo representado pelo Tesouro Nacional, passa-se para a próxima seção, na qual está exposto como forma-se a dívida do Banco Central através da sua política monetária.

2.2. O Controle sobre o Câmbio

Os países em nível mundial na sua maioria não produzem todos os bens e serviços consumidos internamente. Se utilizam de relações econômicas com outros países, permitindo assim suprir as necessidades. Uma economia está ligada ao resto do mundo através de dois canais externos: o comércio (bens e serviços) e os financiamentos. Na ligação via comércio ocorrem exportações de bens e serviços para países estrangeiros permitindo que sejam importados bens e serviços necessários para o consumo interno. Países que engajam-se relativamente pouco com o comércio internacional são considerados países relativamente fechados. O canal comercial também permite a influência internacional sobre os preços na economia doméstica. Quanto mais aberta a economia ao comércio internacional, mais sensível torna-se a variações de preços internacionais. Variações nos preços internacionais podem alterar custos e preços internos e mesmo afetar a demanda agregada.

As relações internacionais na área de finanças, compreendem que famílias de um dado país podem deter ativos em outros países. Estas famílias ou investidores buscam os melhores retornos sobre seus ativos. Para isso eles relacionam os ganhos interno e externo, permitindo a avaliação do maior retorno. Estas operações tem efeito na determinação da renda, das taxas de câmbio e da habilidade da política monetária em afetar as taxas de juros.

Todas as operações realizadas entre países têm seus registros no balanço de pagamentos de cada país. Segundo DORNBUSCH & FISCHER (1991:204), o balanço de pagamentos é “o registro das transações dos residentes de um país com o resto do mundo”. O objetivo principal de manter estes registros é informar as autoridades governamentais sobre a posição internacional do país e ajudá-las a tomar decisões acerca de política monetária e fiscal (KINDLEBERGER, 1974:491).

O balanço de pagamentos está dividido em duas grandes contas: a conta corrente onde são registrados o comércio de bens e serviços, assim como os pagamentos de transferências, e a conta capital onde são registradas as compras e vendas de ativos.

Segundo KINDLEBERGER (1974:493), o balanço de pagamentos é escriturado segundo o padrão das partidas dobradas da contabilidade, onde cada transação internacional empreendida pelos residentes de um país resultará num lançamento credor ou devedor de igual dimensão. Ao final de cada ano, as contas corrente e de capital somadas

deverão ser iguais a zero. Quando isso não ocorrer, no caso de déficit, os agentes econômicos do país terão que desembolsar mais moeda estrangeira aos estrangeiros do que recebem. Nesse caso, esses recursos serão obtidos junto ao Banco Central (reservas oficiais em moeda estrangeira) pelos agentes econômicos de cada país. Se o balanço de pagamentos foi superavitário, os agentes estrangeiros deverão obter moeda nacional com os quais pagarão o excesso de seus gastos.

Para a obtenção de moeda estrangeira pelos demandadores, existem dois sistemas nos quais as operações serão realizadas. O primeiro é o sistema de taxa câmbio fixa, no qual os bancos centrais se comprometem a comprar e vender moedas estrangeiras a um preço fixo. Neste sistema, quaisquer déficits ou superávites na balança de pagamentos deverão ser financiados pelo Banco Central a uma taxa de câmbio oficial. Para permitir durabilidade ao sistema, este organismo governamental necessita manter um estoque de moeda estrangeira, que possa ser trocado por moeda doméstica. O controle sobre o câmbio no mercado, é feito através da compra e venda de moeda estrangeira. Se o país persistir em déficits no balanço de pagamentos terá suas reservas esgotadas e conseqüentemente será incapaz de continuar sua intervenção sobre o câmbio.

O segundo sistema refere-se à taxa de câmbio flexível, no qual os bancos centrais permitem que a taxa de câmbio se ajuste no mercado para equacionar a oferta e a demanda por moeda estrangeira, ou seja, a taxa é determinada livremente nos mercados. Neste caso, o balanço de pagamentos sempre zera, pois a taxa de câmbio se ajustará para tornar a soma das contas corrente e capital igual a zero.

O câmbio fixo e o variável possuem diferentes influências sobre os preços relativos dos bens importados e sobre o fluxo de capitais em cada país. Considerando nossos objetivos, veremos a seguir somente como o sistema de câmbio fixo pode influenciar o endividamento mobiliário interno do setor público.

Para relacionarmos diversas mercadorias produzidas em diferentes países através dos níveis de preços, é necessário obter a taxa de câmbio real, a qual mede o nível de competitividade dos produtos domésticos com relação aos estrangeiros. A fórmula, $R = \frac{ePf}{P}$ representa esta taxa, onde (e) é a taxa de câmbio nominal, (Pf) é o nível de preços do bem em outro país e (P) é o nível de preços doméstico. Em uma situação em que os preços interno e externo não variam, teremos uma taxa de câmbio real fixa, conseqüentemente a competitividade será constante (*ceteris paribus*). Em outra situação,

onde os preços internos variam – no caso aumentam -, teremos uma redução de (R), o qual representa a redução do nível de competitividade dos produtos do país com relação aos estrangeiros.

Quando estamos em uma economia relativamente aberta é necessário considerar os preços dos bens importados, pois parte da renda nacional consumida é utilizada em bens importados. Quando os preços dos bens domésticos aumentam, dada uma taxa de câmbio fixa, nossos bens tornam-se mais caros para os estrangeiros comprarem, e seus bens tornam-se relativamente mais baratos para os consumidores domésticos comprarem. Isso significa, portanto, um aumento nos preços relativos dos bens produzidos internamente, deslocando a demanda de produtos para os bens importados, reduzindo também o volume exportado.

Em um sistema de taxa de câmbio fixa, quando ocorre um déficit na conta corrente da balança de pagamentos, é possível que o Banco Central utilize suas reservas para financiar temporariamente desequilíbrios de pagamentos ou faça empréstimos de moedas estrangeiras no exterior.

Para esclarecer a importância do câmbio sobre a economia veremos a seguir: Primeiro, no que refere-se ao comércio de bens e serviços, parte dos gastos em consumo doméstico são em bens domésticos e parte em bens importados. A fórmula $Y=(C+I+G)+NX$ representa esta afirmação, onde (Y) representa a renda nacional, (C) o consumo privado, (I) o investimento total, (G) os gastos do governo, (C+I+G) a demanda por bens domésticos e (NX) a demanda por bens estrangeiros. Se houver uma variação positiva em (R), onde (R) representa a taxa de câmbio real, haverá uma desvalorização real da moeda doméstica, ou seja, os produtos domésticos possuem preços menores em relação aos preços dos produtos internacionais. Isso melhora as exportações, e dado um preço mais elevado dos produtos importados, ocorre um aumento da demanda por produtos domésticos, causando uma redução nas importações. Conseqüentemente, a balança comercial apresenta um maior superávit ou menor déficit. Se o inverso ocorrer, a balança comercial tende a deteriorar-se.

Outra influência da taxa de câmbio sobre o sistema econômico doméstico, é a movimentação de capitais. Relembrando o que já foi citado anteriormente, as famílias ou investidores em economias abertas podem possuir suas riquezas tanto em seu país como no estrangeiro. Procurarão sempre o melhor rendimento levando em conta o risco das operações. Como os diversos países não possuem as mesmas regras e nem o mesmo risco, o

que permite equalizar estas diferenças são as diferenças nas taxas de juros. Entre os países, as diferenças fiscais sobre a detenção de ativos, as diferentes expectativas de variação do câmbio que podem afetar o pagamento em moeda estrangeira de investimentos estrangeiros e até mesmo o controle de saída de capitais faz com que haja diferentes níveis de taxas de juros. Segundo DORNBUSCH & FISCHER (1991:225) “o capital é perfeitamente móvel internacionalmente quando os investidores podem comprar ativos em qualquer país que escolherem, rapidamente, com custos de transações baixos e em volume ilimitados”. Isso significa que quanto menores os empecilhos à movimentação de capitais, maior a tendência de fluxos de capitais entre nações.

A Teoria do fluxo, reforça a idéia das relações entre o movimento de capitais e o nível das taxas de juros. Esta teoria estabeleceu a equação $F = f(i, i^*)$, na qual (F) representa a entrada líquida de capitais, (i) a taxa de juros interna do país e (i^*) é a taxa de juros internacional. A entrada líquida de capitais (F) em um país tem relação positiva com a taxa de juros interna (i) e uma relação negativa com a taxa de juros internacional. Com relação ao balanço de pagamentos, um aumento da renda interna piora a conta corrente gerando desequilíbrios no balanço de pagamentos. Para retornar o equilíbrio, a taxa de juros deve aumentar para atrair uma entrada de capital, preservando o equilíbrio no balanço de pagamentos (WILLIAMSON, 1996:173).

Utilizando o modelo de Mundell-Fleming (DORNBUSCH & FISCHER, 1991:229), o qual expressa uma situação de perfeita mobilidade de capitais com taxas de câmbio fixas, é possível observar que quando um país eleva suas taxas de juros acima das taxas internacionais, sendo relativamente mais rentáveis, os administradores de portfólios em todo o mundo deslocam suas riquezas em direção a este país, resultando em enormes entradas de capitais. A forte procura pela moeda doméstica leva a uma apreciação desta, então o Banco Central é obrigado a intervir comprando moeda estrangeira e vendendo moeda doméstica, isso gera um aumento no estoque monetário e nas reservas internacionais. Com o aumento da liquidez na economia, as taxas de juros tendem a decair em direção à taxa internacional. Conseqüentemente, quando o diferencial entre a taxa de juros interna e externa se contrai, o fluxo de capitais que se dirigiu ao país deixa-o em busca de melhores rendimentos em outros países.

Assim, para evitar que a queda na taxa de juros interna deprecie o câmbio real devido à saída de capitais do país, os governos mantêm um elevado diferencial entre as

taxas de juros internas com relação às taxas internacionais, que permitam o controle dos fluxos de capitais necessários para a manutenção do balanço de pagamentos.

Com base na abordagem monetária para o equilíbrio na balança de pagamentos é possível compreender sua relação entre o câmbio e a base monetária. A fórmula $\Delta AEL = \Delta H - \Delta DC$, reflete a relação entre o equilíbrio na balança de pagamentos e a base monetária. A (ΔAEL) indica a variação nos ativos estrangeiros líquidos, (ΔH) a variação na base monetária e (ΔDC) a variação do crédito doméstico. Quando houver um desequilíbrio no balanço de pagamentos e a política do governo for manter sob controle o câmbio, o Banco Central atuará no mercado comprando ou vendendo divisas. A troca da moeda externa pela interna afeta a base monetária na mesma proporção (*ceteris paribus*). Quando é do interesse do governo manter a base, este pode neutralizar os efeitos de sua intervenção no mercado cambial, efetuando a compra ou venda de obrigações no mercado aberto. Exemplo, caso houvesse um superávit na balança de pagamentos (ΔAEL) com a política de taxa de câmbio administrada, caso seu interesse fosse manter a base monetária nos níveis originais, o governo atuaria comprando divisas no mercado, tal atitude aumentaria a base monetária (ΔH) . Ao mesmo tempo o Banco Central efetuaria a venda de obrigações (ΔDC) , restaurando desta forma a base monetária aos níveis anteriores.

Após exposto como se forma a dívida do governo representado pelo Tesouro Nacional e a dívida do Banco Central, passaremos para a próxima seção que descreverá como a dívida uma vez formada pode reproduzir-se.

2.3. Dívida gerando Dívida

Segundo FRY (1989:591), a dívida interna não é um problema tão sério, enquanto o governo conseguir manter controle sobre o seu pagamento e sua dimensão sobre a economia. Em períodos de recessão é provável que ocorram déficits e em períodos de crescimento ocorram superávites. Só se torna um problema quando os déficits começam a ser frequentes e difíceis de serem exterminados, e a dívida resultante deles cresce além das condições de pagamentos do devedor.

Na medida que o governo continua incorrendo em déficits orçamentários, há necessidade de adquirir novos empréstimos. Se os agentes econômicos acreditarem que esse aumento do endividamento pode ter conseqüências indesejáveis sobre a economia, eles irão querer reduzir o tempo de maturação dos empréstimos e aumentar o prêmio de risco³. Assim, há uma elevação das taxas de juros pagas pelos novos empréstimos. Essa elevação das taxas de juros, resultará num maior montante de juros a serem pagos sobre a dívida no período seguinte e conseqüentemente um maior déficit do governo.

Como o risco aumenta, o governo torna-se menos confiável, aumentando as incertezas associadas às atitudes futuras do governo. O aumento da dívida e a elevação das taxas de juros, desincentivam os investidores, pelo alto custo dos investimentos e também porque no futuro terão de pagar mais impostos para pagamento de dispêndios com a dívida (Teoria Barro-Ricardo⁴ in DORNBUSCH e FISCHER, 1991:687).

Ocorre que, a necessidade de aumentar a poupança corrente leva o governo a reduzir seus gastos, pois aumentos nas receitas com a elevação dos impostos tornam-se complicados devido à necessidade de aprovação por instituições governamentais que em muitos casos não estão de acordo. Isso é mais difícil principalmente quando já há um elevado grau de impostos. Resta ao governo reduzir os dispêndios. Isso geralmente resulta em uma redução do crescimento econômico e em muitos casos recessão, além da queda na arrecadação tributária.

A impossibilidade do governo de quitar suas obrigações da dívida, leva-o a incorrer em um novo refinanciamento, onde os agentes credores só aceitarão continuar a fornecer recursos a custos mais elevados, influenciando direta ou indiretamente sobre os déficits futuros. Quando o tempo de maturação da dívida for de curto prazo, o processo de refinanciamento acelera-se num ciclo, elevando constantemente as taxas de juros a serem pagas sobre a dívida. Como ressalta GIAMBIAGI (1995:78) *“sendo a dívida de longo prazo o fato de não existirem mecanismos de proteção contra o incremento dos preços, pode fazer com que um aumento da inflação implique uma redução do valor da dívida”*

³ Segundo FRY (1989:605), o prêmio de risco mede o hiato entre as taxas de juros interna e externa após o ajustamento para mudanças esperadas na taxa de câmbio.

⁴ David Ricardo no século XIX, iniciou com os argumentos sobre os cortes nos impostos e Robert Barro em 1974 reativou e sustentou os argumentos de David Ricardo.

Uma forma de avaliar melhor o tamanho da dívida do governo é pela razão entre ela e o produto da economia. Quando a dívida cresce a uma taxa menor que o crescimento da economia, a razão dívida/PIB reduz, tornando a dívida um problema menor. Se o PIB estiver crescendo, as receitas tributárias aumentaram, pois elas correspondem a uma certa porcentagem do PIB, e assim o governo terá maior possibilidade de reduzir a dívida existente. Quando o endividamento público atinge níveis elevados, os agentes econômicos perdem a confiabilidade no governo e exigem taxas de risco maiores, elevando assim o custo da dívida.

O tamanho da dívida interna “suportável” para cada governo, depende de vários fatores, como a razão dívida/PIB, do prazo de maturação da dívida, da situação atual dos déficits públicos, das perspectivas futuras dos níveis de poupança do governo em conta corrente e também dos antepassados históricos do governo como bom ou mau pagador.

CAPÍTULO III: ENVIDAMENTO PÚBLICO - UM PROCESSO HISTÓRICO

Este capítulo procura relatar os principais acontecimentos envolvendo a formação da dívida mobiliária interna pública no Brasil, desde o Império até o anúncio oficial do Plano Real (dezembro de 1993). Os dados aqui apresentados têm como base principal os Relatórios Anuais do Banco Central e algumas publicações da ANDIMA (Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto).

O processo de endividamento no Brasil é antigo, remonta a tempos da colônia. Nos séculos XVI e XVII, alguns governadores contraíam empréstimos, mas até 1825 não havia mecanismos de registros da dívida. Por pedido de D. Pedro I, formou-se uma comissão designada para apurar e institucionalizar a dívida interna no País. Em 1827, após concluída a pesquisa, foi expedida a Lei que institucionalizava a dívida interna pública federal no Brasil.

Apesar da adoção de princípios normativos e jurídicos para as novas emissões e a classificação das dívidas interna e externa, as condições econômicas não permitiram a execução e administração da dívida. Em 1839, o resgate foi suspenso, voltando a ser restabelecido somente em 1889. Mesmo com o resgate suspenso, o governo continuou emitindo títulos. Os recursos arrecadados eram dirigidos para vários fins, desde financiar os gastos da Guerra do Paraguai até gastos pessoais da família imperial.

A negociação dos títulos no mercado apresentava dificuldades na segunda metade do século XIX. A inexistência de um mercado secundário, o porte nominativo e a diversidade de prazos e taxas de juros tornavam-se entraves nas negociações na Bolsa de Valores. Para transpor essas dificuldades, Rui Barbosa no início da República criou o título ao portador, uniformizou as taxas de juros pagas pela dívida interna e procurou facilitar as negociações em mercado. Mas com o início da primeira guerra mundial, e a necessidade de financiamento do governo, houve emissão de papéis com os mais variados prazos e taxas de juros. Essa política acabou por dificultar a negociabilidade dos títulos federais e o surgimento de um mercado secundário na época.

Na Segunda guerra mundial, a necessidade de recursos levou o governo a emitir títulos compulsórios subscritos para quem pagasse Imposto de Renda (funcionários públicos e pensionistas). Todos eram descontados em 3% dos seus salários em troca de Obrigações de Guerra. Entre 1942/49, houve um crescimento de 100% no total de títulos públicos federais em circulação. Entre 1902 e 1956 foram autorizadas 145 emissões de títulos para a arrecadação de recursos.

Na década de 50 e início da década de 60, o recrudescimento da inflação corroeu a credibilidade dos títulos públicos. A ausência de correção monetária tornava os títulos públicos pouco atraentes; em muitos casos seus rendimentos foram negativos. Sem outra alternativa, senão esperar a recompra dos títulos pelo governo, o mercado de títulos perdia constantemente a credibilidade, tornando-se pouco atraente para os investidores. Durante os anos de 1953 a 1963 a dívida interna esteve estagnada, somente cresceu 1% a.a.

Em 1964, em meio a uma situação de inflação ascendente e queda no crescimento econômico, o governo, ciente da situação, deu início a profundas reformas estruturais. A instituição da correção monetária, Lei 4.357/64 através da emissão de ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional)⁵, constituiu-se uma das principais mudanças na política do endividamento interno público.

Através da Lei 4.595 de 31/12/64, instituiu-se o Banco Central do Brasil, órgão que viria a permitir um melhor gerenciamento e maior credibilidade ao sistema. Duas de suas funções deixam clara a sua importância no gerenciamento da dívida pública. A primeira, diz respeito à estabilização dos fluxos de fundos no mercado monetário através da realização de operações ativas e passivas com os intermediários financeiros. O sistema de redesconto comum e dos depósitos compulsórios permitiria maior movimentação dos títulos públicos federais. A Segunda, diz respeito à atuação do Banco Central como agente financeiro do Tesouro Nacional na colocação e resgate dos títulos públicos federais.

Com a introdução da correção monetária através das ORTNs e os incentivos fiscais – isenção do Imposto de Renda sobre a correção monetária - dados na aquisição dos títulos, o panorama começou a se alterar. Modificou-se o comportamento dos tomadores com relação a estes papéis. Em 1964 a subscrição voluntária representava apenas 27% da colocação total, passando para 84% em 1966 e 97% em 1967. Basicamente, as receitas obtidas com as colocações de títulos públicos eram utilizadas para cobrir os déficits do

⁵ As características dos títulos públicos federais estão descritas em Anexo.

Tesouro Nacional. Até 1968 as colocações de ORTNs não geravam receitas líquidas suficientes para compensar os déficits, o que ocasionava a complementação através da emissão das antigas LTNs (Letras do Tesouro Nacional) que foram repassadas ao Banco Central, não sendo negociadas em mercado.

Durante a década de 70, o sistema financeiro passou por aprimoramentos, criando melhores condições para um volume maior de negociações dos títulos públicos. O crescimento da dívida mobiliária ficou principalmente limitado à complementação na captação de recursos para os déficits governamentais. O Brasil havia iniciado grandes projetos industriais, e o mercado internacional foi a principal fonte de recursos. FRANÇA (1987:131), ressalta que a insuficiência de poupança interna para atender às necessidades governamentais nos anos 70, levou o governo ao mercado financeiro internacional de crédito, num período em que havia alta liquidez no mercado internacional.

Foi nos anos 80 que o endividamento interno ganhou maior importância no cenário econômico nacional. Com o fechamento do mercado financeiro internacional em setembro de 1982 – Moratória Mexicana – e a necessidade de dar continuidade aos projetos iniciados na década passada, a dívida mobiliária interna do governo federal não parou de crescer. FURUGUEM & et al. (1996:6) argumenta que os déficits fiscais foram os responsáveis pelo crescimento da dívida interna em títulos do governo federal entre 1982 e 1989. Os elevados déficits operacionais registrados nos anos 80 foram basicamente financiados pela emissão de moeda e colocação de títulos em mercado. Na Tabela 1, é possível observar o crescimento do endividamento nos anos 80, tanto em títulos no mercado como em carteira do Banco Central. A dívida interna federal em poder do público saltou de R\$ 17,4 bilhões em 1980 para R\$ 83,8 bilhões (a preços de 1994) em 1989, apresentando um crescimento de 381% em termos reais. A dívida em carteira do Banco Central no mesmo período elevou-se em 1.068%.

Tabela 1: Dívida Mobiliária Interna do Setor Público (1980 – 1989)

Em R\$ bilhões de 1994 - deflator IGP-DI

Descrição	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Títulos Federais em Poder do Público	17,4	31,3	34,6	22,4	38,7	56,1	47,1	58,3	70,4	83,8
Títulos Federais em carteira do B.C.	6,7	13,7	22,8	37,4	26,7	30,9	98,1	82,4	55,3	78,3
Dívida Mobiliária Interna Est/Mun.	4,3	6,0	7,5	6,3	6,17	7,2	8,0	10,1	8,6	14,2

Principais títulos em circulação.

Fonte: Banco Central do Brasil

Para os estados, o agravamento na situação das contas públicas levou diversos estados não tradicionais na emissão de títulos a começar a lançar papéis no mercado, levando também ao crescimento da dívida mobiliária.

Durante quase toda a década, a inflação apresentou tendências altistas. Na segunda metade dos anos 80, planos de estabilização mais completos tentaram controlar a inflação, mas fracassaram, e a inflação cresceu rapidamente. Diante de um quadro inflacionário, a colocação de papéis prefixados no mercado torna-se menos atrativa. Os rendimentos das LTNs, papéis pré-fixados, chegaram a ser negativos em alguns períodos. A procura por este papéis reduziu-se, e o governo só conseguiu basicamente colocar em mercado títulos com prazos menores (Tabela 2). Os títulos de mais longo prazo foram colocados na carteira do Banco Central.

Tabela 2: Prazo Médio dos Títulos Federais em Circulação (1980 – 1989)

Em dias.

Títulos	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
ORTN	1022	1052	1081	1457	606	364				
LTN	92	104	102	71	56	27	76	41	-	-
OTN							372	403	181	31
LFT									97	142
Total	742	736	890	779	571	311	252	340	143	548

Fonte: Banco Central do Brasil

As dificuldades nos ajustes fiscal e monetário durante a realização dos programas antinflacionários levaram o governo a aumentar o uso de títulos públicos. Foram criados novos papéis, tais como LFTs (Letras Financeiras do Tesouro) que teve o objetivo de arrecadar recursos para financiar os déficits orçamentários.

Após a criação da Secretaria do Tesouro Nacional em 1986, houve algumas tentativas para transparecer as operações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, entre elas, em 1987 foram excluídos as Letras do Banco Central (LBCs) do total da dívida e foi deliberado que todos os créditos e débitos entre o Tesouro e o Banco Central ou Banco do Brasil seriam realizados e liquidados mediante compensação pelos valores apurados em 31/12/87. A liquidação deveria ser em espécie, com exceção do Tesouro Nacional que foi autorizado a pagar em títulos. Para isso foram criadas as LTNs série especial com vencimentos escalonados em um prazo máximo de 20 anos.

A política de taxas de juros reais elevadas no final da década de 80, com o objetivo de conter a liquidez no mercado, gerou um alto custo sobre a dívida interna existente. Pelo seu perfil de curtíssimo prazo e os déficits orçamentários existentes, a necessidade de novos recursos para rolar a dívida e manter os déficits levaram o governo a aumentar os atrativos para a colocação de títulos. As crescentes dificuldades enfrentadas durante a década de 80, com inflação em alta, a constante elevação das taxas de juros e crescentes déficits orçamentários mudaram o perfil da dívida mobiliária interna. O prazo médio do total dos títulos do governo federal em poder do mercado chegou a 149 dias em dezembro de 1989 muito inferior aos 720 dias de dezembro de 1980. O prazo médio dos títulos em carteira no Banco Central manteve-se mais elevado que em poder do público, foi de 815 dias em dezembro de 1989.

Ao início da década de 90, com a realização do novo plano de estabilização (Plano Collor I), a dívida interna mudou a trajetória da última década, decaiu em termos reais em torno de 80%. Isso foi conseguido por diversos meios: o confisco dos recursos financeiros realizados pelo governo gerando insuficiência de liquidez no mercado, e levando o Banco Central a atuar recomprando LFTs, injetando recursos no mercado; melhores resultados fiscais e expurgo sobre os títulos de parte da inflação. Houve também a troca de LFTs por títulos de mais longo prazo. Com recompra das LFTs e a troca compulsória por títulos de perfil mais longo, foi possível aumentar o prazo médio dos títulos em poder do público para 330 dias (Tabela 3).

Tabela 3: Dívida Mobiliária Interna do Setor Público (1989–1993)

Em R\$ bilhões de jul/1994 - deflator IGP-DI

Descrição	1989	1990	1991	1992	1993
Títulos de Respons. do Tesouro Nacional	164,0	121,5	105,6	112,8	104,4
Títulos Federais em poder do público	75,6	15,0	14,4	41,9	45,4
Títulos em Carteira do Banco Central	88,5	106,7	94,4	95,4	69,2
Dívida Est/Mun. em poder do Público ¹	12,8	10,8	11,4	9,7	17,5
Prazo Médio dos Tít. Fed. em Mercado	149 d	331 d	337 d	78 d	103d

1. Os valores de 1989, 90 ,91 foram publicados pelo Banco Central como títulos em circulação.
 Fonte: Banco Central do Brasil

As dívidas estaduais e municipais também contraíram-se, devido às restrições impostas pelo governo federal ao endividamento estadual e municipal, como a proibição de pessoas físicas e jurídicas de operarem no Overnight.

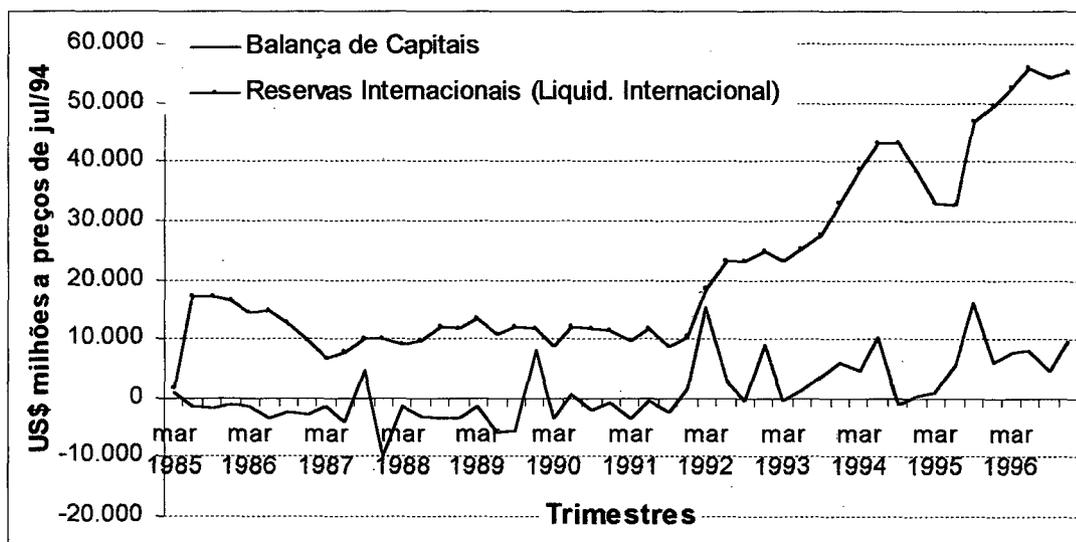
Nos últimos meses de 1991, o endividamento mobiliário interno começou a mudar de perfil. Acompanhado pela maior transparência nas contas públicas, principalmente nas operações entre o Tesouro Nacional e Banco Central, os dados sobre o endividamento mostram uma nova tendência. O endividamento mobiliário interno do governo federal, que até então era principalmente resultado dos déficits orçamentários, e os custos da dívida constituída, começaram a apresentar como principal motivo a atuação da política monetária no sentido de controlar a liquidez, devido ao crescente acúmulo de reservas.

Na década de 80, o balanço de pagamentos do Brasil apresentou um fluxo negativo de capitais externos, e o pequeno acúmulo de reservas foi resultado dos saldos positivos da balança comercial. Segundo CALVO (1996:123), a América Latina começou a receber um elevado fluxo de capitais estrangeiros no início de 1990. As causas, segundo o autor, são várias: queda nas taxas de juros internacionais; uma queda nos ciclos dos negócios nos EUA, Japão e muitos em países da Europa; as reformas econômicas orientadas para o mercado em vários países, tais como o Chile e México; privatizações; etc. No Brasil, essa tendência foi mais observada a partir de 1992, quando elevado fluxo de capitais chegou ao país. Desde então, a balança de capitais foi praticamente positiva em todos os anos.

O acúmulo de reservas no Banco Central se fez segundo ZINI (1993:40), devido à política do governo para reduzir as fortes oscilações da taxa de câmbio no

paralelo. Como o Banco Central percebeu que poderia exercer operações de arbitragem entre o mercado do ouro, vendendo ouro à cotação do dólar no paralelo, e o mercado oficial de câmbio flutuante, comprando dólar ao preço do flutuante, ele atuou ativamente comprando dólares no mercado oficial e vendendo ouro no paralelo. Com isso o governo conseguiu reduzir as oscilações da taxa de câmbio no paralelo. O Figura 1 mostra o elevado fluxo de capitais que entrou no país após 1991 e o acúmulo de reservas internacionais resultante dele.

Figura 1: Balança de Capitais e Reservas Internacionais



Fonte: Banco Central do Brasil

Durante o ano de 1991, o governo iniciou a devolução dos recursos congelados em 1990 (início do Plano Collor I). Para evitar o excesso de liquidez em mercado e rolar a dívida em BTN-Es (Bônus do Tesouro Nacional – série especial), foram emitidos as NBCs (Notas do Banco Central), títulos pós-fixados com vencimento em 3 meses. Para torná-los mais atrativos, foram elevadas as taxas de juros.

A dívida mobiliária interna federal em mercado, em dezembro de 1992, atingiu R\$ 41,9 bilhões (a preços de julho/94), com crescimento de 190% em relação ao mês de dezembro de 1991. O crescimento dos títulos federais em mercado ocorreu principalmente devido à política monetária do Banco Central.

Em 1993, a tendência do endividamento crescente continuou. O fluxo de capitais para o Brasil manteve-se positivo, e as reservas no ano representaram crescimento de US\$ 7,8 bilhões (a preços de julho/94). Dada a elevação nos índices inflacionários, e a

maior emissão de moeda em 1993, o governo reduziu a necessidade de colocação de títulos em mercado. A dívida mobiliária interna federal em poder do público cresceu somente 8,3% em termos reais no ano. Para os estados e municípios, a dívida mobiliária em poder do público cresceu 79% atingindo R\$ 17 bilhões (a preços de julho/94).

Em 7 de dezembro de 1993, o então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, apresentou oficialmente ao país um novo plano econômico com o objetivo principal de controlar a inflação. Este novo plano veio a se chamar Plano Real.

CAPÍTULO IV: PLANO REAL E A DÍVIDA PÚBLICA

Este capítulo relata e analisa como as políticas adotadas para prosseguir com os objetivos do Plano Real influenciaram no comportamento da dívida interna mobiliária do setor público.

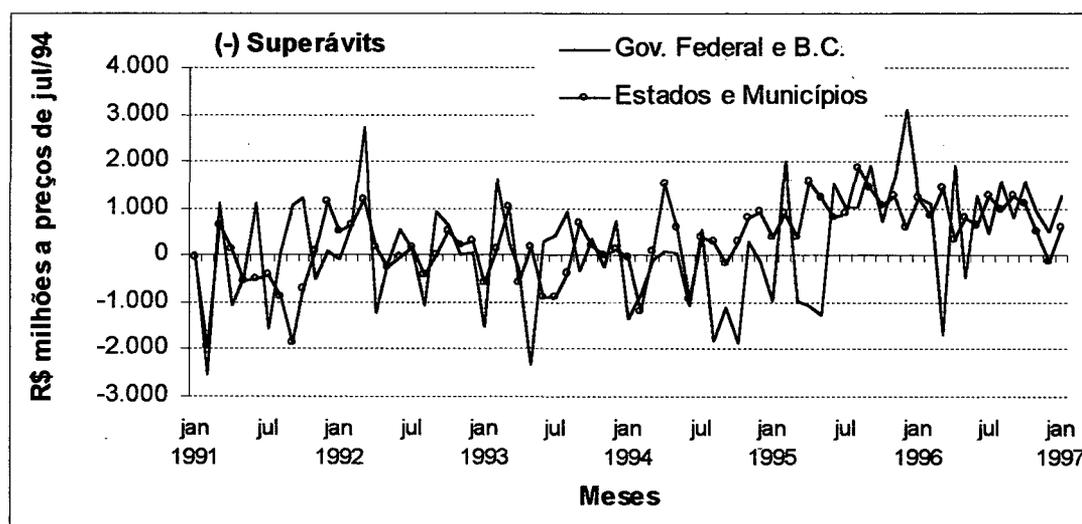
Anunciado oficialmente em dezembro de 1993, o programa antinflacionário conhecido como Plano Real tem como objetivo essencial dotar o país de uma moeda forte e de poder aquisitivo estável. Característica há muito tempo desconfigurada em meio aos elevados repiques inflacionários que assolaram a economia brasileira durante muitas décadas.

Para atingir os seus objetivos, o programa se baseou em uma seqüência de etapas. A primeira denominou-se de "Ajuste fiscal e Início do processo de mudanças de Regime Fiscal", e teve como finalidade eliminar um dos principais focos de pressão inflacionária, o déficit público⁵. O governo, desta forma, buscou deixar claros os esforços a serem realizados para a concretização de uma moeda estável. A segunda etapa objetivou a criação de um indexador temporário único para toda economia, a URV (Unidade Real de Valor). Sua finalidade foi alinhar os preços relativos reduzindo eventuais desequilíbrios na passagem para um novo padrão monetário. Na terceira e última etapa do programa, um novo padrão monetário foi adotado, o Real. O programa também previa a flexibilidade dos monopólios, principalmente da área do petróleo e telecomunicações.

Já em dezembro de 1993, foi dado início aos trabalhos. Para ajustar as contas públicas federais, foi encaminhado ao Congresso Nacional um novo Orçamento Geral da União, o qual previa um superávit operacional equivalente a US\$ 100 milhões. Para aumentar as receitas, foram editadas várias medidas, tais como: a criação da alíquota de 35% no Imposto de Renda das pessoas físicas com rendimentos acima de 15 mil Ufirs, instituição da cobrança do IOF com alíquota máxima diária de 1,5%; reinstauração da cobrança do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira – IPMF, a partir de janeiro; criação do Fundo Social de Emergência para vigorar por 2 anos, destinado a

financiar programas sociais e outros programas especiais relevantes; um acordo entre o Tesouro Nacional e Banco Central, no qual o saldo da conta única do Tesouro no Banco Central passaria a ser remunerado pela taxa média referencial do SELIC⁶, elevando os ganhos do Tesouro Nacional; etc. Essas medidas ao serem colocadas em prática contribuíram para os resultados positivos nas contas públicas em 1994. A Figura 2 indica este comportamento.

Figura 2: Déficit Operacional do Setor Público



Fonte: Banco Central do Brasil

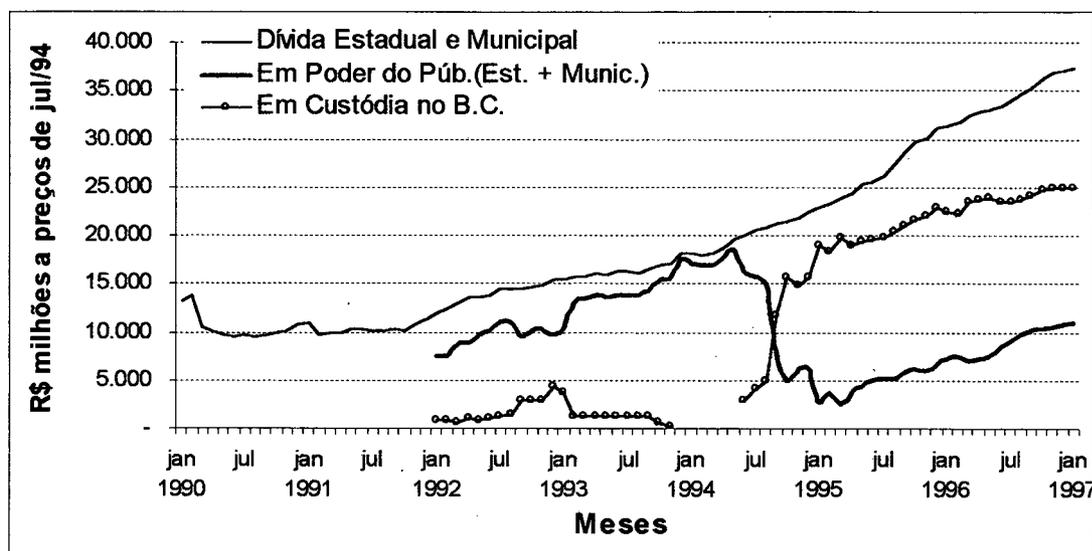
Não bastava apenas ajustar as contas federais, o governo precisou atuar nos estados e municípios para evitar pressões sobre suas contas. Frente às dificuldades financeiras que os estados apresentavam, o governo federal ofereceu apoio financeiro aos mesmos em troca da aceitação em promover o ajuste fiscal e financeiro; controlar os gastos pessoais; adotar o programa de privatização e reduzir o endividamento estatal. Um dos maiores problemas financeiros enfrentados pelos estados e municípios foi o custo financeiro da dívida interna mobiliária sobre as finanças públicas. Para mudar este quadro, o Conselho Monetário Nacional autorizou no primeiro semestre de 1994 o mecanismo de venda a termo de LBC-E (Letras do Banco Central - série especial) aos bancos estaduais. Esse mecanismo objetivou evitar eventuais necessidades dos bancos recorrerem às linhas de empréstimos de

⁵ O déficit público foi considerado um dos principais responsáveis pelo insucesso dos programas antinflacionários na segunda metade dos anos 80 (BRANDÃO, 1989:54).

⁶ Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

liquidez, em virtude de possíveis dificuldades de financiamento do giro da dívida mobiliária estadual. Tal medida permitiu um alívio temporário nos custos da rolagem da dívida de curto prazo. Na Figura 3 é possível observar a rápida queda da dívida estadual e municipal em poder do público e em contrapartida o súbito aumento no montante de títulos estaduais em custódia no Banco Central.

Figura 3: Dívida Mobiliária Interna Estadual e Municipal



Fonte: Banco Central do Brasil

Outra importante medida adotada pelo governo para aumentar a confiança dos agentes econômicos sobre a política do governo, foi a fixação de metas quantitativas trimestrais para a base monetária. Se houvesse necessidade, o Banco Central poderia emitir um adicional de 20% sobre os limites estabelecidos. Essa medida buscou evitar a criação de expectativas de emissão de moeda para o financiamento público.

Para com o câmbio, o governo manteve o sistema cambial que estava sendo utilizado nos últimos anos, com desvalorizações diárias assegurando pequenas variações na taxa de câmbio real. Essa política durou até junho de 1994, quando as autoridades monetárias comprometeram-se em vender dólares quando a taxa de câmbio atingisse R\$ 1,00/US\$ 1,00. Assim foi deixado ao mercado a busca do nível mais adequado de equilíbrio da taxa de câmbio.

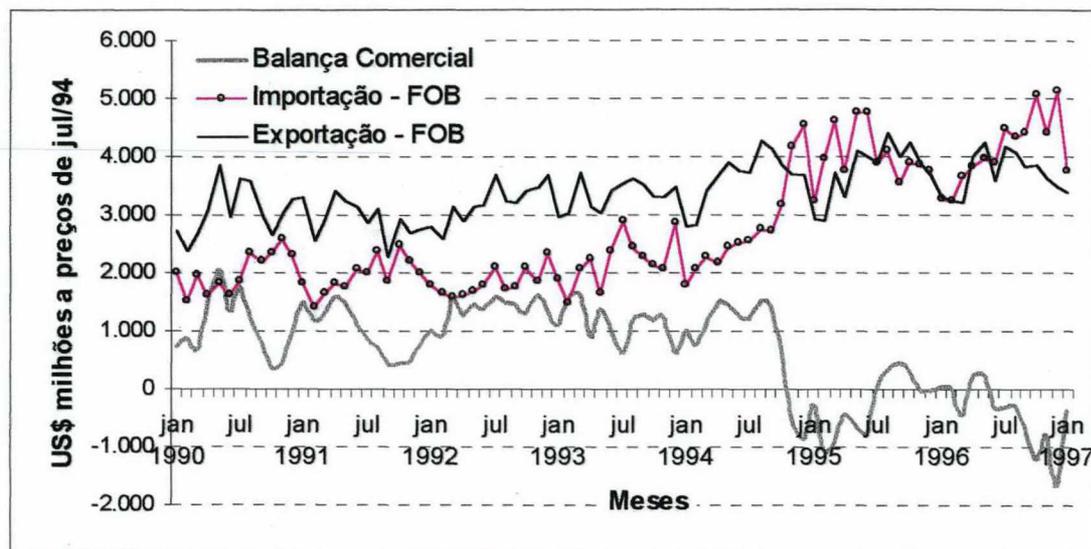
Em 28/02/94 foi criada a URV como indexador geral da economia. A URV foi cotada em cruzeiros reais com correção diária baseando-se em 3 índices (IPCA-E do IBGE,

IGP-M da FGV e IPC da FIPE). Como resultado da ampliação nas transações econômicas indexadas, ajustes nos preços dada a expectativa de mudanças no sistema econômico e problemas sazonais com a agricultura, houve uma aceleração nos índices inflacionários nos meses seguintes, e durou até a troca para o novo padrão monetário, em final de junho. O IGP-DI registrou uma variação de 44,8% em março, e 46,6% em junho, frente os 36,2% em dezembro de 1993. Em julho, com a substituição do Real pela URV e o fim do processo inercial da inflação, os indicadores despencaram. O IGP-DI registrou 5,5% no mês e continuou declinando nos dois meses seguintes. Mantevesse abaixo dos 3% durante o segundo semestre de 1994 .

Com a queda da inflação, houve um processo de monetização na economia, com maior procura por papel-moeda e depósito à vista pela população. Tais aumentos impulsionaram o crescimento da base monetária em 394% nos últimos 6 meses do ano, passando de R\$ 3,5 bilhões para R\$ 17,3 bilhões. Para que o excesso de liquidez no mercado não pressionasse os preços, o governo aumentou as taxas de recolhimento compulsório.

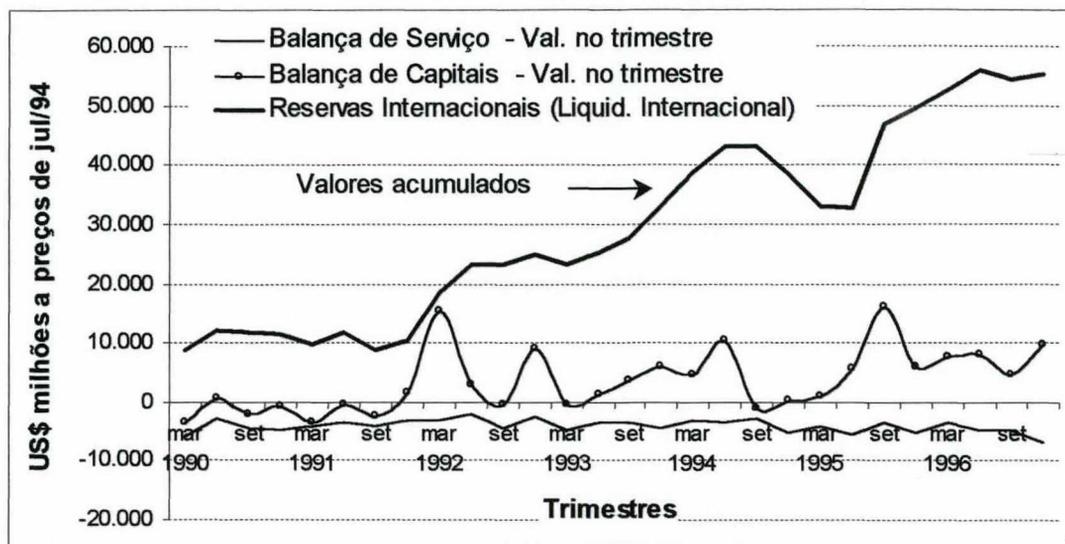
Para aumentar a oferta de produtos e manter os níveis de preços sob controle, o governo promoveu maior abertura comercial, reduzindo tarifas de importação e eliminando barreiras não-tarifárias. Os avanços no âmbito do Mercosul reforçaram a estabilidade interna dos preços aumentando a competitividade no país. Com a liberação do crédito ao consumidor e a relativa estabilidade de preços, houve aquecimento na demanda interna. O PIB cresceu 5,4% no ano de 1994.

O aumento no consumo e a valorização do câmbio no segundo semestre geraram um abrupto crescimento no nível de importações, as quais de US\$ 2,5 bilhões em julho, passaram para US\$ 4,5 bilhões em dezembro de 1994 (a preços de julho/94). As exportações declinaram a partir de agosto e o saldo da balança comercial tornou-se negativo a partir de novembro (Figura 4).

Figura 4: Balança Comercial

Fonte: Banco Central do Brasil

O Brasil vinha recebendo nos últimos anos um crescente influxo de capitais estrangeiros. Acrescido pelos constantes superávites comerciais, houve excesso de oferta de divisas no mercado. Buscando manter a política de taxa de câmbio real sob controle, as autoridades monetárias atuaram freqüentemente comprando o excesso de divisas, o que levou a um aumento das reservas internacionais no Banco Central (Figura 5). Em dezembro de 1994, as reservas internacionais no conceito liquidez internacional atingiram US\$ 32,9 bilhões (a preços de julho/94). Após o início do Plano Real, em dezembro de 1993, para evitar a necessidade de intervenções do Banco Central no mercado, foram tomadas algumas medidas para reduzir o ingresso de recursos externos. Foi proibido aos investidores estrangeiros aplicarem em Notas do Tesouro Nacional e também instituiu-se uma alíquota do IOF para os recursos externos destinados a aplicações em portfólios. Essas políticas foram pouco efetivas. Em fins de junho, quando houve a mudança na política de câmbio, onde a autoridade monetária deixou o mercado decidir a taxa de equilíbrio, interferindo apenas quando a cotação atingisse R\$ 1,00 por US\$ 1,00, o processo de valorização do câmbio real acelerou-se. O excesso de divisas externas no mercado interno levou à valorização do câmbio real. Para evitar maior pressão sobre o câmbio, o Banco Central incentivou a demanda por moeda estrangeira. Tais incentivos não foram suficientes para conter a valorização do câmbio nos primeiros meses após a implantação do Real.

Figura 5: Reservas Internacionais, Balança de Capitais e Serviços

Fonte: Banco Central do Brasil

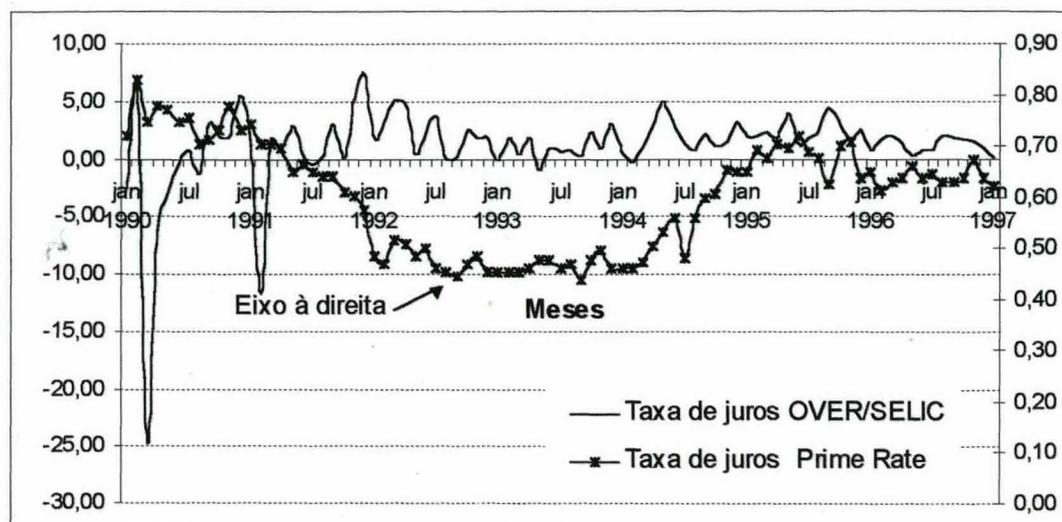
Em setembro e outubro foram tomadas novas medidas para conter a entrada de capitais externos juntamente com incentivos a maior demanda por divisas. A abertura comercial com a redução das alíquotas de importação de 5.000 itens em setembro e as facilidades para aquisição de divisas conseguiram equilibrar o mercado de câmbio.

Em dezembro, a crise no México provocou forte demanda por divisas, levando o Banco Central a atuar sobre o mercado para evitar oscilações acentuadas na taxa de câmbio. O nível de reservas internacionais junto ao Banco Central apresentou redução de quase US\$ 5 bilhões (a preços de julho/94) nos últimos 3 meses do ano (Figura 5).

No último trimestre de 1994, a balança de capitais apresentou um superávit de apenas US\$ 292 milhões (a preços de julho/94). Muito abaixo dos US\$ 10,5 bilhões registrados no segundo trimestre do ano.

As políticas econômicas adotadas nos anos anteriores ao Plano Real, com abertura comercial, facilidades aos fluxos de capitais e taxas de juros reais positivas, acima das taxas internacionais, levaram o país a receber constantes fluxos de capitais externos. Dada a política de manter a taxa real de câmbio sob controle, o excesso de divisas no mercado foi absorvido pelo Banco Central, resultando em elevado crescimento das divisas internacionais. Para evitar que o excesso de liquidez no mercado pressionasse os preços, o governo se utilizou da emissão de títulos públicos federais para retirar o excedente de moeda do mercado. Tal política levou a um rápido crescimento da dívida interna mobiliária do Banco Central em poder do público.

Figura 6: Taxas de Juros Reais



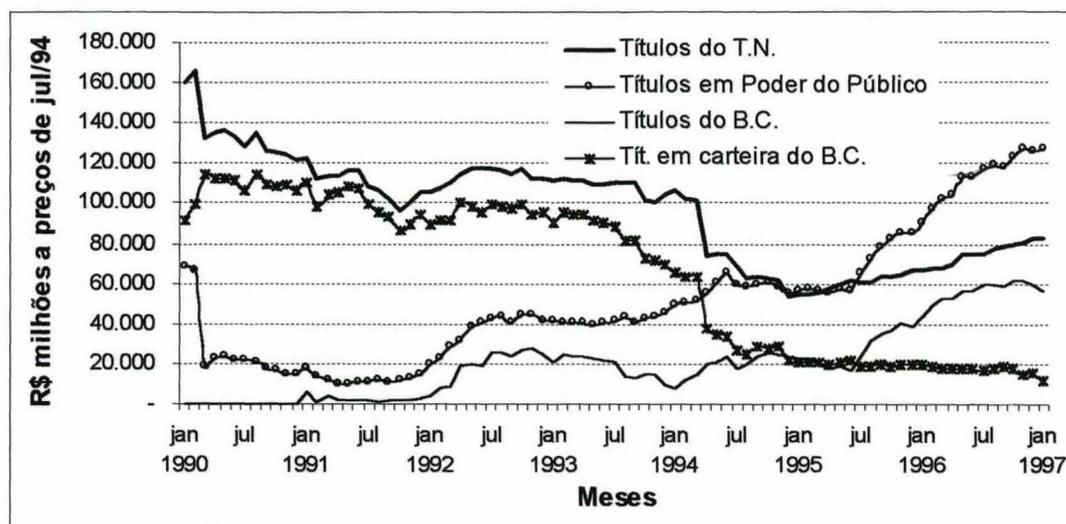
Principalmente em 1992, quando as taxas de juros reais internas estavam muito acima das internacionais (Figura 6), o influxo de capitais foi acelerado, resultando em elevado crescimento da dívida mobiliária interna. Passou de R\$ 12,5 bilhões (a preços de julho/94) em novembro de 1991 para R\$ 40 bilhões em novembro de 1992. Em 1993, a queda das taxas de juros reais internas contribuiu para reduzir a entrada de capitais. O crescimento da dívida mobiliária interna em poder do público praticamente estabilizou-se durante o ano de 1993, chegando em dezembro deste ano a R\$ 45,4 bilhões.

No primeiro semestre de 1994, mesmo com a elevação das taxas de juros americanas, o Brasil recebeu um fluxo elevado de capitais. Buscando manter uma política de controle monetário, o Banco Central retirou do mercado consideráveis volumes de recursos. As reservas internacionais aumentaram em torno de US\$ 10,1 bilhões (a preços de julho/94) no primeiro semestre de 1994. Frente a elevação nas taxas de juros americanas, o governo elevou as taxas de juros reais internas, procurando manter a atratividade interna aos capitais externos. A taxa do Over/Selic de 0,4% em janeiro, quase atingiu 5% em maio. No segundo semestre de 1994, as restrições impostas ao fluxo de capitais e a queda das taxas de juros no país contribuíram para reduzir a entrada de capitais.

Com o processo de monetização, o Banco Central injetou recursos num volume líquido de R\$ 20 bilhões, o que permitiu reduzir a dívida em mercado. No ano de 1994, o principal componente responsável pelo aumento da dívida mobiliária no mercado foi os encargos financeiros. A dívida mobiliária interna federal em poder do público atingiu

R\$ 60,5 bilhões (a preços de julho/94) em outubro de 1994, apresentando um crescimento de 13% no ano.

Figura 7: Dívida Mobiliária Interna Federal



Fonte: Banco Central do Brasil

A redução do volume de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional em poder do público e na carteira do Banco Central num montante de R\$ 53 bilhões (a preços de julho/94 - Figura 7) em 1994 é explicado pela transferência para o Tesouro Nacional da dívida externa depositada no passivo do Banco Central e concomitante resgate antecipado de NTN-L (Notas do Tesouro Nacional – série especial), nos termos do Plano Brasileiro de Financiamento com os bancos privados internacionais. A Tabela 4 permite observar a queda no ano de 1994 na participação dos títulos do Tesouro Nacional no montante de títulos em poder do público.

Tabela 4: Participação Percentual de Títulos em Poder do Público

Em %	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tít. do T.N.	78,0	41,6	78,4	57,1	45	47
Tít. do B.C.	22,0	58,4	21,6	42,9	55	53

Fonte: Banco Central do Brasil

Com relação ao prazo médio da dívida mobiliária interna pública, o governo conseguiu prolongar o período médio dos títulos federais em mercado. Isso foi possível devido à redução dos índices inflacionários e a estratégia do governo de substituir títulos com prazos decorridos por novos papéis. O prazo aumentou de 103 dias em dezembro de 1993 para 162 dias ao final de 1994.

A dívida estadual e municipal em poder do público declinou durante o ano de 1994. O acordo realizado entre o Governo Federal e os Estados - citado anteriormente -, permitiu a redução de R\$ 11 bilhões (a preços de julho/94) na dívida em poder do público. A dívida total dos Estados e Municípios atingiu R\$ 22,4 bilhões em dezembro de 1994.

O ano de 1995 inicia com nível elevado de atividade econômica. O aquecimento na demanda efetiva e o aumento nas importações provocaram a adoção de uma série de medidas com o objetivo de estabilizar o consumo em níveis adequados. A variação do índice de preços (IGP-DI), registrou um crescimento de 2,3% em abril, um ponto percentual acima do registrado em janeiro. Como resultado das políticas de liberalização às importações e a moeda valorizada, o volume das importações continuou crescendo acompanhado pela queda no nível das exportações. A balança comercial registrou déficit de US\$ 1,07 bilhões (a preços de julho/94) em fevereiro. No primeiro semestre de 1995, frente às dificuldades de alguns setores industriais, o governo elevou algumas alíquotas de importação. Preocupado com os déficits na balança comercial, o governo incentivou as exportações. No mês de julho, a balança comercial fechou com um saldo positivo de US\$ 2 milhões (a preços de julho/94). A Figura 4 apresentada anteriormente mostra esse comportamento.

O Brasil vinha tendo saldos decrescentes na balança de capitais nos primeiros meses do ano como consequência principal da crise do México e as restrições impostas à entrada de capitais de curto prazo no segundo semestre do ano anterior. No primeiro trimestre de 1995, foram registradas perdas de quase US\$ 5 bilhões nas reservas internacionais (Figura 5).

A crise do México gerou expectativas negativas para o desenvolvimento das políticas econômicas que vinham sendo adotadas no país. Para evitar maiores perdas de reservas, o Banco Central adotou uma política de taxas de juros ativa. A taxa de juros real mensal do Over/Selic passou de 2% em janeiro de 1995 para 3,8% em maio (Figura 6).

Com as expectativas negativas em alta, o governo adotou em março um sistema de Bandas Cambiais para evitar especulações contra a moeda. O novo sistema permite que a taxa de câmbio varie livremente dentro de parâmetros pré-estabelecidos. Caso esses limites fossem atingidos, o Banco Central atuaria no mercado comprando ou ofertando divisas para manter a taxa dentro dos limites estabelecidos. O influxo de capitais no país voltou a crescer no segundo trimestre do ano.

No segundo semestre de 1995, a elevação das taxas de juros reais aumentou o diferencial com as taxas internacionais (Figura 6), e o país recebeu um influxo crescente de capitais. Para manter a taxa de câmbio dentro das bandas, o governo atuou comprando divisas. Esse procedimento resultou em abrupto crescimento das reservas internacionais. No conceito de liquidez internacional foi registrado um crescimento em torno de US\$ 17 bilhões (a preços de julho/94) nas reservas só no segundo semestre (Figura 5).

Para manter sob controle a liquidez no mercado, o Banco Central retirou o excedente do mercado via colocação de títulos, buscando assegurar o estabelecimento dos limites pré-estabelecidos para a base monetária no início do Plano Real. Tal política levou a uma crescente colocação de títulos do Banco Central em mercado. O gráfico 7 mostra essa tendência. Foram colocados com facilidade os Bônus do Banco Central com prazo de 56 dias.

Para o Tesouro Nacional, a dificuldade de ajuste fiscal foi crescente, a crise bancária e a ajuda financeira aos estados e municípios, juntamente com o aumento dos custos financeiros da dívida interna devido a elevada taxa de juros sobre ela, pesaram sobre as contas públicas. Sob a ótica de financiamento, as contas do Governo Federal, no conceito operacional, registraram déficits de R\$ 3 bilhões (a preços de julho/94) em dezembro. A colocação líquida de títulos do Tesouro em mercado foi positiva em 1995 (Figura 7). Foram colocadas Letras do Tesouro Nacional de 121 dias e Notas do Tesouro Nacional - série H de 213 dias. Ao final do ano de 1995, a dívida mobiliária interna federal em mercado chegou a R\$ 85 bilhões (a preços de julho/94). O prazo médio em mercado aumentou de 157 dias em janeiro para 192 em dezembro.

As finanças estaduais e municipais apresentaram piores resultados em 1995 com relação a 1994, os gastos elevaram-se mesmo com a redução do custo efetivo de rolagem da dívida mobiliária. Quase a totalidade da dívida mobiliária financiada pelo over foi trocada por papéis do Banco Central. Houve também crescimento real das receitas com ICMS, mas o crescimento nas despesas superou o crescimento das receitas. As dívidas estaduais

concentram-se principalmente nos estados mais desenvolvidos, São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, e a maior parcela compõe-se de Antecipação de Receitas Orçamentárias. Em dezembro o saldo da dívida Estadual e Municipal em mercado atingiu 6,6 bilhões (a preços de julho/94) e em custódia no Banco Central mais R\$ 22,8 bilhões. No total, a dívida mobiliária dos estados e municípios correspondeu em dezembro de 1995 a R\$ 31 bilhões (Figura 3).

Em 1996, a inflação continuou em queda num cenário de crescimento econômico e redução gradual das taxas de juros no país. Em agosto o IGP-DI registrou inflação zero e em dezembro 0,8%. O Produto Interno Bruto cresceu 2,9% no ano.

Na balança comercial houve um relativo equilíbrio no primeiro semestre. O crescimento das importações foi acompanhado por um volume maior de exportações. Frente aos frequentes déficits na balança comercial, o governo procurou conceder incentivos às exportações. Foi instituído um programa de financiamento pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) abrangendo os setores mais atingidos pela competição externa e também houve a redução da carga tributária incidente sobre o setor. Para as importações não foram adotadas medidas generalizadas no sentido de inibi-las, mas foram utilizados mecanismos de proteção a alguns setores, como o têxtil, o automobilístico e de brinquedos. Em junho o déficit na balança comercial foi de US\$ 306 milhões (a preços de julho/94).

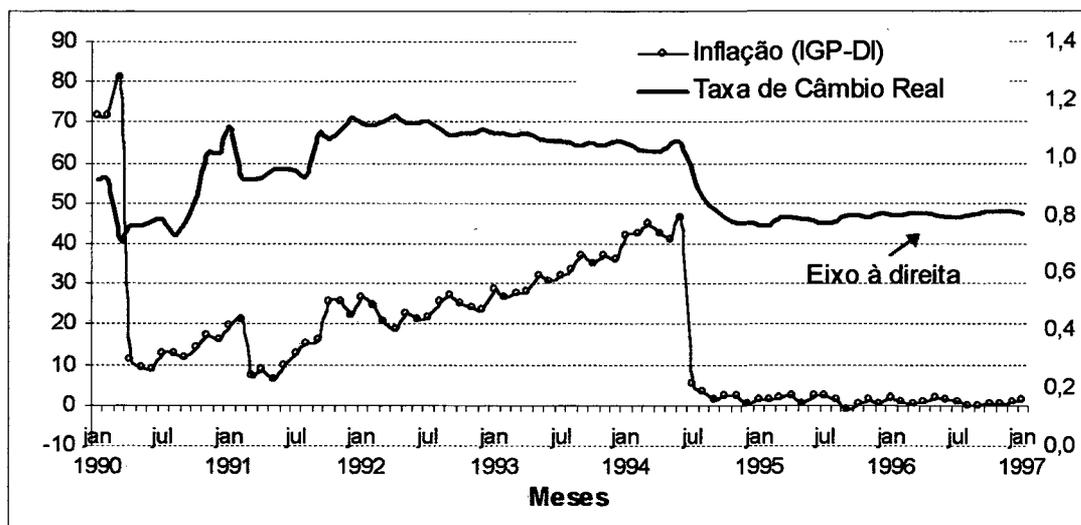
No segundo semestre, as maiores facilidades de crédito com aumento no nível de atividade econômica aliado às facilidades para importar, elevaram os níveis das importações. As exportações apresentaram declínio. Em dezembro o déficit na balança comercial chegou a US\$ 1,6 bilhões (a preços de julho/94).

Com relação ao câmbio, o governo manteve a política de mini-desvalorizações nominais. Os limites das bandas cambiais foram modificadas diversas vezes desde sua criação, em março de 1995. A taxa de câmbio real ficou praticamente inalterada durante o ano (Figura 8).

Mesmo com a queda nas taxas de juros internas, o país recebeu um grande volume de capitais externos. O avanço no processo de privatizações – foram arrecadados US\$ 4 bilhões em 1996 - e os dois anos de estabilidade econômica contribuíram para mudar o perfil dos capitais que entraram no país. Diferentemente dos dois anos anteriores, a entrada de recursos para investimento direto do exterior, cuja permanência é maior no país,

prevaleceu. Para evitar o ingresso de recursos de curto prazo, o governo tomou algumas medidas. Foram vetadas as aplicações de recursos captados e não repassados com correção cambial e eliminado o recolhimento do IOF relativo aos recursos externos ingressados para aplicação em Fundos Mútuos de Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário.

Figura 8: Inflação e Taxa de Câmbio Real



Taxa de câmbio real calculada com base no índice de preços ao consumidor – IPC dos EUA, taxa mensal e IGP-DI de fechamento mensal do Brasil. Índices de preços com base de cálculo em julho/1994.

Fonte: Banco Central do Brasil

Para manter os princípios do Plano Real, as autoridades monetárias atuaram no mercado recolhendo o excedente de divisas. Tal política resultou em crescimento das reservas internacionais no Banco Central (Figura 5). No conceito liquidez internacional houve um crescimento próximo aos US\$ 6 bilhões (a preços de julho/94).

Dando continuidade ao processo de emissão de títulos para recolher o excedente de liquidez no mercado, o Banco Central aumentou a colocação de papéis de sua emissão em poder do público. Houve um crescimento de R\$ 21 bilhões (a preços de julho/94) no ano de 1996. Em dezembro de 1996, o saldo total da dívida mobiliária do Banco Central em mercado foi de R\$ 59 bilhões.

As operações do Tesouro Nacional com títulos públicos resultaram em crescimento da dívida mobiliária de sua responsabilidade no montante de R\$ 16 bilhões (a preços de julho/94). O saldo total em dezembro atingiu R\$ 82,4 bilhões. Destes, 19% estão em carteira do Banco Central e 81% em poder do público. No ano anterior esta relação

correspondia a 30% na carteira do Banco Central e 70% em poder do público. Tal aumento do volume de títulos em poder do público reflete principalmente os gastos financeiros com a dívida pública e a necessidade de capitalização do Banco do Brasil. Em março de 1996, o Tesouro Nacional foi autorizado a emitir NTN-J para o processo de capitalização do Banco do Brasil.

O ajuste esperado nas finanças públicas não foi atingido. Houve elevado déficit operacional, principalmente como resultado das despesas com juros da dívida interna que atingiram R\$ 25 bilhões em 1996 (a preços de dezembro de 1996, usando como deflator o IGP-DI). A dívida mobiliária interna federal em poder do público teve um saldo em dezembro de R\$ 126,6 bilhões (a preços de julho/94), superior em 46,6% em termos reais com relação a dezembro de 1995. Os papéis do Banco Central foram responsáveis por 54% deste crescimento.

O prazo médio em mercado aumentou (Tabela 5), passou de 183 dias em janeiro para 241 dias em dezembro de 1996. Esse aumento no prazo médio foi conseguido principalmente pela emissão das NTN-J destinadas à capitalização do Banco do Brasil.

Tabela 5: Prazo Médio dos Títulos Públicos Federais em Mercado

1995					1996				
jan	abr	Jul	set	dez	jan	abr	Jul	set	dez
157	218	205	208	200	183	177	254	245	241

Fonte: Banco Central do Brasil

Os estados não conseguiram ajustar as suas finanças; mesmo com a ajuda do governo federal, houve crescimento das despesas. Houve crescimento da arrecadação de ICMS, mas os estados apresentaram déficits operacionais elevados (Figura 2). Os déficits resultaram em endividamento crescente principalmente nos Estados mais desenvolvidos. A dívida total estadual e municipal aumentou R\$ 6 bilhões (a preços de julho/94) no ano de 1996, destes, R\$ 3,6 bilhões em poder do público, os demais foram para a carteira do Banco Central. Para controlar esse endividamento, o Conselho Monetário Nacional baixou a resolução nº 2.329 em 30/10/96, restringindo a compra de títulos dos Estados por bancos estatais e limitando a 5% do patrimônio líquido dos bancos privados e dos fundos de investimentos à aplicação nesses papéis.

4.1. Em Resumo

Após o início do Plano Real - dezembro de 1993 - o crescimento da dívida mobiliária interna federal em poder do público vem ganhando espaço na mídia como um dos grandes problemas a serem enfrentados pelo Plano Real. Seu valor saltou dos R\$ 45 bilhões em dezembro de 1994 para R\$ 126 bilhões (a preços de julho/94) em dezembro de 1996. Em relação ao Produto Interno Bruto, nos três primeiros anos de Plano Real, o crescimento chegou a 15,6% do PIB. Dos 5,1% que representava a dívida mobiliária em mercado no mês de dezembro de 1993 passou para 22,7% em dezembro de 1996.

Tabela 6: Indicadores da Dívida Mobiliária Interna Federal

% do PIB	Dez/1993	Dez/1994	Dez/1995	Dez/1996
Tesouro Nacional	11,9	17,3	14,6	14,8
Banco Central	1,1	7,7	8,5	10,7
Em carteira no B.C.	7,9	7,0	4,4	2,8
Em poder do Público	5,1	18,0	18,8	22,7

Fonte: Banco Central do Brasil

As finanças públicas federais, “ponto chave” para o sucesso do Plano Real, no seu primeiro ano, iniciaram apresentando bons resultados, conseguindo superávites operacionais. Isso foi possível devido ao conjunto de medidas adotadas para reduzir os gastos e ao mesmo tempo aumentar as receitas. Mas nos dois anos que se seguiram, 1995 e 1996, o governo federal começou a enfrentar problemas mais sérios. As despesas com pessoal e encargos sociais elevaram-se 51,7% nos três anos do Plano Real. Outra fonte de aumento nas despesas foi com os estados e os municípios, só o aumento no número de municípios correspondeu a 400⁸ entre 1994 e 1996. Mas foram as despesas financeiras com

⁸ Fonte: IBGE e Tribunal Superior Eleitoral

a dívida pública que mais dificultaram o ajuste nas contas do governo. Dos R\$ 5,6 bilhões gastos com juros da dívida interna em 1993, houve um crescimento para R\$ 34,7 bilhões (a preços de dezembro/96) em 1995 e fechou o ano de 1996 com R\$ 25,7 bilhões. A principal razão desse crescimento foi a manutenção de taxas de juros reais positivas elevadas durante os três primeiros anos do Plano Real.

A situação deficitária nas finanças públicas e a necessidade de ajuda ao sistema bancário, levou o Tesouro Nacional, em 1995, a aumentar a colocação de seus papéis em mercado, o que acarretou o crescimento da dívida mobiliária. Este crescimento foi acompanhado pela redução de seus papéis em carteira do Banco Central, conforme acordos para maior transparência nas contas entre Tesouro Nacional e Banco Central iniciados nos anos 80.

Os estados e municípios também enfrentaram dificuldades para ajustar as contas. Mesmo com o crescimento na arrecadação do ICMS, que apresentaram aumento real de 37% nos três primeiros anos do Plano Real, as contas pioraram. As despesas cresceram em ritmo maior, principalmente os gastos com funcionalismo. A busca de recursos pela colocação de títulos foi a “solução” encontrada por muitos estados. O crescimento da dívida mobiliária interna dos estados e municípios foi de 105% entre dezembro de 1994 e dezembro de 1996. Devido aos acordos com o governo federal, a maior parte da dívida foi retirada do mercado, sendo trocada por LBC-Es do Banco Central.

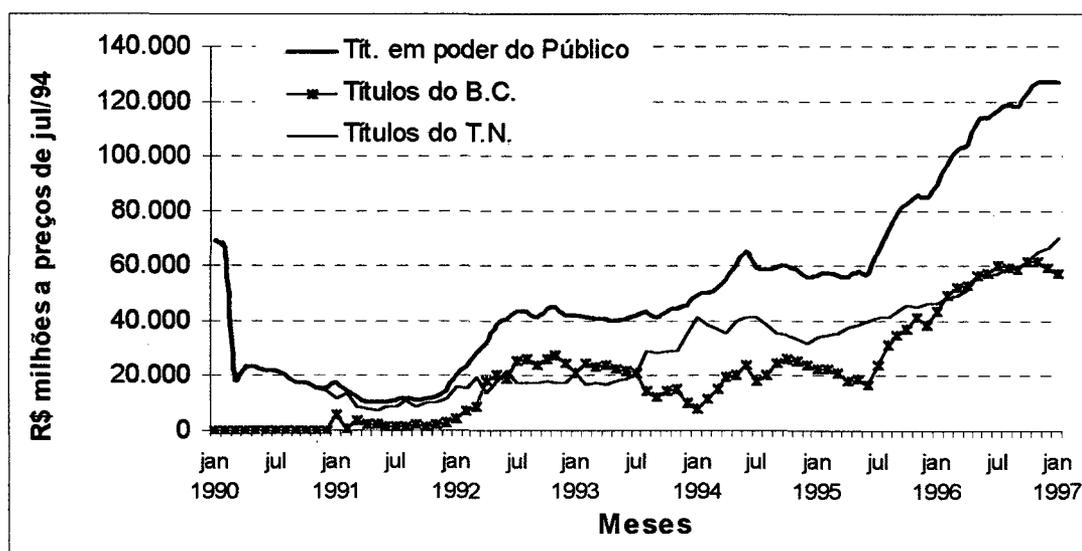
A outra fonte de crescimento da dívida mobiliária em mercado se refere à colocação de papéis de responsabilidade do Banco Central para fins de política monetária. Nos primeiros seis meses de Plano Real, primeiro semestre de 1994, as taxas de juros internas elevadas, tendo sido pressionada pela elevação das taxas internacionais, atraíram um influxo de capitais para o país, que pressionam o mercado de câmbio. Para manter a política de pequenas variações sobre a taxa real de câmbio, o Banco Central atuou comprando o excesso de oferta de moeda externa, acarretando em crescimento das reservas internacionais no montante de US\$ 10,1 bilhões (a preços de julho/94). Com o aumento da base monetária, o Banco Central tratou de contrai-la através da emissão de seus papéis. No período de ajuste – primeiros seis meses -, problemas com a sazonalidade na agricultura e os ajustes no sistema econômico levaram a um crescimento nos preços internos. Um aumento excessivo de liquidez no mercado, devido ao acúmulo de reservas, poderia levar a

uma maior dificuldade nos ajustes objetivado pelo governo para a entrada do novo padrão monetário, o Real. O aumento de títulos do Banco Central em poder do público nesse período chegou a R\$ 7,6 bilhões (a preços de julho/1996).

No segundo semestre de 1994, o processo de monetização da economia e as restrições impostas a entrada de capitais de curto prazo possibilitou ao Banco Central contrair a dívida em mercado. A crise no México no final do ano e o grande volume de capitais que deixaram o país pressionaram o câmbio.

Para evitar um ataque especulativo, o governo adotou o sistema de bandas cambiais em março de 1995. A partir de março, com o estabelecimento de um ambiente mais estável, com taxas de juros reais elevadas, o influxo de capitais ao país voltou a crescer. Novamente a política adotada pelo governo de controlar o câmbio evitando desvalorizações fora das bandas provocou o acúmulo de reservas internacionais. Para não deixar que a liquidez em mercado pressionasse os preços, o Banco Central colocou em mercado títulos de sua responsabilidade. Conseqüentemente a dívida mobiliária federal interna em mercado cresceu extraordinariamente. De R\$ 17 bilhões em julho de 1995 a dívida de responsabilidade do Banco Central evoluiu para R\$ 59,7 bilhões em dezembro de 1996. A Figura 9 demonstra o crescimento dos títulos do Banco Central e Tesouro Nacional em mercado.

Figura 9: Dívida Mobiliária Interna Federal em Mercado



Fonte: Banco Central do Brasil

Pode-se observar na Figura 9, que o principal responsável pelo crescimento pós Plano Real da dívida interna mobiliária em mercado foi o Banco Central, principalmente após a criação das bandas cambiais (março de 1995). Como o influxo de capitais ao país manteve-se elevado após março de 1995, aumentando as reservas internacionais devido à compra de divisas para evitar pressão sobre o câmbio, conseqüentemente houve aumento da liquidez em mercado. Para um ambiente econômico de inflação abaixo dos 3% - segundo registrado pelo índice IGP-DI -, restringindo-se a possibilidade de se utilizar do imposto inflacionário, a colocação líquida de títulos do Banco Central em mercado ocorreu mais intensamente, com o objetivo de retirar o excedente de liquidez.

CAPÍTULO V: CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

5.1. Conclusão

Procurou-se analisar nesta pesquisa quais foram as causas e responsabilidades no processo de endividamento mobiliário interno do setor público nos três primeiros anos do Plano Real.

As políticas adotadas pelo governo no Plano Real, com controle sobre o câmbio e restrição monetária, foram os principais causas do crescimento da dívida mobiliária interna do setor público.

A manutenção de um elevado diferencial entre as taxas de juros internas e internacionais, unido a um ambiente de privatizações, atraiu elevados fluxos de capitais. A entrada desses capitais no país gerou excesso de moeda estrangeira, pressionando a taxa de câmbio. Procurando manter o controle sobre o câmbio, o Banco Central atuou comprando divisas no mercado, aumentando a demanda por estas. A atuação do Banco Central levou a um crescimento elevado nas reservas cambiais e um aumento de moeda em mercado. Procurando evitar que o excesso de liquidez gerasse focos inflacionários, o Banco Central atuou colocando títulos de sua responsabilidade em mercado, retirando assim, o excesso de moeda. Essa política foi mais acentuada quando houve adoção do sistema de bandas cambiais – março de 1995. Nesse período, a ausência de inflação elevada comparativamente aos anos anteriores, restringiu a possibilidade do Banco Central de se utilizar do imposto inflacionário. Isso representou maior necessidade de colocação de títulos para manter os níveis de liquidez em mercado.

Outro fator a se destacar no crescimento da dívida mobiliária interna, foi o elevado custo financeiro com a dívida pública. O pagamento de juros sobre a dívida durante os três primeiros anos do Plano Real manteve-se elevado, pesando sobre as contas públicas. A dificuldade de ajustar as finanças públicas, federal, estadual e municipal provocaram um aumento na colocação de títulos em mercado.

5.2. Recomendações

Recomenda-se uma investigação no sentido de avaliar as alternativas que o governo tem para reduzir a dívida interna existente e de elevado custo, mantendo-se a política atual de controle de câmbio e restrição monetária. Um estudo com este objetivo contribuiria para visualizar as possibilidades do Plano Real de manter a estabilidade econômica sem um elevado custo financeiro da dívida interna.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES, Silvio. O desafio do déficit público. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 2, p. 139-145, abr./jun. 1988.
- ANDIMA, Série Histórica da Dívida Pública. Rio de Janeiro, 1993.
- ARIDA, Persio; RESENDE, Andre L.; ROZENWURCEL, Guillermo et al.. **Inflação Zero**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- BRANDÃO, Carlos. A dívida pública interna, seus problemas e soluções - I parte. **Conjuntura Econômica**, p. 47-56, out. 1989.
- BACHA, Edmar Lisboa. Plano Real: Uma Avaliação Preliminar. **BNDES**. Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 03-26, jun. 1995.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Títulos Públicos Federais Registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC**. Departamento Econômico, ago 1996. Mimeo.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, vários números.
- BORTOT, Ivanir J. Dívida federal subiu 11,38% só em fevereiro. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 15 mar. 1996.
- _____, Ivanir, PERES, Leandra. Tesouro dobra gasto com os juros da dívida. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 18 out. 1996.
- CARDOSO, Eliana. O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público. **Revista Economia Política**, v. 8, n. 2, p. 5-20, abr./jun. 1988.
- CALVO, Guillermo A.; LEIDERMAN, Leiderman; REINHART, Carmen M. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. **Jornal of Economic Perspectives**, v. 10, n. 2 spring 1996. p. 123-139.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**. Tradução e revisão técnica Roberto Luiz Troster. 2ª ed. São Paulo: Makron Books, 1991.

FRAGA NETO, Armínio; RESENDE, André. Déficit, dívida e ajustamento: um nota sobre o caso brasileiro. **Revista Economia Política**, v. 5, n. 4, p. 57-63, out./dez. 1985.

FRANÇA, Paulo Oscar. Déficit Público e Política Econômica. In: DÉFICIT PÚBLICO BRASILEIRO: POLÍTICA ECONÔMICA E AJUSTE ESTRUTURAL. Organizado por Ernesto Lozardo. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987 p. 129-140.

FREDIANI, Ramóm. **Planes de estabilización y reforma estructural em América Latina**. Buenos Aires, Argentina: Grancharoff J. A., 1996.

FRY, J. Maxwell. Administrando o financiamento do déficit público. **Revista Brasileira de Economia**, v. 43 n. 4, p. 591-616, out./dez. 1989.

FURUGUEM, Alberto; et al. **Dívida Pública Líquida, Evolução 1982-1995 e Perspectivas de Curto Prazo**. 29 mar. 1996. Banco Investimentos Garantia S.A. Brazil research. p. 1-33.

GIAMBIAGI, Fabio. Necessidade de Financiamento do Setor Público: 1991/96 – bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 27, n. 1, p. 185-220, abr. 1997.

_____, Fabio. Evolução e custo da dívida líquida do setor público: 1981/94 **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 26 n. 1, p. 04/1996.

_____, Fábio. O Pagamento da dívida interna. **Revista Economia Política**, v. 15 n. 2, p. 76-92, abr./jun. 1995.

KANDIR, Antonio. **A Dinâmica da Inflação**. São Paulo:Nobel, 1989.

KINDLEBERGER, Charles P. **Economia Internacional**. Tradutor Luiz Aparecido Caruso. 4ª ed. São Paulo:Mestre, 1974.

LAVORATTI, Liliana E. Orçamento prevê déficit de R\$ 8,8 bi em 1997. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 02 set. 1996. Finanças & Mercado, p. A-6.

MOREIRA, Roberto Moreno. **A determinação da taxa de juros em uma economia financeiramente aberta**. Rio de Janeiro:Ed. FGV, 1987.

RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, vários anos.

ROSA, Rosalda N. Dívida de R\$ 213,6 bi ameaça real. **Diário Catarinense**, Florianópolis, 03 maio 1996.

ROSSI, Jose W. Considerações sobre a questão da dívida pública. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 16 nº 2 08/1986.

SACHS, Jeffrey, ZINI, Alvaro. A inflação brasileira e o "Plano Real". **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 2(58), p. 26-49, abr./jun. 1995.

SALASAR, William. BC surpreende mercado com nova elevação da minibanda. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 22 abr. 1996. *Finanças & Mercado*, pg. B-4.

WILLIAMSON, Jonh. **Economia Aberta e a Economia Mundial**. Tradução Jose Ricardo Brandão-Azevedo. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

ZINI , Álvaro Antônio. **Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil**. São Paulo: EDUSP, 1993.

ANEXOS

Anexo I - Características dos Títulos Público Federais

São apresentados neste capítulo, as características principais de diversos papéis utilizados para captação de recursos no mercado interno pelo Governo Central (Tesouro Nacional e Banco Central). Alguns dos papéis apresentados abaixo já foram extintos.

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

Finalidade: Título emitido pelo Tesouro Nacional, com o objetivo de arrecadar recursos para manutenção do equilíbrio orçamentário, ou realizar operações de crédito por antecipação da receita.

Base legal/Regulamentar: Lei 7.777 de 19/06/89.

Valor Nominal: NCz\$ 1,00.

Prazo: Máximo de 25 anos.

Rentabilidade: Máxima de 12% a.a.. São pagos semestralmente, calculados sobre o valor nominal reajustado monetariamente ou de acordo com a variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio, fixado pelo Banco Central, desde a data da emissão até o dia do vencimento.

Forma de colocação: Através de ofertas públicas pela Secretaria do Tesouro Nacional às instituições autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais, sendo facultado às pessoas físicas e jurídicas não-financeiras participarem das ofertas por intermédio de instituições integrantes do SELIC – Sistema de Liquidação e Custódia.

BTN-E – Bônus do Tesouro Nacional (Série Especial)

Finalidade: Título emitido pelo Tesouro Nacional, como lastro dos cruzados novos retidos no Plano Collor I.

Base legal/Regulamentar: Lei 8.024 de 12/04/90.

Valor Nominal: Múltiplos de NCz\$ 1,00.

Prazo: Máximo de 30 anos.

Rentabilidade: 6% a.a., calculada sobre o valor nominal atualizado monetariamente.

Forma de colocação: Os títulos foram emitidos diretamente para a Carteira do Banco Central como lastro dos cruzados bloqueados.

Resgate: Foram efetuados a partir de agosto, em 12 parcelas mensais, iguais e sucessivas, atualizados monetariamente pela variação do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal, verificada entre as datas de emissão e resgate, acrescidos de juros ou fração pro rata.

LFT – Letras do Tesouro Nacional

Finalidade: Cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação da receita.

Base legal/Regulamentar: Decreto-Lei 2.376 de 25/11/87.

Valor Nominal: CR\$ 1.000,00.

Prazo: Determinado em comunicados da Secretaria do Tesouro Nacional, tendo em vista que não consta do texto oficial, a citação específica a respeito do assunto.

Rentabilidade: Rendimentos definidos pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais.

Forma de Colocação: Por intermédio de ofertas públicas.

Resgate: Pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

LT – Letras do Tesouro

Finalidade: Utilizada como garantia, aos empréstimos concedidos a bancos, oriundos da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil.

Base legal/Regulamentar: Decreto-Lei 4.792 de 05/10/42.

Prazo: Máximo de 180 anos.

LTN/OTN – Letras e Obrigações do Tesouro Nacional

Finalidade: Atender ao financiamento dos déficits públicos da União e de controle de preços via política monetária.

Base legal/Regulamentar: Lei 3.337 de 12/12/57.

Valor Nominal: Fixado pelo Ministério da Fazenda, podendo a emissão ser feita em séries, com tipos e juros diferentes, e, em alguns casos, possuindo cláusula de intransferibilidade.

Prazo: Variam entre 60 dias e 5 anos.

Rentabilidade: Entre 6 a 12% a.a.. Os títulos correspondentes à empréstimos de prazo inferior a 1 ano e emitidos num período de 3 anos, a contar da vigência dessa lei, poderiam conter cláusula de garantias contra eventual desvalorização da moeda, sendo efetuada de acordo com índices que fossem sugeridos pelo Conselho Nacional de Economia.

LTN – Letra do Tesouro Nacional

Finalidade: Cobertura de déficits orçamentários, bem como para realização de operações de crédito por antecipação da receita. O Decreto-Lei 1.079 de 29/01/70, autorizou a emissão de LTNs para o desenvolvimento de operações de "mercado aberto", com fins monetários, pelo Banco Central do Brasil. O Decreto-Lei 2.376 de 26/11/87, entretando limitou a emissão de títulos pela União, que somente poderia emití-los para cobrir déficit no Orçamento Geral da União, mediante autorização legislativa.

Base legal/Regulamentar: Lei 4.595 de 31/12/64, Decreto-Lei 1.079 de 29/01/70, Decreto-Lei 2.376 de 25/11/87 e Resolução 564 de 20/09/79.

Valor Nominal: Múltiplo de CR\$ 1.000,00.

Prazo: Mínimo de 28 dias.

Rentabilidade: Sobre a forma de desconto, representado pela diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação pelo Banco Central e o valor nominal de resgate.

Forma de Colocação: Através de ofertas públicas, com a realização de leilões pelo Banco Central.

Resgate: Pelo valor nominal no vencimento.

LTN-E - Letras do Tesouro Nacional (série Especial)

Finalidade: Cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação da receita. Utilizada para a liquidação do saldo devedor de operações realizadas pelo Banco Central, em nome do Tesouro Nacional, até 31/12/87, no âmbito do orçamento monetário.

Base legal/Regulamentar: Decreto-Lei 2.376 de 25/11/87.

Prazo: Foram todas resgatadas no quando da separação entre as contas do Tesouro Nacional e Banco Central em 1993.

Rentabilidade: Correção Monetária com base nos índices definidos pelo Governo Federal.

Forma de Colocação: Diretamente entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

LTN-F - Letras do Tesouro Nacional (série Flutuante)

Finalidade: Cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação da receita.

Base legal/Regulamentar: Lei 4.595 de 31/12/64 e Resolução 1.142 de 26/06/86.

✱

Valor Nominal: Múltiplo de CZ\$ 1.000,00.

Prazo: Múltiplo de 63 dias, sendo que o mínimo de 378 dias.

Rentabilidade: Taxa de juros flutuante, redefinidos para cada período de fluência e calculados sobre o valor nominal. O pagamento de juros era efetuado a cada 63 dias.

Forma de Colocação: Oferta públicas competitivas.

Resgate: Pelo valor nominal no vencimento acrescido dos juros do período.

NTN – Nota do Tesouro Nacional

Finalidade: Cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação da receita.

Base legal/Regulamentar: Lei 8.177 de 01/03/91, art. 30; Lei 8.249, de 24/10/91; Decreto 317, de 30/10/91; Decreto 334, de 06/11/91.

Valor Nominal: CR\$ 1.000,00.

Prazo: Máximo de 30 anos.

Rentabilidade: Em função da série podem ser utilizados os seguintes indicadores: variação do IGP-DI ou TR – Taxa Referencial ou variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central.

Forma de Colocação: Por intermédio de ofertas públicas.

OTN – Obrigações do Tesouro Nacional

Finalidade: Títulos destinados a financiar despesas do Tesouro Nacional.

OBS: O Decreto-Lei 2284/86 (Plano Cruzado), alterou a antiga denominação "ORTN" e fixou o valor da OTN a partir de 03/03/86 em CR\$ 106.40, permanecendo inalterado até 28/02/87. Em fevereiro de 1989 foi extinta.

Base legal/Regulamentar: Lei 4.357/64, Decreto 54.252/64 e Decreto-Lei 2.284/86, art. 6º.

Valor Nominal: Reajustado todo mês com base na variação do IPC.

Prazo: Mínimo de 1 ano e máximo de 20 anos. Em 1985, através da resolução CMN nº 1.075/85, foi autorizado a emissão de OTN exclusivamente escritural com prazo mínimo de 6 meses.

Rentabilidade: a) Juros de 6% a.a. pagos semestralmente. b) Correção monetária fixada mensalmente com base na variação do IPC calculado pelo IBGE. c) Opção de correção cambial.

Forma de colocação: Oferta pública com acesso exclusivo às entidades financeiras integrantes ao SELIC.

Resgate: Pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

Finalidade: Financiar as despesas do Tesouro Nacional e possibilitar um controle no mercado financeiro pela autoridade monetária.

Base legal/Regulamentar: Lei 4.357/64 e Decreto 54.252/64.

Valor Nominal: Reajustado a cada mês de acordo com o valor nominal vigente na data de emissão.

Prazo: Mínimo de 1 ano de máximo de 20 anos.

Rentabilidade: a) Juros pagos semestralmente. A partir de 25/03/85, os juros passaram a ser fixados em 6% a.a. para as ORTNs de 1,2,3,4 e 5 anos de prazo. b) Correção monetária fixada mensalmente em força do poder aquisitivo da moeda. c) Correção cambial.

Forma de Colocação: Através de leilões mensais promovidos pelo Banco Central.

Resgate: Pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

ORTN-E - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (série Especial)

Finalidade: Títulos destinados a cobrir com o saldo devedor da Previdência oficial, colocado compulsoriamente junto à rede bancária, pública e privada.

Base legal/Regulamentar: Decreto-Lei 1.911 de 29/11/81.

Valor Nominal: De acordo com o valor da ORTN de janeiro de 1982.

Prazo: De 5, 6 e 7 anos

Rentabilidade: Correção monetária em valor equivalente a 60% da correção monetária aplicável às ORTNs, de que trata a Lei 4.357 de 16/07/64.

Resgate: Pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

LBC – Letras do Banco Central

Finalidade: Instrumento de política monetária.

Base legal/Regulamentar: Lei 4.595 de 31/12/64, Resolução CMN nº 1.124 de 15/05/86.

Valor Nominal: Múltiplos de CR\$ 1.000,00.

Prazo: Máximo de 1 anos.

Rentabilidade: Definida pela taxa média ajustada dos financiamentos, apurados no SELIC para títulos federais, divulgada pelo Banco Central, calculada sobre o valor nominal e paga no resgate do título.

Forma de colocação: Através de ofertas públicas, cujas condições serão divulgadas através de editais publicados pelo Banco Central.

Resgate: Pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

BBC – Bônus do Banco Central

Finalidade: Títulos emitido pelo Banco Central, com o objetivo de servir como instrumento de política monetária

Base legal/Regulamentar: Lei 4.595 de 31/12/64 – Resolução CMN nº 1.780 de 21/12/90.

Valor Nominal: Múltiplo de CR\$ 1.000,00.

Prazo: Mínimo de 28 dias.

Rentabilidade: Sob a forma de desconto, representado pela diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação pelo Banco Central e o valor nominal de resgate.

Taxa de Juros: Não há.

Resgate: Pelo valor nominal, no vencimento.

Forma de colocação: Através de ofertas públicas pelo Banco Central às instituições autorizadas a operar nos mercados financeiros e de capitais, sendo facultado às pessoas físicas e jurídicas não-financeiras participarem das ofertas por intermédio de instituições integrantes do SELIC – Sistema de Liquidação e Custódia.

NBC – Nota do Banco Central do Brasil

Finalidade: Títulos para fins de política monetária.

Base legal/Regulamentar: Resolução CMN nº 1841 de 16/07/91.

Valor Nominal: Múltiplo de Cr\$ 1.000,00.

Prazo: Máximo de 1 ano.

Rentabilidade: Calculado com base na TRD – Taxa Referencial Diária

Forma de colocação: Oferta pública, cujas as condições eram divulgadas pelo Banco Central.

Resgate: No vencimento, pelo valor resultante da aplicação do fator acumulado das TRDs – Taxas Referencias Diárias, verificadas no período de vigência do título, sobre o valor nominal.

NBC-E – Nota do Banco Central do Brasil – Série Especial

Finalidade: Títulos para fins de política monetária.

Base legal/Regulamentar: Artigo 9º e inciso V do art. 2º da Lei nº 4.595, de 31/12/64; art. 1º , parágrafo 2º da Lei 8.646, de 7/4/93 e Resolução nº 2.043 do Banco Central, de 13/01/94.

Valor Nominal: Múltiplo de CR\$ 1.000,00.

Prazo: Mínimo de 3 anos.

Rentabilidade: 6% ao ano, e atualizado pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgadas pelo Banco Central, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título.

Forma de colocação: Oferta pública, cujas as condições eram divulgadas pelo Banco Central.

Anexo II – Dívida Mobiliária Interna Federal

Os valores apresentados neste anexo estão em moeda corrente. Ao final do mesmo estão descritas as moedas correspondentes.

	Tít. fora do Banco Central	Tít em carteira do B.C.	Tít. de Respons. do T.N.
	Total	Total	Total
1985 Jan	62 142	39 410	101 552
Fev	68 204	49 866	118 070
Mar	78 597	54 430	133 028
Abr	93 755	57 925	151 680
Mai	112 225	66 080	178 304
Jun	128 945	76 557	205 501
Jul	151 884	82 217	234 101
Ago	171 049	89 445	260 494
Set	186 159	101 880	288 039
Out	216 320	106 241	322 561
Nov	235 122	123 563	358 685
Dez	258 489	144 244	402 733
1986 Jan	293 294	332 213	625 507
Fev	331 773	265 048	596 821
Mar	370 126	267 177	637 303
Abr	366 399	278 903	645 302
Mai	368 042	284 597	652 639
Jun	354 883	339 716	661 614
Jul	344 639	456 422	635 275
Ago	348 860	453 570	626 159
Set	358 169	499 028	664 043
Out	337 703	529 619	705 313
Nov	319 395	579 429	736 421
Dez	359 219	748 278	905 032
1987 Jan	417 706	896 746	1 083 649

	Fev	510 535	1 015 538	1 252 700
	Mar	584 709	1 027 036	1 304 030
	Abr	710 025	1 160 559	1 474 007
	Mai	987 383	1 272 900	1 746 967
	Jun	1 145 935	1 634 800	2 094 535
	Jul	1 267 982	1 889 107	2 411 490
	Ago	1 321 456	1 975 665	2 449 416
	Set	1 463 606	2 116 420	2 636 167
	Out	1 692 479	2 293 863	2 857 119
	Nov	1 992 502	2 703 438	3 279 737
	Dez	2 292 575	5 998 991	6 657 964
1988	Jan	2 776 439	6 848 893	7 773 772
	Fev	3 116 112	7 978 673	9 186 439
	Mar	3 478 498	9 426 433	11 131 484
	Abr	4 470 947	10 701 298	13 156 247
	Mai	5 492 307	12 152 475	15 977 083
	Jun	7 598 506	13 586 827	19 337 855
	Jul	9 256 635	16 476 867	24 112 751
	Ago	12 173 614	18 982 742	30 225 138
	Set	14 514 227	22 523 954	37 038 181
	Out	17 692 797	28 902 614	46 595 411
	Nov	22 739 901	39 240 050	61 979 951
	Dez	31 527 447	43 331 667	74 859 114
1989	Jan	36 768	56 785	93 553
	Fev	47 733	54 541	102 273
	Mar	58 802	59 262	118 064
	Abr	65 722	65 825	131 547
	Mai	68 097	77 513	145 610
	Jun	85 740	91 331	177 071
	Jul	113 968	118 984	232 952
	Ago	156 533	158 674	315 206
	Set	211 805	220 326	432 131

	Out	299 797	328 687	628 484
	Nov	433 780	505 964	939 744
	Dez	706 623	827 371	1 533 994
1990	Jan	1 102 105	1 466 499	2 568 603
	Fev	1 843 207	2 737 185	4 580 392
	Mar	933 613	5 699 591	6 633 204
	Abr	1 288 865	6 233 259	7 522 125
	Mai	1 427 308	6 845 313	8 260 181
	Jun	1 457 377	7 381 458	8 824 400
	Jul	1 646 566	7 960 057	9 592 164
	Ago	1 734 422	9 676 745	11 393 401
	Set	1 644 574	10 322 649	11 949 095
	Out	1 857 875	11 713 265	13 550 178
	Nov	1 923 171	13 801 129	15 698 976
	Dez	2 212 236	15 726 645	17 908 464
1991	Jan	3 106 106	19 512 105	21 566 644
	Fev	3 043 982	21 103 496	23 981 007
	Mar	2 811 510	24 027 281	25 984 265
	Abr	2 467 104	26 330 250	28 334 243
	Mai	2 644 734	28 919 240	30 944 471
	Jun	3 061 352	31 455 970	34 051 092
	Jul	3 488 455	32 828 438	35 750 927
	Ago	4 551 892	36 340 535	40 348 782
	Set	4 957 628	41 565 781	45 462 655
	Out	6 585 800	48 284 056	53 903 226
	Nov	8 755 642	62 780 189	70 105 081
	Dez	12 356 352	80 698 454	90 340 555
1992	Jan	21 901 040	97 474 187	114 607 672
	Fev	30 940 089	124 044 818	144 703 715
	Mar	46 435 968	149 287 381	181 096 617
	Abr	62 188 436	194 850 216	221 399 767
	Mai	90 901 696	234 436 415	277 479 153

	Jun	116 463 289	275 954 331	337 735 868
	Jul	151 447 303	348 959 994	410 682 375
	Ago	192 678 841	434 255 508	511 388 408
	Set	230 949 780	546 232 301	642 145 695
	Out	310 229 118	695 769 047	820 826 445
	Nov	392 122 205	821 100 738	973 588 700
	Dez	450 928 264	1 026 502 485	1 214 006 006
1993	Jan	581 412 697	1 248 159 149	1 537 164 460
	Fev	720 781 379	1 669 952 798	1 962 961 867
	Mar	906 745 469	2 112 192 218	2 494 471 107
	Abr	1 166 919 246	2 722 321 791	3 202 228 706
	Mai	1 527 953 518	3 465 310 415	4 141 157 380
	Jun	2 016 071 209	4 500 789 241	5 442 745 783
	Jul	2 762 133 683	5 816 818 943	7 214 043 616
	Ago	3 794 759 044	7 131 445 184	9 673 920 188
	Set	4 922 819 291	9 766 043 565	13 171 820 220
	Out	6 994 073 376	11 752 991 382	16 393 218 060
	Nov	9 753 913 187	15 891 376 520	22 323 427 487
	Dez	13 715 788 021	20 915 736 010	31 553 885 809
1994	Jan	21 162 804 301	28 182 377 598	45 806 490 400
	Fev	30 830 180 679	39 149 447 996	62 807 336 900
	Mar	46 172 738 402	56 686 849 904	89 471 950 800
	Abr	69 750 802 144	48 223 199 000	93 451 553 900
	Mai	107 262 988 122	61 842 569 398	132 538 785 309
	Jun	169 853 538 359	88 225 896 000	195 575 345 192
	Jul	59 522 824 037	26 735 500 000	68 420 678 000
	Ago	60 398 899 555	25 665 000 000	65 092 590 652
	Set	62 502 573 229	30 209 000 000	67 157 787 985
	Out	65 136 020 553	29 789 505 000	67 042 234 000
	Nov	64 561 180 196	31 453 000 000	68 190 901 999
	Dez	61 782 314 303	23 973 000 000	59 302 389 748
1995	Jan	63 396 548 730	22 996 000 000	61 123 448 857

	Fev	65 053 415 817	23 266 796 000	62 510 376 000
	Mar	65 345 861 816	23 676 146 114	64 866 916 534
	Abr	66 388 040 070	23 525 970 998	68 287 379 118
	Mai	68 907 393 849	24 282 278 000	70 377 667 045
	Jun	69 502 568 443	26 440 609 211	75 179 949 900
	Jul	82 233 079 468	24 029 098 243	76 052 022 700
	Ago	92 300 193 701	24 487 176 406	77 051 288 406
	Set	98 477 955 316	24 393 418 720	79 132 445 000
	Out	103 212 944 634	23 299 334 000	80 125 063 000
	Nov	109 047 331 637	25 272 681 000	82 085 021 268
	Dez	108 485 555 723	25 456 495 110	84 596 387 621
1996	Jan	116 649 000 000	26 056 000 000	86 115 000 000
	Fev	127 340 000 000	25 010 000 000	87 994 000 000
	Mar	133 585 000 000	23 846 000 000	88 804 000 000
	Abr	137 987 000 000	23 412 000 000	91 450 000 000
	Mai	151 236 000 000	23 899 000 000	99 699 000 000
	Jun	154 263 000 000	23 841 000 000	100 845 000 000
	Jul	160 432 000 000	23 808 000 000	102 027 000 000
	Ago	163 236 000 000	25 085 000 000	106 498 000 000
	Set	162 507 000 000	26 072 000 000	107 453 000 000
	Out	169 270 000 000	24 987 000 000	109 410 000 000
	Nov	175 176 000 000	21 063 000 000	111 478 000 000
	Dez	176 211 000 000	21 669 000 000	114 775 000 000
	Jan	179 590 000 000	17 334 000 000	116 294 000 000

OBS: Os dados estão expressos nas seguintes unidades monetárias:

Até fev/86	Cr\$ bilhões
de mar/86 a dez/88	Cz\$ milhões
de jan/89 a fev/90	Ncz\$ milhões
de mar/90 a jul/93	Cr\$ milhões
de ago/93 a jun/94	CR\$ mil
a partir de jul/94	R\$