

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL FORA
DO BANCO CENTRAL: 1950 – 2000**

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

Por: Adelita Pandini

Orientador: Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia

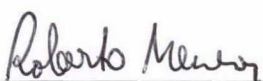
Palavras - Chaves: 1. Inflação
 2. Expectativas
 3. Títulos da Dívida Pública

Florianópolis, Junho de 2000


UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 8,5 a aluna Adelita Pandini na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

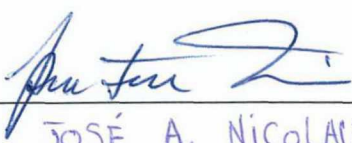
Banca Examinadora:



Prof. ROBERTO MEURER
Presidente



Prof. FERNANDO SEABRA
Membro



Prof. JOSÉ A. NICOLAU
Membro

SUMÁRIO

LISTA DE ANEXOS	v
LISTA DE FIGURAS	vi
LISTA DE TABELAS	vii
RESUMO	viii
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. PROBLEMÁTICA	1
1.2. OBJETIVOS	2
1.2.1. Geral	2
1.2.2. Específicos	2
1.3. METODOLOGIA	3
2. REVISÃO DA TEORIA	6
2.1. A ORIGEM DA DÍVIDA PÚBLICA	6
2.1.1. Os Gastos e Receitas do Governo	6
2.1.2. Como Financiar o Déficit do Governo	7
2.2. OS MECANISMOS DE CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA	8
2.3. DÍVIDA PÚBLICA E ESTABILIDADE MACROECONÔMICA	11
2.3.1. A Dívida Pública e a Política Monetária	11
2.3.2. A Dívida Pública e a Política Fiscal	13
2.3.3. Interação entre Política Fiscal e Política Monetária	14

3. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: 1950 - 2000	15
3.1. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	15
3.2. A EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	17
3.2.1. Os anos de 1950 até 1970	19
3.2.2. A década de 70	20
3.2.3. A década de 80	27
3.2.4. A década de 90	39
4. CONCLUSÃO	54
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 57
ANEXOS	58

LISTA DE ANEXOS

<i>ANEXO I: Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central</i>	_____	58
<i>ANEXO II: Siglas Utilizadas</i>	_____	67
<i>ANEXO III: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central (1950 - 1998)</i>	_____	68
<i>ANEXO IV: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação (1970 - 2000)</i>	_____	76

LISTA DE FIGURAS

<i>FIGURA 1: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central e Taxa de Inflação: 1970 a 2000</i>	<i>18</i>
<i>FIGURA 2: Evolução da Taxa de Inflação: 1970 a 1980</i>	<i>22</i>
<i>FIGURA 3: Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central e Taxa de Inflação: 1970 a 1980</i>	<i>24</i>
<i>FIGURA 4: Evolução da Taxa de Inflação: 1980 a 1990</i>	<i>28</i>
<i>FIGURA 5: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação: 1980 a 1990</i>	<i>32</i>
<i>FIGURA 6: Evolução da Taxa de Inflação: 1990 a 2000</i>	<i>42</i>
<i>FIGURA 7: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação: 1990 a 2000</i>	<i>46</i>

LISTA DE TABELAS

<i>TABELA 1: Remunerações e Indexadores dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central (1964 - 2000)</i>	17
<i>TABELA 2: Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1970 a 1975</i>	23
<i>TABELA 3: Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1975 a 1980</i>	25
<i>TABELA 4: Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1970 a 1980</i>	26
<i>TABELA 5: Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1980 a 1985</i>	31
<i>TABELA 6: Correlação entre a Participação dos Títulos Pós-fixados por Indexador e Taxa de Inflação: 1985 a 1989</i>	38
<i>TABELA 7: Correlação entre a Participação dos Títulos, por Indexador e Taxa de Inflação: 1990 a 1993</i>	44
<i>TABELA 8: Correlação entre a Participação dos Títulos, por Indexador e Taxa de Inflação: julho de 1994 a março de 2000</i>	50

RESUMO

Durante muitos anos o Brasil conviveu com uma das maiores fontes de incerteza dentro do cenário econômico, a inflação.

Em um ambiente inflacionário a procura por ativos financeiros não-monetários, aumenta. A dívida pública é composta por títulos que são ativos financeiros não-monetários. Esses títulos podem ser prefixados, quando no ato da compra já se sabe quanto vai se receber no final do período; ou pós-fixados, cujos rendimentos só se sabem no final do período. Teoricamente, quando a inflação é alta e instável a procura por títulos pós-fixados é maior, já quando a inflação evolui com estabilidade a participação dos títulos prefixados se amplia.

O objetivo geral do trabalho foi examinar a composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central ao longo de uma série temporal que se inicia em 1950 se estendendo até março de 2000, e relacionar as mudanças desta composição a mudanças no cenário macroeconômico brasileiro dando ênfase às alterações na taxa de inflação.

A análise dos dados, através da construção de gráficos e correlações, mostrou que as alterações na composição da dívida interna federal fora do Banco Central não obedeceram uma lógica definida ao longo do tempo em relação à taxa de inflação.

Nos anos 70 a participação dos títulos prefixados foi ascendente em detrimento dos pós-fixados. Nesse período a inflação, mesmo apresentando uma tendência crescente não foi motivo de preocupação para os agentes. Isso porque essa evolução ascendente da taxa de inflação se dava suavemente. Outro motivo para o aumento da participação dos prefixados foram os incentivos para a compra desses títulos.

Na década de 80 houve uma inversão, a participação dos pós-fixados foi crescente acompanhando a escalada inflacionária. De 1987 até 1990 nem mesmo havia títulos prefixados no mercado, enquanto que vários planos foram implementados para combater a inflação.

Nos anos 90, principalmente após o Plano Real, que baixou a taxa de inflação, as alterações na composição da dívida interna federal fora do Banco Central estão mais voltadas para incertezas geradas por choques nas economias externas. Por esse motivo, mesmo com a inflação baixa não ocorre a predominância da participação dos títulos prefixados e sim inversões entre os títulos prefixados e pós-fixados que se dão nos momentos em que ocorrem os choques externos.

1. INTRODUÇÃO

1.1. PROBLEMÁTICA

Durante muitos anos o Brasil conviveu com uma das maiores fontes de incerteza dentro do cenário econômico, a inflação.

Em um ambiente inflacionário, os agentes desenvolvem mecanismos e comportamentos de defesa contra os efeitos de deterioração do valor da moeda causados pela inflação. Esses mecanismos e comportamentos são voltados para a preferência por flexibilidade e se expressam pelo estabelecimento de contratos indexados e de curto prazo.

A dívida pública é formada por títulos, esses títulos são ativos financeiros não-monetários, quer dizer, pagam juros. Em momentos de alta inflação a demanda por esse tipo de ativo financeiro cresce. Isso se deve ao fato de que ativos monetários, ou que não pagam juros, tem seu valor deteriorado quando a taxa de inflação é alta. Portanto, o aumento da procura por ativos que rendam juros se dá pela incerteza dos agentes.

Os títulos públicos podem ser prefixados ou pós-fixados. Os títulos prefixados são aqueles onde, no ato da aplicação já se sabe quanto se vai receber no final do período, e já incluem uma estimativa da taxa de inflação esperada durante o tempo de aplicação. Os papéis pós-fixados são aqueles cujos rendimentos só se sabem no final do tempo de aplicação, porque dependem do seu indexador. No Brasil, os títulos pós-fixados apresentam vários indexadores, como por exemplo: taxa de câmbio, correção monetária, taxa SELIC, TR, TJLP, etc.

Teoricamente, em momentos de inflação alta e instável, quando os agentes têm grande incerteza sobre o futuro dessa variável, os títulos pós-fixados são os mais procurados. Em momentos de inflação estável a procura por títulos prefixados se amplia.

Ao longo da série construída para a pesquisa, a composição da dívida interna federal fora do Banco Central sofreu muitas modificações pela criação de novos tipos de títulos e indexadores. Isso se deve ao fato de que o cenário econômico também se alterou exigindo que o ofertante de títulos, no caso o Governo, ampliasse o leque de opções para os investidores adequando essas opções à mudança de expectativas dos agentes em relação ao ambiente macroeconômico. Entende-se por Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, os títulos da dívida em poder das instituições financeiras e em poder do público ou que não estão incluídos na carteira do Banco Central.

Do lado do Governo, há a necessidade de minimizar os custos da emissão de dívida, por outro lado há a necessidade de tornar os títulos atraentes, daí as mudanças no que se refere à composição dos títulos da dívida pública interna federal fora do Banco Central.

Dentro desse contexto, esse trabalho tem como problema de pesquisa verificar o comportamento da composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central ao longo de uma série temporal que se inicia em 1950 e se estende até março de 2000, dando ênfase para sua relação com a taxa de inflação.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Geral

- * O objetivo geral do trabalho é examinar a composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central do Brasil ao longo de uma série temporal que se inicia em 1950 se estendendo até março de 2000, e relacionar as mudanças desta composição a alterações no cenário macroeconômico brasileiro dando ênfase às alterações na taxa de inflação.

1.2.2. Específicos

- * Efetuar revisão da teoria macroeconômica no que diz respeito à dívida pública ;
- * Contextualizar os mecanismos de financiamento da dívida pública, e suas relações com as políticas monetária e fiscal;
- * Pesquisar os diversos títulos que compõem o perfil da dívida pública interna federal fora do Banco Central do Brasil, no que diz respeito às taxas de remuneração, dentro do período estabelecido.
- * Detalhar os componentes que influenciaram as mudanças na composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central no período em questão dando ênfase à taxa de inflação.
- * Verificar as mudanças ocorridas na composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central nos diversos Planos de estabilização econômica que foram implantados nos anos 80 e 90.

1.3. METODOLOGIA

O estudo se baseará no exame da literatura especializada no assunto, que inclui livros-texto e publicações de órgãos como ANDIMA e Banco Central do Brasil, juntamente com a análise de gráficos e correlações entre a participação dos títulos no total da dívida pública interna federal fora do Banco Central e taxa de inflação. A taxa de inflação foi deduzida a partir do IGP-DI, com base em agosto de 1994.

A construção das correlações entre a participação dos títulos e taxa de inflação teve como objetivo medir o grau de associação entre as variáveis. O coeficiente de correlação linear simples, r , para um conjunto de observações varia de -1 até $+1$. Quando r é menor que zero as duas variáveis se movem em direções opostas. Se r for maior que zero as variáveis se movem na mesma direção. Quanto mais próximo r estiver de ± 1 , maior é o grau positivo ou negativo da relação linear, e quanto mais próximo de zero menor é associação entre as variáveis.

A análise da composição da dívida interna federal fora do BC nos anos de 1950 até 1970 se baseará em dados anuais, pois não existem dados mais detalhados. Até 1964 a

dívida era composta pelos chamados “outros títulos”, e em 1964 foi criada a ORTN - título pós-fixado pela correção monetária.

A dívida pública interna federal fora do Banco Central, na década de 70 passou a ser constituída por títulos prefixados e pós fixados. Os títulos pós-fixados, atualmente, possuem diferentes indexadores: índices de correção monetária, taxa SELIC, TJLP, TR e câmbio. Para facilitar a construção dos gráficos e correlações os indexadores foram agrupados da seguinte forma:

- * os títulos indexados por índices de correção monetária foram agrupados em um conjunto chamado “Inflação (Indexador)”;
- * os títulos indexados pela taxa SELIC, estão em um conjunto denominado “taxa SELIC”;
- * os títulos ligados a taxas de juros mensais, que são TJLP e TR, foram unidos em um conjunto chamado “Juros Mensais”.

Nos anos de 1970 até março de 2000, o estudo se baseou em dados mensais. As correlações entre os títulos que compõem a dívida e a taxa de inflação foram construídas utilizando a participação percentual dos títulos da dívida pública interna federal fora do Banco Central da seguinte maneira:

- * de 1970 até 1985 como só existiam títulos prefixados e pós-fixados pela correção monetária, então os títulos foram agrupados em prefixados e pós-fixados, para construir a correlação. Durante os anos de 1970 até 1994 sabe-se, segundo o exame da bibliografia, que existiram títulos indexados pelo câmbio, contudo não existem dados que especifiquem a participação destes títulos até 1994;
- * de 1985 até 1989, a correlação foi construída usando o total dos títulos com correção monetária e indexados pela taxa SELIC, pois não houve prefixados de 1987 até 1990;
- * de 1990 até 1994, a correlação considerou títulos prefixados e pós fixados segundo a correção monetária e taxa SELIC. Sabe-se que em 1991 foram lançados no mercado títulos indexados pela TR, contudo até 1994 não há dados detalhados sobre a participação desses títulos no total da dívida interna federal fora do BC;
- * após 1994, há dados sobre a participação dos títulos segundo todos os indexadores, o que facilitou a construção da correlação nesse período.

O trabalho estará dividido em três partes, além desta introdução: a primeira é reservada para a revisão da bibliografia e construção do aporte teórico da pesquisa; a segunda tratará da contextualização e análise da composição da dívida interna federal fora do BC no cenário macroeconômico brasileiro ao longo da série, enfatizando sua relação com a taxa de inflação; a terceira e última tratará das principais conclusões do trabalho e considerações finais.

2. REVISÃO DA TEORIA

Este capítulo tem como objetivo principal revisar os conceitos teóricos mais importantes sobre a dívida pública e sobre suas relações com as políticas fiscal e monetária utilizadas pelo Governo para promover a estabilidade macroeconômica dando subsídios ao leitor para compreender as análises a que este trabalho se propõe nos próximos capítulos.

2.1. A ORIGEM DA DÍVIDA PÚBLICA

2.1.1. Os Gastos e Receitas do Governo

O governo ao cumprir suas funções de mediador de interesses políticos e promotor do desenvolvimento social e econômico tem, como todo agente ativo na economia gastos e receitas. Geralmente, o Tesouro Nacional é o órgão representante do governo e é ele quem administra suas contas.

Os gastos do governo podem ser de natureza alocativa, distributiva ou estabilizadora. Os gastos de natureza alocativa são os gastos com segurança e saúde ou com pesquisas e exploração de produtos, como petróleo. A função distributiva surge quando o governo transfere recursos entre regiões ou gasta em programas sociais. Gastos de natureza estabilizadora são os que interferem no nível de produção e que influenciam o nível de emprego.

De acordo com as Contas Nacionais, as despesas do governo são divididas em dois grupos: despesas correntes e despesas para formação de capital fixo. As despesas

correntes englobam o pagamento do funcionalismo público, os subsídios concedidos às empresas, as transferências e o pagamento de juros. As despesas para formação de capital são aquelas ligadas aos investimentos como por exemplo a construção de uma usina de energia elétrica.

As receitas do governo provêm do recolhimento de impostos e taxas. A tributação obedece princípios jurídicos e está condicionada a interesses políticos que tornam a arrecadação das receitas pouco elástica a curto e médio prazo. Em outras palavras, a tributação deve estar prevista na forma de leis que são aprovadas pelo Congresso Nacional; este, por sua vez, encontra-se em posição contraditória: aumentar a carga de impostos vai de encontro aos interesses de seu eleitorado, é até mesmo considerada uma atitude impopular, todavia é a forma mais natural de viabilizar os gastos com obras públicas que também são necessárias para conquistar futuros votos.

Se os gastos são maiores que as receitas há um déficit a ser financiado. Como este déficit pode ser financiado é o que veremos no próximo item.

2.1.2. Como Financiar o Déficit do Governo

Se as despesas superam as receitas tributárias o governo encontra-se com saldo negativo em suas contas, suas opções para financiar seu gasto adicional são: emprestar do setor privado, do Banco Central ou pela venda de ativos.

A venda de ativos como terras ou empresas públicas também constitui uma forma de financiar déficits orçamentários ou saldar a dívida, entretanto é uma política considerada temporária.

Quando o Tesouro financia seu déficit pelo empréstimo do público ele se engaja em um financiamento pela dívida. O instrumento utilizado pelo Tesouro para equacionar o problema do déficit, através da dívida, são os direitos sobre ele mesmo, os títulos. Os títulos representam direitos por pagamentos futuros de juros. Quando o Tesouro decide por esta opção e inicia o comércio dos títulos a dívida pública está criada.

No financiamento dos gastos do governo através da dívida pública o impacto sobre a taxa de juros é mais acentuado. Isso ocorre porque o Governo pressiona os recursos do mercado financeiro para a compra dos títulos através da elevação das taxas de

juros. Ou seja, a taxa de juros torna-se o maior atrativo na competição por recursos entre o Governo e o setor privado.

Quando o empréstimo para cobrir o déficit vem do Banco Central, este cria moeda para comprar os títulos do Tesouro, neste caso não há dívida e sim monetização do déficit. A curto prazo o financiamento monetário tende a reduzir a taxa de juros. Isso ocorre pelo aumento do estoque de moeda. A modificação na base monetária tem implicações no nível de preços já que não há dúvidas de que moeda é sinônimo de riqueza. Assim o efeito riqueza, ou seja, o fato de que as pessoas entendem ter mais dinheiro e portanto maior poder para consumir exerce pressão sobre o nível de preços, ou seja, a monetização contínua do déficit geralmente traz inflação.

Embora a opção do financiamento pela emissão de títulos públicos seja mais cara devido ao pagamento dos juros, ela não contém os efeitos inflacionários do financiamento pela simples impressão de moeda.

Enfim, é o estoque de títulos públicos detidos pelo setor privado e pelo Banco Central contra o Tesouro que constituem a dívida pública.

2.2. OS MECANISMOS DE CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA

O crescimento da dívida pública se dá em função de três fatores condicionantes: o estoque de títulos já existente, o resultado orçamentário primário do Governo e o pagamento de juros sobre os títulos públicos.

Segundo Dornbusch e Fischer (1991, p.701), *o déficit primário (ou superávit) representa todas as despesas do Governo, exceto os pagamentos de juros, menos toda a receita do governo*. Este resultado pode ser positivo, indicando um déficit primário a ser financiado, ou negativo, evidenciando um superávit primário, sinônimo de que parte da dívida pode ser resgatada se for maior que o total de juros a ser quitado.

O modelo mais simples que equaciona a relação entre dívida pública, déficit primário e juros sobre a dívida, desconsiderando o setor externo, pode ser dito como:

$$DP_t = DP_{t-1} + ROP_t + rDP_{t-1}$$

onde:

DP = Dívida Pública Mobiliária Fora do Banco Central

ROP = Resultado Orçamentário Primário do Governo

r = Taxa Real de Juros

Déficits primários consecutivos e juros, que devem ser pagos quando há dívida pendente, tornam-se uma combinação que pode levar a um crescimento sem controle da dívida pública. Uma vez criada a dívida, surge a necessidade de obter novos recursos para refinarçar a parte da dívida que está vencendo. Quando o governo não tem fundos para a recompra dos títulos, o Tesouro paga seus credores obtendo mais empréstimos sobre os quais incidem novas taxas de juros, criando um círculo vicioso. O pagamento dos juros é determinante para o crescimento da dívida, taxas de juros mais altas aumentam o custo juro da dívida pública. Como diz Dornbusch e Fischer (1991, p.702), *se houver um déficit primário no orçamento, então o déficit orçamentário total permanecerá crescendo quando a dívida cresce por causa do déficit, e os pagamentos de juros aumentam porque a dívida está crescendo.*

Exprimindo-se a dívida em termos de PIB, tem-se uma perspectiva melhor da sua importância para toda a economia. Como argumenta Giambiagi e Além (1999, p.152), *uma dívida pública equivalente a US\$10 bilhões é astronômica para o governo de um pequeno país como, por exemplo, El Salvador, mas em termos relativos não chega a ser muito em um país cujo PIB se mede na casa dos trilhões de dólares.*

Quando a taxa de crescimento do PIB nominal é menor que a taxa de crescimento dos juros e do déficit primário, a razão dívida/renda está aumentando. Se a economia estiver crescendo na mesma proporção que a dívida ou em proporções maiores significa que a dívida está sob controle. Ainda de acordo com Giambiagi e Além (1999, p.152),

Pense-se no caso de um país que tem um PIB estagnado. Nele, a princípio, qualquer déficit, mantido no tempo e não financiado através de um aumento na oferta monetária, é perigoso, por elevar a relação dívida/PIB. Já em um país cuja a economia cresce 10% ao ano, a dívida pública pode crescer a uma taxa similar, sem comprometer a evolução da relação dívida/PIB. De um modo geral, em matéria de finanças públicas, a dívida pública pode crescer indefinidamente, da mesma forma que a dívida de uma empresa que está permanentemente expandindo-se não implica maiores riscos para o credor, desde que a empresa não deixe de crescer. O que não pode crescer sempre é a relação dívida/PIB, pois em algum momento o credor pode perceber que a dívida é impagável, negar-se a conceder novos créditos ao governo e provocar a falência deste - e de si próprio, por ter no ativo papéis que podem não valer nada, da noite para o dia.

Dentro deste contexto o crescimento da economia é determinante para sua capacidade de financiamento e, sendo assim, temos novamente a taxa de juros desempenhando papel decisivo. Déficits muito grandes, ou perspectivas de déficits futuros elevam a taxa de juros. Ao remunerar os títulos da dívida os juros são seu principal

atrativo, e podem influenciar negativamente o fluxo de investimentos privados produtivos na economia. Se o endividamento atinge níveis em que os agentes econômicos perdem a confiança no governo e passam a exigir prêmios de risco maiores, a taxa de juros aumenta elevando assim o custo da dívida e diminuindo os investimentos produtivos pois os investidores sentem-se desencorajados a tomar empréstimos e direcioná-los à produção. Quando o fluxo de investimentos privados é interrompido há reflexos no crescimento econômico, e se a relação dívida/renda era desfavorável pode piorar ainda mais.

Como a dívida tem sua origem na necessidade de financiamento do setor público, ela pode ser encarada como um adiantamento no pagamento de impostos que serão cobrados no futuro. Contudo, a dívida não implica obrigatoriamente pagamento desses impostos futuros, ela pode ser simplesmente girada, passada intergerações. Este refinanciamento apenas encontrará limitações à medida que o setor privado julgar a dívida impagável. Dentro desse contexto, 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.

Tanto as receitas como os gastos do governo respondem sistematicamente ao ciclo de negócios. Assim, durante as recessões, o déficit orçamentário sempre aumenta, o governo tem maiores despesas com benefícios-desemprego, por exemplo. Durante os períodos de expansão, dadas as alíquotas de imposto de renda, aumentos no nível de renda produzem receitas maiores para o governo. O déficit que acompanha o ciclo econômico é chamado de déficit real, ou déficit cíclico.

O déficit estrutural, também chamado de déficit de pleno emprego, é ajustado ciclicamente. Segundo Hall e Taylor (1989, p.253), *o déficit de pleno emprego é o que ocorreria se a economia estivesse em pleno emprego. O déficit de pleno emprego retira os efeitos cíclicos sobre o déficit, faz-se isso estimando-se funções de reação para despesas e receitas, calculando-se quais seriam as despesas e receitas com a renda potencial e com pleno emprego.*

A dívida pode tornar-se um ônus se considerarmos seus efeitos potenciais, a longo prazo, sobre o estoque de capital. A necessidade de minimizar seus custos e encargos tem sido considerado um elemento fundamental, atualmente, nas discussões sobre sua gestão.

2.3. DÍVIDA PÚBLICA E ESTABILIDADE MACROECONÔMICA

A dívida pública interna de um país é considerada um poderoso instrumento em poder do Estado para manter a estabilidade da economia, e não apenas para financiar os déficits orçamentários. Nestes dias, com o aprimoramento do *open market*, a dívida flexibiliza o traçado e execução das políticas fiscal e monetária, tendo para o Governo importância singular.

Tanto a política fiscal como a política monetária são os instrumentos do Governo para promover a estabilidade econômica, e geralmente são usadas juntas ou combinadas para cumprir tal objetivo. A dívida pública é uma importante ferramenta para executar tais políticas.

Até agora vimos, portanto, como as transações com títulos públicos estão ligadas aos gastos do governo quando o objetivo é financiar um déficit. Mas e se o objetivo for aumentar o nível de emprego e renda? Neste caso a atuação do governo pode ser através de política monetária, de política fiscal ou da combinação entre ambas.

2.3.1. A Dívida Pública e a Política Monetária

A política monetária diz respeito à ação destinada a afetar tanto o nível da taxa de juros como a amplitude e a disponibilidade da liquidez monetária dentro da economia nacional, tendo reflexos no nível de renda e emprego.

Nesse contexto a moeda pode ser definida como qualquer instrumento que geralmente aceitamos em trocas de bens ou serviços, ou para pagamentos de dívidas. Estritamente falando, apenas o dinheiro corrente - cédulas e moedas metálicas - e os depósitos bancários à vista se enquadram nesta definição. Os depósitos a prazo, os depósitos em poupança e os títulos do governo são chamados “quase-moedas”, pois podem ser facilmente convertidos em dinheiro e praticamente sem perda de valor.

A liquidez monetária pode ser simplesmente entendida como a facilidade de se obter moeda, e é controlada pela Autoridade Monetária através do equilíbrio entre oferta e demanda de moeda dentro do mercado monetário. O controle de liquidez pode ser conseguido de três formas: através dos recolhimentos compulsórios, do redesconto bancário e do *open market*.

O recolhimento compulsório, também chamado encaixe legal, é a fixação da taxa de reserva bancária, ou o recolhimento feito pela rede bancária de determinado percentual sobre seus depósitos à vista e determinadas aplicações, usado também para conter a expansão do crédito. É um instrumento de política monetária que afeta todo o sistema bancário.

O redesconto bancário é a injeção de reservas nos bancos comerciais, pelo empréstimo de liquidez, de curto prazo. É um instrumento flexível, conjuntural, que não age necessariamente sobre todo o sistema bancário, e seus efeitos são de médio prazo.

O *open market*, representa a sintonia fina para o controle instantâneo da liquidez no mercado monetário. São as transações com títulos públicos, títulos que compõem a dívida interna federal e que são usados para administrar a política monetária. É esta relação entre dívida e política monetária que vamos evidenciar a seguir.

Se há um aumento na quantidade de moeda disponível além do equilíbrio a Autoridade Monetária, através de uma operação de mercado aberto, vende títulos pelos quais recebe moeda enxugando a base monetária. Quando a economia necessita de maior liquidez a Autoridade Monetária compra títulos e por eles paga em moeda injetando liquidez na economia. Essas relações podem ser ilustradas na citação de Haddad (1985, p.67) que segue:

Através da compra e venda de títulos federais, o governo tornou-se capaz de administrar a oferta de moeda da economia com bastante flexibilidade. Enquanto os demais instrumentos de controle monetário - a taxa de redesconto de liquidez, a taxa de recolhimento compulsório e os limites quantitativos de crédito - trazem embutidos dentro de si uma certa dose de rigidez ou arbítrio, as operações de Mercado Aberto, por sua vez, atuam segundo o mecanismo de preços competitivos, e se caracterizam por uma grande flexibilidade, tanto quanto ao timing quanto à magnitude de suas ações. Isto é, o Mercado Aberto pode ser utilizado para produzir grandes ou pequenas variações no estoque monetário e, além disso, a direção de suas operações pode ser alterada quase que instantaneamente. Desta forma, além de contribuir para uma dada meta de crescimento do total de meios de pagamento, o Mercado Aberto, funciona como elemento compensador de distúrbios aleatórios ou regulares nas reservas bancárias, visando aplainar as flutuações de curto prazo nas reservas dos bancos comerciais vis a vis os níveis exigidos de recolhimento compulsório.

Sabe-se que variações nos níveis de renda real afetam a demanda por moeda. Isso ocorre porque os indivíduos detêm moeda para financiar suas despesas, que dependem da renda. A demanda por moeda depende também do custo de posse da moeda, que é o juro. Quanto mais alta a taxa de juros, mais caro se torna possuir moeda em relação a outros ativos e, desta forma, cada vez menos moeda será detida a cada nível de renda. O

contrário também é verdadeiro, quando a taxa de juros é baixa o custo de se reter moeda é baixo e torna-se maior a sua demanda.

No caso de a economia estar passando por um momento de recessão, a Autoridade Monetária pode executar uma política monetária expansionista, realizando uma compra de títulos que aumentará a base monetária diminuindo o nível da taxa de juros. A moeda tem mercado próprio, portanto quando se aumenta sua quantidade em mercado o seu preço cai, quer dizer o juro cai. Esta diminuição no juro terá impacto positivo sobre os investimentos porque os investidores, sentem-se encorajados a tomar emprestado e aumentar a produção elevando o nível de renda. Deve-se levar em consideração neste ponto que um aumento sustentado na taxa de crescimento da moeda irá, no longo prazo, quando todos os ajustamentos tiverem ocorrido, levar a um aumento igual na taxa de inflação.

Partindo do pressuposto que a economia esteja no pleno emprego, uma expansão na base monetária altera quase que imediatamente as posições no mercado de moeda, haverá um reflexo imediato na taxa de juros que diminuirá elevando a demanda por moeda. A demanda agregada e a produção estarão aumentando. Como a produção excede o nível de pleno emprego, os custos marginais de produção serão maiores e a inflação aumentará. A longo prazo, a inflação aumentará a uma taxa igual de crescimento monetário e a economia retornará ao pleno emprego. Entretanto a inflação será maior do que quando houve o crescimento monetário.

De forma resumida, este é o caminho fundamental pelo qual a política monetária da nação pode afetar a economia e como as transações com títulos públicos são utilizadas como instrumento para cumprir os objetivos desta política.

2.3.2. A Dívida Pública e a Política Fiscal

A política fiscal está ligada aos gastos e receitas do governo. Por exemplo, uma política fiscal expansionista é conseguida pelo aumento dos gastos do governo, e uma política fiscal restritiva pode ser exemplificada pelo aumento da tributação.

Ao analisar a relação da dívida pública com a política fiscal se está analisando, de certo modo, a própria origem da dívida. A política fiscal está estritamente ligada aos gastos do Governo e sua capacidade de arrecadar impostos, e a criação da dívida vem cumprir primeiramente a função de financiar estes gastos quando a capacidade de arrecadar

impostos é insuficiente para cobri-los, tendo todas as implicações apresentadas até agora ao longo do capítulo.

Basta dizer, então, que a política fiscal em si mesma pode ser utilizada para levar a economia ao pleno emprego. Entretanto, nestes casos em que o Governo usa os seus gastos para estimular a economia, a política fiscal deve ser combinada com a política monetária para ter todos os seus objetivos otimizados.

2.3.3. Interação entre Política Fiscal e Política Monetária

Quando que o governo aumenta seus gastos há reflexos na renda e por esse motivo quando a economia está abaixo do pleno emprego empenhar-se em uma política de gastos pode ser um estímulo para novos investimentos. Contudo esta política expansionista deve ser acompanhada por uma política monetária também expansionista pelo fato de que aumentando os gastos há um impacto na demanda agregada e as pessoas necessitarão de mais moeda para cumprir seus pagamentos. Se a oferta monetária permanecer a mesma o aumento na demanda por moeda fará elevar-se os juros, tal elevação se refletirá no mercado de bens e os investimentos serão menores. Para que o efeito da política fiscal não seja inibido pelo aumento dos juros a autoridade monetária deve aumentar a quantidade de moeda acomodando a taxa de juros. Assim o impacto da política fiscal pode ser sentido em toda a sua extensão, a taxa de juros não sofrerá alteração e a produção será estimulada.

A dívida pública, que significa a venda e a compra de títulos públicos é um importante instrumento do governo para controle e a execução da política monetária e fiscal. Quando o governo necessita gastar além das suas receitas e emite títulos ao setor privado ele está recorrendo a uma política fiscal expansionista, para que esta política não tenha reflexos na taxa de juros o Banco Central compra títulos públicos para sua carteira e para tanto imprime moeda que resulta em um aumento da quantidade de moeda em circulação ou em uma política monetária expansionista.

3. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: 1950 - 2000

Este capítulo dedica-se à análise da composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central ao longo da série destacando sua relação com a taxa de inflação. A relação da composição da dívida com esta variável será evidenciada através do estudo dos dados que demonstram a participação dos títulos da dívida pública interna federal fora do Banco Central segundo seus indexadores, pela construção de gráficos e correlações entre a dívida e a variável em questão.

Esse capítulo é composto por duas seções. A primeira trata de uma forma sintética como a dívida pública interna federal em poder do público está formada. A seção seguinte trata da evolução da composição da dívida ao longo da série, 1950 até 2000 - que foi analisada em períodos - com comentários sobre fatos da economia brasileira que influenciaram as expectativas dos investidores dando ênfase à taxa de inflação.

O capítulo baseou-se principalmente nas publicações da ANDIMA.

3.1. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

Ao longo do tempo a dívida pública interna federal fora do BC tem sofrido mudanças em sua composição, quer dizer: mudanças em relação aos prazos e indexadores dos títulos e até pela criação de novos tipos de títulos.

Essas mudanças foram necessárias para adequar a oferta de títulos às expectativas dos investidores e às necessidades do governo.

Do lado dos investidores o objetivo é maximizar o lucro, manter o valor da moeda destinada à aplicação e ainda obter um lucro adicional, dado por uma taxa de juros real. As escolhas para a aplicação são baseadas no preço ou remuneração do ativo e de

seus substitutos. Além disso o investidor leva em consideração a conjuntura econômica. Nesse sentido as expectativas quanto à taxa de inflação são muito importantes porque uma taxa de inflação alta causa incerteza pela deterioração do valor da moeda.

Ao tomar emprestado do público pela venda de títulos o governo se depara com uma contradição. Há ao mesmo tempo uma necessidade de minimizar os custos desse empréstimo e a necessidade de oferecer uma taxa de retorno atrativa para os investidores.

A dívida pública interna federal é formada por dois grupos de títulos: os títulos prefixados e os pós-fixados.

Os títulos prefixados são aqueles onde, no ato da aplicação já se sabe quanto se vai receber no final do período, e já incluem uma estimativa da taxa de inflação esperada durante o tempo de aplicação.

Os papéis pós-fixados são aqueles cujos rendimentos só se conhecem no final do tempo de aplicação, porque dependem do seu indexador. Os títulos pós-fixados apresentam vários indexadores, como por exemplo: taxa de câmbio, correção monetária, taxa SELIC, TR, TJLP, etc.

Na Tabela 1 estão relacionados os títulos que compõem a dívida interna federal fora do Banco Central desde 1964. Antes de 1964, havia os chamados “outros títulos” dos quais não existem dados sobre remunerações ou indexador.

Como se pode observar existe uma grande diversidade de títulos que compõem a dívida. Por esse motivo os títulos foram agrupados segundo seus indexadores, na construção dos gráficos e correlações, conforme explicado na metodologia do trabalho. Essa tabela apresenta as características dos títulos de forma sintética. Para maiores detalhes deve-se consultar ANEXO I deste trabalho.

Tabela 1:
Remunerações e Indexadores dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do
Banco Central (1964-2000).

Título	Remuneração(juros)	Pós-fixado/ indexador	Prefixado
LTN			X
BBC			X
ORTN (1969-1986)*	6%aa; a partir de 1985 para os títulos de 1,2,3,4 e 5 anos.	correção monetária e câmbio	
OTN*	6%aa	correção monetária e câmbio	
LFT		SELIC	
LBC		SELIC	
NTN-J	calculado pela taxa média das LTNs	SELIC	
NTN-D	6%aa	câmbio	
NTN-I		câmbio	
NTN-L	5%aa	câmbio	
NTN-M	LIBOR (semestral) + "spread" de 0,875% a.a. com limite de 12%aa	câmbio	
NTN-N	6%aa	câmbio	
NTN-R1	8%aa	câmbio	
NTN-R2	12%aa	câmbio	
NTN-A	6%aa	TR ou Câmbio	
NTN-F	5%aa	TR	
NTN-H		TR	
NTN-P	6%aa	índice c/ base na TR	
NTN-B	6%aa	variação IGP-M mês anterior	
NTN-C	o mesmo que NTN-B, apenas, com ajuste no primeiro mês de fluência quando couber.		
NTN-T	5%aa	índice c/ base na TJLP	
NBC	cálculo baseado na TR	TR	
NBC-E	6%aa	câmbio	
BTN		correção monetária ou câmbio	

* As ORTNs foram criadas em 1964, após 1986 passaram a ser denominadas OTNs.

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de títulos e valores mobiliários**. 4. ed. Brasília, 1997.

Nota: Tabela elaborada pela autora.

3.2. A EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

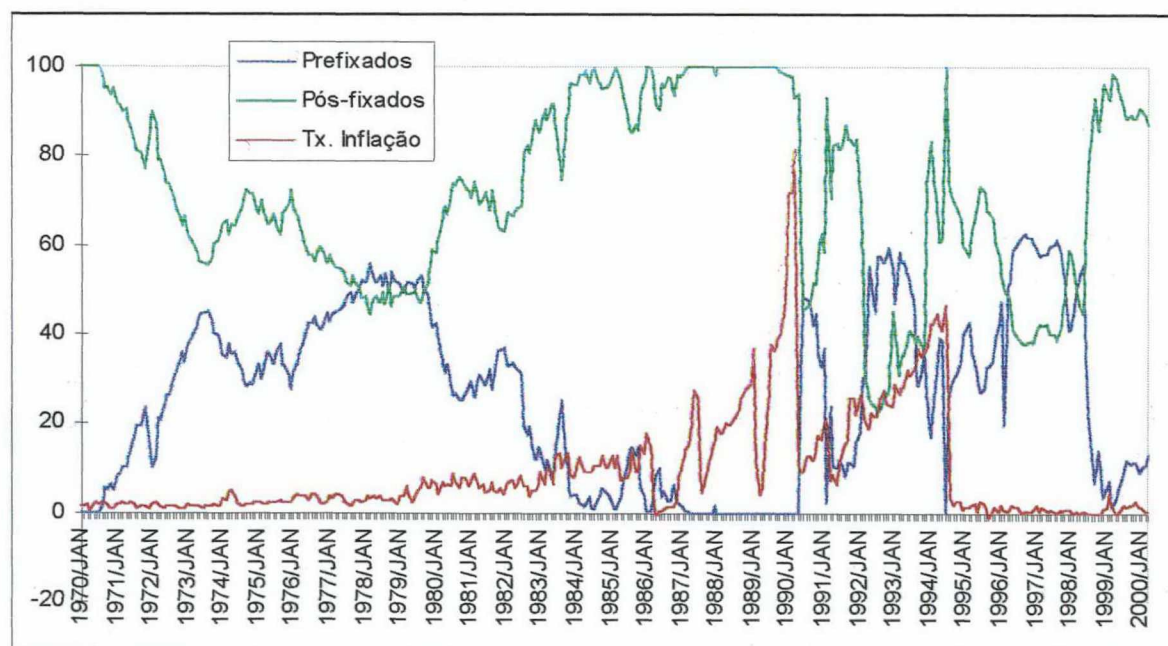
Esta seção tratará da evolução da composição da dívida pública no caso brasileiro juntamente com a evolução da taxa de inflação e tentando estabelecer relações entre as duas variáveis. Para tanto a série de dados que se inicia em 1950 e vai até o ano

2000, será dividida em partes: primeiramente serão analisados os anos de 1950 até o ano de 1980, depois a década de 80 e por último os anos 90.

Em um quadro geral a composição da dívida interna federal fora do BC (Banco Central), considerando títulos prefixados e pós-fixados, não seguiu um padrão ao longo do tempo. Houve muitas alterações na política econômica do país que influenciaram as mudanças na participação dos títulos da dívida. Pode-se observar no gráfico (Figura 1) que, por exemplo, nos anos 70 tanto os títulos prefixados como os pós-fixados mantiveram uma trajetória mais constante que nos anos posteriores. Enquanto que na década de 70 os títulos prefixados tiveram uma relação positiva com a taxa de inflação, nos anos 80 essa relação se inverte em favor dos pós-fixados. Nos anos 90 há períodos em que os títulos prefixados são maioria e outros em que a participação dos pós-fixados se amplia, demonstrando grande descontinuidade. As inversões entre a participação dos títulos prefixados e pós-fixados ao longo da série, bem como sua relação com a evolução na taxa de inflação serão discutidos até o final do capítulo.

Figura 1:

Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central e Taxa de Inflação: 1970 a 2000, dados mensais.



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Figura elaborada pela autora.

3.2.1. Os anos de 1950 até 1970

De 1950 até 1970 não existem dados mensais que demonstrem a composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central. Nesse período o trabalho contou com dados anuais.

Durante os anos de 1950 até 1964, foram utilizados os chamados “outros títulos” para financiar os gastos do governo. Não se pode fazer uma análise detalhada sobre esses títulos já que não existem dados para isso. Sobre eles pode-se dizer que não sofriam correção monetária e por muitas vezes esses papéis não foram resgatados ou mesmo quitados os seus juros abalando a confiança do crédito público no Brasil da época.

A instabilidade política, o aumento nas taxas de inflação e crescentes déficits fiscais marcaram os anos 60. A elevação da inflação aliada à baixa arrecadação de impostos resultava em altos déficits fiscais que eram financiados principalmente pela emissão monetária, o que por sua vez, pressionava os preços constituindo um círculo vicioso. Para piorar a situação, não havia um efetivo mercado secundário para a negociação dos títulos públicos e os efeitos da inflação resultavam em rendimentos negativos para os seus detentores.

Contudo, em 1964 foram implementadas pelo governo reformas referentes à dívida pública com o objetivo de recuperar a credibilidade: a institucionalização da correção monetária e a criação da ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional: título pós-fixado tendo como indexador a correção monetária), que acabaram com os rendimentos negativos observados nos títulos públicos.

Inicialmente as ORTNs foram lançadas de forma compulsória e como alternativa ao recolhimento de impostos federais. Através do Decreto-Lei n.263, de 21/02/1967, o governo resgatou toda a dívida mobiliária anterior às ORTNs. Aos poucos, o novo papel passou a ser procurado voluntariamente pelo público até se tornar um importante instrumento de financiamento do déficit do Tesouro Nacional. De 1964 até 1970 a dívida pública interna federal fora do Banco Central esteve composta basicamente por ORTNs.

3.2.2. A década de 70

Foi a partir de 1969 que se deu a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil, pois iniciou-se a emissão de papéis com prazo decorrido, a movimentação dos títulos pelas reservas bancárias dentro do Banco do Brasil e a criação das LTNs (Letra do Tesouro Nacional: título prefixado), em agosto de 1970, que eram papéis de curto prazo criados especialmente para serem utilizados no mercado aberto para fins de política monetária.

Deve-se lembrar que nos anos de 1968 até 1973 o país passava por um período de grande crescimento econômico, e as necessidades de recursos para financiar os gastos do governo eram crescentes incluindo um controle mais preciso da política monetária.

Segundo ANDIMA (1993, p.36),

Pode-se concluir, portanto, que, a partir da década de 70, o mercado aberto ganhou um novo perfil, passando a constar como prioridade nos objetivos de política monetária do Governo. No período 1970/73, o crescimento real do total da dívida interna foi de 242%, o que equivale a uma taxa média anual de crescimento real de 36%.

A primeira mudança significativa na composição da dívida surgiu com a criação das LTNs, e de 1970 até 1973 a participação desses papéis aumentou consideravelmente em detrimento das ORTNs. Os principais fatores para o crescimento da participação das LTNs foram os mecanismos de subscrição compulsória e de isenção fiscal que garantiram a colocação daqueles papéis em mercado, dos quais pode-se citar:

- utilização como lastro na parcela remunerada do depósito compulsório dos bancos comerciais;
- utilização na aplicação de recursos externos que não estivessem empregados nas operações de repasse cambiais;
- utilização como garantia na cobertura das reservas técnicas das sociedades seguradoras e na composição da carteira dos fundos fiscais, fundos mútuos de investimento e sociedades de investimentos que captam recursos externos;
- aplicação do excedente dos depósitos a vista e a prazo captados pelos bancos comerciais;
- pagamento de qualquer tributo federal pelo seu valor de resgate;

- realização pelo Banco Central de leilões a preços fixos que juntamente com o reduzido prazo de resgate dos títulos, estimulavam a compra de LTNs por parte das instituições financeiras.

A dívida interna federal total entre 1970 e 73 apresentou um crescimento real de 242%, que deveu-se ao fortalecimento do mercado aberto e também pela inclusão dos custos referentes aos juros da dívida no seu giro.

Segundo Giambiagi (1999, p.87), enquanto o mercado aberto era implementado e se fortalecia havia ao mesmo tempo uma grande dificuldade para o controle da política monetária e do endividamento público do país. Essa dificuldade surgia porque as Autoridades não tinham a prática de programar e cumprir o volume e composição do seu déficit de caixa em função das obrigações fiscais e cambiais a elas atribuídas. Além disso, houve uma certa perda de controle da política monetária e da evolução da dívida pública como consequência da falta de transparência orçamentária e de um acompanhamento rigoroso das contas públicas sendo reflexo da livre operação de canais de financiamento em aberto nas autoridades monetárias, permitida pela Lei Complementar n.12, ao longo da década de 70.

Ainda de acordo com Giambiagi e Além (1999, p.87),

O sistema de administração da dívida pública mobiliária associado à Lei Complementar n.º 12 permitia o giro automático dos encargos da dívida mobiliária, feito a taxas de juros reais elevadas, o financiamento de gastos extra-orçamentários e a absorção e intermediação da dívida externa privada pelas autoridades monetárias, com sérias implicações sobre as taxas de juros e o sistema financeiro e sem qualquer tipo de controle por parte do Congresso Nacional.

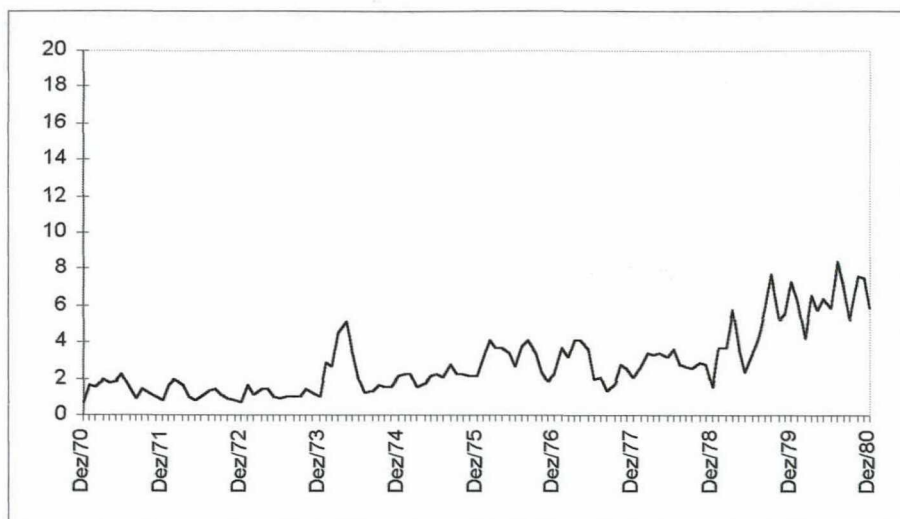
Em 1974 os reflexos do aumento nos preços do petróleo, que ocorreu no final de 1973, foram sentidos em toda a economia. A elevação nos preços das matérias-primas e produtos industrializados causou desequilíbrio no nível de preços e aumento na taxa de inflação.

A elevação na taxa de inflação não durou muito, pode-se ver no gráfico (Figura 2) que antes do final de 1974 a taxa de inflação já voltava aos patamares anteriores. Cabe dizer ainda que ao longo da década de 70 a taxa de inflação não chegou a 10%, e não pode ser considerada alta se comparada à década de 80. Durante esses anos a taxa de inflação teve uma tendência crescente mas que se deu de forma gradual, salvo o primeiro

aumento nos preços do petróleo (1973 - 1974) e após o segundo choque nos preços do petróleo em 1979.

Figura 2:

Evolução da Taxa de Inflação (IGP-DI): 1970 a 1980, dados mensais.



Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **IPEADATA online: Base de dados macroeconômicos.** Disponível na internet. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeadataweb>, 10 maio 2000.

Nota: Figura elaborada pela autora.

O resultado da correlação entre a participação dos títulos da dívida interna federal fora do BC e taxa de inflação para os primeiros cinco anos da década pode ser observado na Tabela 2.

No período 1970-75 o coeficiente de correlação para os títulos prefixados e taxa de inflação foi positivo indicando que tanto a taxa de inflação como a participação dos títulos prefixados se movem juntas tendo uma associação de 0,28.

O coeficiente de correlação entre a participação dos títulos pós-fixados e taxa de inflação resultou em sinal negativo, demonstrando que quando a taxa de inflação sobe a participação dos títulos pós-fixados diminui. O valor do coeficiente foi o mesmo da correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação.

Tabela 2:
Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1970 a 1975, dados mensais.

	Prefixados	Pós-fixados
Taxa de Inflação	0,28*	-0,28*

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

Esses resultados indicam que não havia grande preocupação por parte dos investidores com a taxa de inflação, partindo do pressuposto de que os agentes levam em consideração o comportamento passado para fazer suas expectativas quanto ao futuro dessa variável. Como a inflação não apresentava saltos não exercia influência nas decisões dos investidores, particularmente em proteger o valor dos títulos. Além disso os mecanismos de subscrição compulsória e incentivos fiscais criados para garantir a colocação das LTNs (papéis prefixados) no mercado, contribuíram de forma significativa para manter elevada ao longo dos anos 70 sua participação na composição da dívida interna federal fora do banco Central.

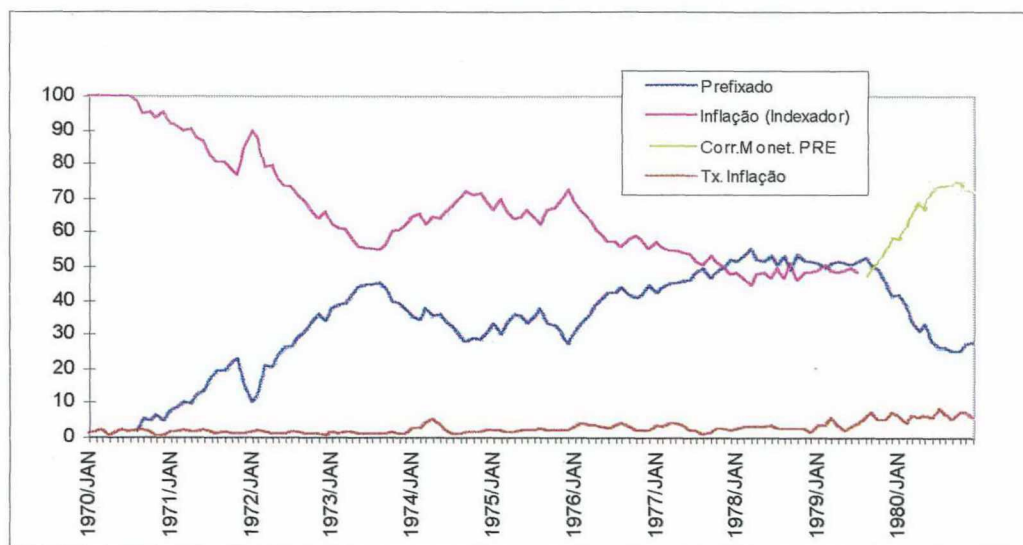
Em 1975 o Banco Central partiu para uma política monetária restritiva com o objetivo de controlar a inflação que acabou resultando em crise de liquidez no sistema. Tentando solucionar o problema, colocou-se à disposição dos Bancos Comerciais um refinanciamento compensatório de recursos, que deveriam ser devolvidos em parcelas a partir do segundo semestre daquele ano. Contudo, houve nova crise de liquidez no vencimento do refinanciamento, o que elevou as taxas de juros gerando prejuízos para as instituições devido ao impacto sobre o custo de carregamento dos papéis. Este fato foi agravado à medida que as instituições apresentavam um alto grau de alavancagem em títulos públicos. A crise que se abateu sobre o Sistema Financeiro foi resolvida com a recompra dos títulos em poder do mercado, pelo Banco Central, que significou nova injeção de recursos na economia. Como aponta ANDIMA (1993, p.37),

A crise de 1975 levou o BC a criar um parâmetro de risco para as operações das instituições financeiras, expresso através da edição da Resolução n^o 366, de 09/04/76. O normativo permitiu a realização das operações de recompra com títulos públicos federais, além de fixar, nos seus artigos sétimo e oitavo, o nível de alavancagem das instituições financeiras por porte da instituição e pelo tipo de operação (a preço fixo ou envolvendo instituição não financeira). Com o sucesso da nova regulamentação no período 1976/78, as operações previstas na resolução n^o 366 passaram a

corresponder a 74,6% das transações efetuadas com LTNs e 78,4% das realizadas com outros títulos.

Figura 3:

**Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados da Dívida Pública Interna Federal
Fora do Banco Central e Taxa de Inflação: 1970 a 1980, dados mensais.**



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Figura elaborada pela autora.

Entre 1978/79, ocorre o segundo choque nos preços do petróleo com elevação das taxas internacionais de juros. Houve nova escalada inflacionária. O aumento dos juros internacionais dificultou a captação de recursos no exterior levando o governo a promover uma maxidesvalorização do câmbio em janeiro de 1979. A dívida interna ganhou ainda mais importância dentro desse contexto como fonte de recursos para financiar os gastos do governo. Esse quadro levou o governo a fixar os juros, o câmbio e a correção monetária ainda em 1979, causando uma redução da dívida em quase 30%. De acordo com Carneiro (1992, p.309),

Entre agosto de 1979 e outubro de 1980, o país experimentou sua última tentativa de ignorar a crise externa, agora agravada pelo novo choque do petróleo e pela elevação vertiginosa do custo do endividamento externo. A política heterodoxa adotada baseou-se explicitamente no controle dos juros, na maior indexação dos salários, seguida de desvalorização cambial com pré-fixação da correção monetária e na tentativa de manipular as expectativas inflacionárias durante a maior parte do ano de 1980.

A intervenção do governo não interrompeu a trajetória ascendente da inflação que foi acompanhado pela alta na participação das ORTNs e pela evolução descendente da

participação das LTNs. Como houve a fixação da correção monetária, em 1979, no gráfico (Figura 3) a linha que demonstra a evolução da participação das ORTNs, que é a mesma dos títulos pós-fixados continuou com o nome de Corr. Monet. PRE, quer dizer correção monetária prefixada.

Em 1979, através de uma parceria entre o setor público e privado, representados pelo Banco Central e pela ANDIMA, foi criado o SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. O SELIC veio facilitar as transações no mercado aberto, já que o aumento do volume de negócios fazia com que o sistema de operações até então utilizado, via troca de cheques e títulos entre as partes envolvidas, não era mais compatível com a realidade. Assim as operações de mercado aberto passaram a ser efetuadas via sensibilização da conta de reservas bancárias e os títulos sob a forma escritural. O novo sistema proporcionou grande agilidade às operações efetuadas no mercado aberto.

Os resultados da correlação feita para os anos de 1975 até 1980 estão na Tabela 3.

O coeficiente que apresenta a correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação, para os anos de 1975 até 1980 é estatisticamente significativo e indica uma relação entre as variáveis de -29% . O sinal negativo demonstra o comportamento inverso, ou seja, quando a taxa de inflação aumenta a participação dos prefixados diminui, o que pode ser claramente observado no gráfico (Figura 3) principalmente após 1979.

Tabela 3:

Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1975 a 1980, dados mensais.

	Prefixados	Pós-fixados
Taxa de Inflação	-0,29*	-0,40*

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

Na correlação entre a participação dos títulos pós-fixados e taxa de inflação, o coeficiente indica uma associação de -0,40. O sinal negativo evidencia, como para os prefixados, o comportamento inverso entre as variáveis. Certamente que esse resultado

demonstra a despreocupação dos agentes frente à taxa de inflação, pois segundo o resultado quando a inflação aumenta a participação dos pós-fixados diminui.

Para efeito de uma análise mais ampla foi construída uma correlação entre os anos de 1970 até 1980, apresentados na Tabela 4.

Para a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação o coeficiente de correlação apresentou uma associação positiva de 0,25 entre as variáveis. Indicando que ao longo desses anos as duas variáveis evoluíram na mesma direção

A correlação entre a participação dos pós-fixados e taxa de inflação apresentou um valor mais alto: -0,54. Entretanto, de acordo com o sinal, essa correlação se deu em direções inversas quando a taxa de inflação aumenta a participação dos pós-fixados declina.

Conforme esses resultados pode-se concluir que ao longo dos anos 70 a taxa de inflação não foi um fator preocupante para os investidores em títulos públicos, e essa variável não afetou de maneira significativa a composição da dívida pública interna federal fora do Banco Central.

Tabela 4:

Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e Taxa de Inflação: 1970 a 1980, dados mensais,

	Prefixados	Pós-fixados
Taxa de Inflação	0,25*	-0,54*

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

Partindo do pressuposto que os agentes não cometem erros sistemáticos e adaptam suas expectativas de inflação futura em observações no passado, fica claro que a inflação ao longo desses anos não foi preocupante, explicando por exemplo o sinal positivo da correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação e o negativo entre a participação dos pós-fixados e a taxa de inflação. De acordo com esses resultados não havia receio entre os investidores de que seus títulos perdessem valor com futuros aumentos na taxa de inflação, justamente porque eles não esperavam que esse aumento ocorresse. Os incentivos para a venda das LTNs, títulos prefixados, para viabilizar a sua colocação em mercado no início da década também influenciou os resultados.

3.2.3. A década de 80

Entre 1980 e 1989 a dívida interna federal fora do Banco Central apresentou um crescimento real de 381%. A principal causa desse aumento, segundo Giambiagi (1998, p.155), foram os déficits fiscais elevados e a estagnação econômica, principalmente nos anos de 1980 até 1984.

A intervenção do governo na economia no final dos anos 70, através da fixação dos juros, câmbio e correção monetária, não interrompeu a escalada inflacionária. De acordo com Carneiro e Modiano (1992, p.324),

Talvez a consequência mais importante do fracasso das políticas adotadas no período 1979-80 no combate à inflação e na redução do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos tenha sido a perda de confiança no gerenciamento de curto prazo da economia. Como resultado, o discurso oficial nos anos seguintes foi marcado por uma demonstração contínua de fé ortodoxa nos controles de demanda, como forma de lidar com a inflação. Uma política monetária tradicional, coadjuvada pela restrição ao crescimento do crédito, seria um instrumento eficaz no controle das pressões inflacionárias, apesar da resistência da economia indexada a responder da forma desejada aos controles monetários. A preocupação contínua com o tamanho da base monetária, lado a lado com os altos níveis de taxas de juros internas para induzir a captação privada de empréstimos no exterior, resultou numa desastrosa política de financiamento das necessidades do setor público através de vendas cada vez mais volumosas de títulos do governo ao setor privado.

Em outubro de 1980, iniciou-se uma política restritiva baseada na contenção salarial, no controle de gastos do governo e no aumento da arrecadação, na elevação das taxas de juros nacionais e na contração da liquidez real sem abrir mão aos incentivos para as atividades de exportação, energia e agricultura e às pequenas empresas. Em novembro de 80, se deu o descongelamento da correção monetária e do câmbio efetuado em 1979.

O efeito das políticas restritivas voltadas para a demanda tiveram efeito nulo sobre a inflação.

No ano de 1982, o governo continuou com uma política monetária restritiva para combater a inflação, contudo esta permaneceu nos mesmos patamares de 1981. A crise da dívida externa em setembro, agravou o quadro econômico já que o Brasil teve interrompido o fluxo de recursos estrangeiros quando declarada a impossibilidade de honrar seus compromissos.

Segundo Cardoso (1995, p.104),

No final de 1982, o governo se viu privado dos fluxos de capitais externos que financiavam parte do serviço da dívida e do déficit fiscal. A interrupção dos empréstimos externos forçou o aumento da dívida interna devido à insuficiência dos impostos e à criação de uma política monetária

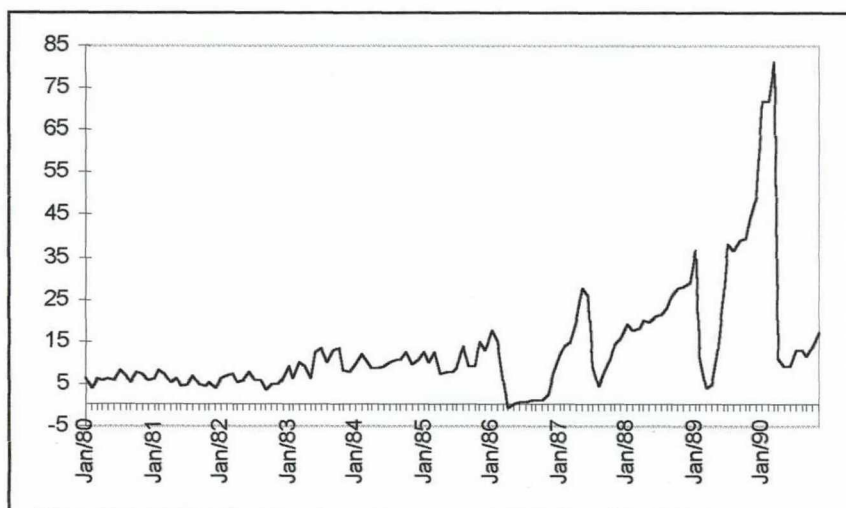
contracionista. O financiamento do déficit através da expansão da dívida interna revelou-se nefasto devido às altas taxas reais de juros, superiores às taxas de crescimento do produto. O conseqüente crescimento em bola de neve da dívida interna tornou-se nessas circunstâncias uma causa importante do crescimento dos gastos governamentais e do déficit orçamentário.

A evolução da taxa de inflação na década de 80 pode ser observada no gráfico (Figura 4).

Diante de um cenário de inflação crescente, e com o objetivo de captar recursos externos, o Governo aumentou consideravelmente as taxas de juros internas. Nessas circunstâncias tanto a atividade econômica quanto o custo da dívida interna sofreram conseqüências diretas. A rentabilidade dos papéis prefixados foi deteriorada pela inflação crescente, gerando prejuízos aos seus detentores. Mesmo com a elevação dos juros, as LTNs tiveram demanda insignificante.

Figura 4:

Evolução da Taxa de Inflação (IGP-DI): 1980 a 1990, dados mensais.



Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **IPEADATA online: Base de dados macroeconômicos.** Disponível na internet. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeadataweb>, 10 maio 2000.

Nota: Figura elaborada pela autora.

As ORTNs (título pós-fixado) tiveram grande procura no mercado. Esse interesse se deu pela mudança no cálculo da correção monetária efetuado em 1981, que passou a incorporar a inflação integral do mês anterior. As expectativas de inflação crescente estimularam a aquisição de títulos pós-fixados, em detrimento dos prefixados.

Segundo ANDIMA (1993, p.47), *houve ao longo de 1982, uma expectativa de maxidesvalorização do cruzeiro em relação ao dólar norte-americano, que embora não*

tenha sido realizada naquele ano, transformou as ORTNs com cláusula de correção cambial nos títulos com maior atratividade entre os ativos financeiros. Tal expectativa explica o aumento real de 51,72% no total das ORTNs em poder do público, que passaram a representar 81,40% do total da dívida ante os 64,32% de 1981. Não há dados que quantifiquem exclusivamente a participação das ORTNs com cláusula cambial na composição da dívida interna federal fora do Banco Central.

Em 1983, a economia brasileira sentiu mais claramente os reflexos da crise da dívida externa e o crescimento econômico ficou comprometido. Uma maxidesvalorização de 30% em fevereiro de 1983, em função da crise, aumentou o saldo da dívida pública federal interna que estava apresentada, na sua maior parte em ORTNs, com cláusula cambial; ANDIMA (1993, p.48) diz que, três dias após a maxidesvalorização, o governo instituiu o Imposto de Renda na Fonte sobre os rendimentos provenientes desses títulos o que gerou frustração entre os agentes econômicos, já que a expectativa de uma maxidesvalorização advinda do ano anterior, foi o principal motivo para a forte demanda verificada por aqueles papéis.

Baseado na leitura de Cardoso (1995, p.105), pode-se dizer que um grande número de fatores contribuiu para a aceleração da inflação em 1983, como os seguidos choques de oferta, a presença de indexação generalizada, as duas grandes desvalorizações de 1979 e 1983.

Em 1984, a economia se recuperou com um crescimento do PIB de 5,28%, a balança comercial brasileira teve ótimo desempenho como consequência da desvalorização do cruzeiro praticada desde o ano anterior, além do aumento da competitividade das exportações brasileiras e do aumento da demanda externa.

A política monetária baseou-se no combate ao excesso de liquidez no mercado, ocasionado pela entrada de divisas gerada pelo aumento das exportações, uma tradicional política de acomodação monetária. Foram tomadas medidas de incentivo para os títulos federais que possuíssem cláusula de correção monetária. Além disso, foram elevados os percentuais mínimos, para que os investidores institucionais aplicassem em títulos públicos e foi elevada de 10% para 22% a taxa de compulsório sobre depósitos a prazo, sendo que a diferença deveria ser recolhida em novas ORTNs com cláusula de correção monetária. Os resgates das ORTNs passaram a ser feitas no primeiro dia do mês, em vez de no dia 15, eliminando assim o período de incertezas quanto à variação da correção monetária.

As LTNs tiveram sua rentabilidade elevada ao longo do ano, tornando-se mais atraentes, mas mesmo assim tiveram pouquíssima participação na dívida mobiliária fora do Banco Central durante 1984.

O crescimento da economia repetiu-se em 1985 sendo que a inflação continuava ascendente. Em 1985 o déficit operacional foi maior que 1984, em um círculo vicioso o Governo era obrigado a, com uma frequência cada vez maior, recorrer a novos empréstimos. As mudanças frequentes na metodologia de cálculo da correção monetária influenciavam negativamente o crédito público, e o mercado passou a exigir prazos menores na colocação das LTNs e ORTNs. Então o BC editou uma portaria criando um prazo mais curto para as ORTNs (um ano) e aumentou os juros, que resultou na maior procura por LTNs.

Ao final de agosto de 1985, a equipe econômica foi substituída. A nova equipe comprometeu-se em adotar uma política econômica direcionada para o crescimento da economia, com diminuição no nível de juros.

O Governo percebeu que o controle do déficit era uma premissa para o combate à inflação então ao final de dezembro, baixou um pacote fiscal para aumentar suas receitas em 1986, instituiu-se o Imposto de 40% sobre os juros dos títulos com correção monetária pós-fixada, independentemente do prazo de emissão. Foram antecipados os pagamentos dos tributos - o Imposto de Renda passou a ser cobrado no momento da aplicação nos títulos, em vez de no resgate, e a criação do Imposto de Renda sobre os ganhos de capital auferidos na liquidação ou cessão dos títulos de renda fixa. Contudo foi autorizada a emissão de ORTNs com prazos de seis meses isentas de Imposto de Renda.

Naquele ano as ORTNs em poder do público aumentaram sua participação na composição da dívida interna federal em 46,47%; as LTNs, aumentaram 19,90% em mercado no mesmo período. A participação das ORTNs elevou-se pela diminuição no seu prazo e o aumento na participação das LTNs foi consequência do aumento dos juros em março.

Feita uma correlação entre a participação dos títulos da dívida interna federal fora do Banco Central segundo seus indexadores e taxa de inflação nos anos 1980 até 1985, os resultados confirmaram a relação positiva entre a taxa de inflação e a participação dos títulos pós-fixados e negativa entre taxa de inflação e prefixados.

Tabela 5:
Correlação entre a Participação dos Títulos Prefixados e Pós-fixados e
Taxa de Inflação: 1980 a 1985, dados mensais.

	Prefixados	Pós-fixados
Taxa de Inflação	-0,65 *	0,59 *

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

O resultado das correlações ilustra o fato de que no período 1980-85, de inflação alta e crescente, a participação dos títulos prefixados diminui e a dos pós fixados aumenta demonstrando a tentativa dos investidores de proteger o valor das aplicações em títulos da dívida pública interna federal.

O coeficiente de correlação negativo entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação evidencia o comportamento inverso entre as variáveis no período 1980-85. Já o sinal positivo para o coeficiente de correlação estimado entre a participação dos títulos pós-fixados e taxa de inflação mostra a relação direta entre as variáveis.

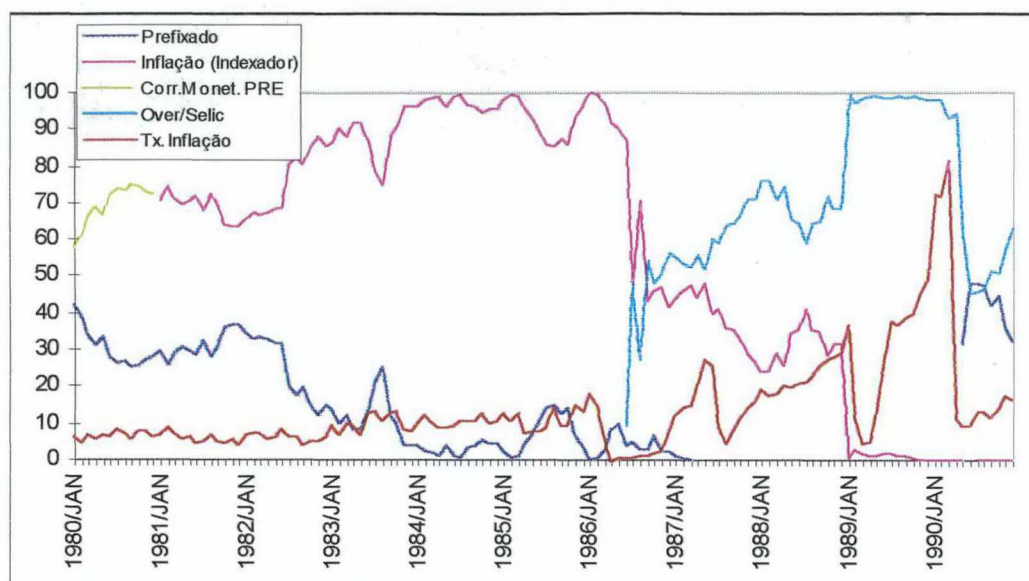
O resultado da correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação indica que existe uma associação de -0,65 entre as variáveis. O sinal negativo mostra uma relação contrária entre as variáveis, quando a taxa de inflação aumenta a participação dos prefixados diminui.

A correlação entre a participação dos papéis pós-fixados e taxa de inflação demonstra que 59% das variações na participação dos títulos pós-fixados estão relacionadas com variações na taxa de inflação. O sinal positivo evidencia a evolução na mesma direção para as duas variáveis.

Esse comportamento entre as variáveis fica claro também ao observar o gráfico (Figura 5): o movimento ascendente da taxa de inflação é acompanhado pela tendência crescente da participação dos títulos pós-fixados e pela tendência declinante da participação dos prefixados.

Figura 5:

Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação: 1980 a 1990, dados mensais



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Figura elaborada pela autora.

Em fevereiro de 1986 foi editado o Plano Cruzado. Tal plano modificou o padrão monetário do país, extinguiu a correção monetária, congelou preços e taxa de câmbio, adotou um programa de reajustes planejados para os salários (sempre que a inflação acumulada atingisse 20 por cento, os salários seriam automaticamente reajustados). O índice oficial de inflação foi substituído, e no cálculo do novo índice (IPC), foram isentos 13 dias de inflação, prejudicando os detentores de títulos e contratos pós-fixados em favor dos devedores. O método de cálculo do índice oficial de inflação foi alterado várias vezes ao longo de 1986.

Os papéis expressos na antiga moeda, com cláusula de correção monetária, foram atualizados segundo o critério da ORTN *pro rata*. As antigas ORTNs passaram a se chamar OTNs e tiveram seu valor nominal congelado em Cz\$106,40 (valor denominado em cruzados) por um ano.

No mês de maio, o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua emissão, as LBCs (Letras do Banco Central), que teriam prazo máximo de um ano e rendimento definido pela taxa média SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

A taxa SELIC representa a taxa de juros ao dia. Esta taxa é relativa à média das taxas de juros referentes a operações com títulos públicos prefixados realizados no

período de um dia no SELIC. Pode incorporar-se, a essa taxa, diariamente mudanças de expectativas referentes à taxa de inflação ou outras variáveis relacionadas.

As LBCs foram emitidas em junho, com vencimento em 91 dias, e colocadas com sucesso em mercado. Com a adoção das LBCs (título pós-fixado tendo como indexador a taxa SELIC), a administração da dívida foi afetada, já que esta passou a ser influenciada diariamente pela variação do *over*.

Naquele mês, o estoque de LBCs já correspondia a cerca de 48,10% do total de títulos em poder do mercado. Os leilões de OTNs só voltaram a ser realizados a partir de agosto. Durante 1986, os títulos fora do BC, corresponderam a 56,36% em LBCs, 41,39% em OTNs e 2,24% em LTNs, quer dizer 97,75% de títulos pós-fixados e apenas 2,24% prefixados.

A taxa de inflação que havia caído com a adoção do Plano Cruzado, voltou a aumentar. Medidas para reparar o Plano vieram em fins de novembro, através do chamado Plano Cruzado II. Dentre elas, destacavam-se o descongelamento do valor nominal das OTNs, a partir de 28/02/87; a criação da LBC como indexador de ativos, e a adoção de um novo índice oficial de inflação.

No início de 1987 já era percebido que o Plano Cruzado havia fracassado. O Governo brasileiro, em 20/02/87, optou pela suspensão do pagamento dos juros relativos à dívida externa de médio e longo prazos frente aos bancos privados, ou seja declarou moratória técnica, no intuito de proteger as reservas do país.

Ao final de fevereiro de 1987, as OTNs foram descongeladas, passando a ter correção mensal pela variação da LBC ou do IPC-IBGE, valendo a maior. Entretanto o duplo papel desempenhado pela LBC, de indexador da economia e instrumento de política monetária ocasionou muitos debates pois o conceito de juros e preço acabou se confundindo. Desse modo a partir de meados de junho a OTN passou a ser indexada apenas pelo IPC.

A retomada do processo inflacionário inviabilizou a colocação das LTNs em mercado. Em abril, as LTNs em poder do público, tiveram seu estoque esgotado, sendo que, desde o segundo semestre de 1986, sua participação vinha caindo. Até 1990 a participação dos títulos prefixados foi insignificante, nesse período a taxa de inflação evoluiu em grandes saltos.

Ao longo de 1987, o Governo Sarney promoveu algumas mudanças na sua equipe econômica. Tanto o ministério como a Presidência do Banco Central sofreram três alterações

Para conter a inflação, em 12 de junho, o então ministro Bresser Pereira, que substituiu Dilson Funaro no ministério, promoveu o terceiro choque econômico do Governo Sarney, o Plano Bresser. Este Plano incluía congelamento de preços por no máximo 90 dias, a adoção de um vetor de preços para medir as inflações de junho e julho, aplicação de um deflator sobre as operações realizadas entre 1º e 15 de junho de 1987 e a criação da URP - Unidade de Referência de Preços. Os agentes tiveram uma expectativa pessimista em relação ao Plano e, mesmo com uma queda da inflação nos primeiros meses logo após sua implantação, a inflação novamente começou a aumentar.

No gráfico (Figura 5) observa-se que à medida que a inflação cai logo nos primeiros meses do Plano Bresser, os títulos indexados pela inflação tem sua participação diminuída ao contrário dos títulos indexados pela taxa *over*/SELIC.

Tanto a inflação como o déficit público, sempre foram as principais dificuldades no Governo Sarney. O financiamento dos gastos através do endividamento público via Banco Central, gerava pressões sobre o Governo, e este adotou em 25/11/87, uma série de medidas sobre a dívida mobiliária interna Federal, através do decreto-Lei n.º 2.376.

Foi decidido que a dívida da União poderia ser elevada para cobrir déficit no OGU - Orçamento Geral da União, mediante autorização legislativa, e para atender à parcela do serviço da dívida não incluída no OGU. Se o Tesouro não colocasse títulos junto ao público em valor equivalente ao montante dos resgates, o Banco Central poderia subscrever a parcela não colocada.

Foram criadas as LFTs - Letras Financeiras do Tesouro, com limites de emissão fixados pelo Poder Legislativo, com o objetivo de antecipar receitas. As OTNs passaram a ter cláusula de reajuste baseada na variação do IPC ou de acordo com a variação da LFT.

Foi em 1988 que as medidas previstas no Decreto-Lei n.º 2.376, tiveram influência no perfil da dívida interna em poder do público. Ao final de 1987, esse total era composto ainda por 71,26% em LBCs, 26,94% em OTNs e 1,81% em LTNs, que voltaram a ser colocadas em mercado em dezembro, após oito meses de ausência de leilões com esses títulos. Quer dizer, 98,20% dos títulos da dívida eram pós-fixados, sendo que 71,26% indexados pela taxa *over*/SELIC e 26,94% pela inflação, e apenas 1,81% dos títulos eram prefixados.

O Banco Central, a partir de 1988, deixou de emitir títulos, e o Tesouro Nacional lançou as LFTs - Letras Financeiras do Tesouro, com as mesmas características das LBCs, para financiar o déficit público. As LFTs tiveram grande aceitação no mercado, foram lançadas em janeiro de 1988 e em agosto já tinham 56,9% de participação na composição da dívida pública interna federal fora do BC. As LFTs, por terem seu rendimento proporcional às taxas de juros praticadas no SELIC, afetavam diariamente todo o estoque da dívida.

Durante março de 88, o Banco Central efetuou, além da recompra de LBCs, leilões primários de LFTs e *go arounds* de venda de OTNs, com apenas 83 dias de prazo a vencer. Em setembro não havia mais LBCs compondo a dívida interna federal fora do BC. O resultado destas transações do BC com títulos públicos foi de resgate líquido, com impacto positivo sobre a base monetária.

Como o endividamento público estava financiado basicamente por LFTs, o governo estava em situação difícil. Para conter aumentos indesejáveis na base, era necessário aumentar os juros, que por sua vez afetaria todo o estoque da dívida que, fora do BC, era formada em sua maioria por LFTs. Assim, ainda em julho, o Tesouro voltou a emitir, além de OTNs com cláusula cambial, OTNs indexadas pela correção monetária e LTNs. As LTNs, não foram vendidas e permaneceram em poder do BC.

Mesmo sendo praticada uma política monetária restritiva, a partir do segundo semestre de 1988, com a elevação das taxas de juros, a inflação continuou a subir. A estratégia do BC de aumentar a participação das OTNs no total da dívida acabou não produzindo o resultado esperado. Em outubro, as LFTs já representavam 71,34% da dívida fora do BC, contra apenas 28,66% referentes às OTNs.

De acordo com ANDIMA (1993, p.70),

Os resultados de 1988 demonstraram as dificuldades encontradas pelo Banco Central para executar a política monetária em um cenário em que o déficit de caixa do Governo chegava a 5% do PIB e não havia um programa econômico consistente, capaz de alimentar esperanças de reversão do caótico quadro fiscal da União. Como o orçamento monetário previa restrições na colocação de títulos e na emissão da moeda pelo Governo, e como o BC estava proibido de emitir títulos, não restava à Autoridade alternativa para tentar controlar os preços, principalmente na ausência de equilíbrio das finanças públicas. Assim, em 1988, a inflação saltou de 19,14% em janeiro para 28,89% em dezembro, acumulando, no ano, variação de 1.037,56% (IGP-DI).

Os títulos indexados pela inflação tiveram sua participação diminuída expressivamente a partir do segundo semestre de 1988, como pode ser visto no gráfico

(Figura 5). Isso foi ocasionado principalmente pelo aumento nas taxas de juros que se refletiram na procura por títulos indexados pela taxa *over*/SELIC.

Em janeiro de 1989, foi editado o Plano Verão, um novo choque tendo como principais medidas: a adoção do “Cruzado Novo”, com corte de três zeros; a eliminação da indexação, exceto para depósitos de poupança; um novo congelamento de preços e salários; uma tentativa de restringir a expansão monetária e de crédito e uma desvalorização cambial de 17,73%. O Plano previa o corte de gastos e a manutenção de juros reais elevados. Segundo Baer (1996, p.197),

A crise econômica agravou-se nos últimos quatro meses do governo Sarney em que, devido à ausência de um ajuste fiscal eficiente e, assim, tendo de enfrentar persistentes déficits orçamentários elevados, viu-se obrigado a manter uma alta taxa de juros, que elevou significativamente o custo da dívida pública. Como resultado, os gastos financeiros em 1989 aumentaram 158% e foram a principal causa do déficit governamental. A deterioração das finanças públicas refletiram-se naquela época não só nas dificuldades em se colocar novos papéis da dívida do governo, mas também na tendência em direção à monetização de sua dívida. As autoridades temiam a evasão de recursos do mercado overnight para ativos reais, o que era percebido por muitos como um detonador iminente de um amplo processo de hiperinflação.

O cálculo da inflação oficial passou por várias alterações na metodologia de cálculo o que gerou distorções, após a edição do Plano Verão. Assim o perfil da dívida alterou-se mais uma vez. Enquanto em dezembro de 1988 as OTNs e LFTs representavam 31,47% e 68,53%, respectivamente, em janeiro de 1989 o quadro havia mudado para 0,34% e 99,66%.

Como a taxa referencial de juros da economia era a rentabilidade das LFTs, a política de juros reais elevados implantada no início de 1989, afetou todo o estoque da dívida, pela elevação dos seus encargos, e dificultou a execução financeira do Tesouro Nacional.

A inconsistência do Plano Verão logo foi percebida, a inflação praticamente dobrou entre fevereiro e março. Tentando mudar a estratégia de política monetária, o BC propôs ao mercado recomprar as LFTs de vencimento em abril, de forma a abrir espaço para a colocação das LTNs, contudo o resultado foi desastroso. Além de não haver interesse das instituições em vender as LFTs, também não houve consenso na formação das taxas para compra das LTNs, em um cenário de inflação instável e crescente.

Em abril de 1989 foram editadas medidas de ajuste ao Plano Verão. Dentre elas, destaca-se: a volta da correção monetária, através da criação do BTN - Bônus do Tesouro Nacional, que seria atualizado pelo IPC-IBGE. Mesmo tendo sido bem aceita

pelos agentes econômicos, a correção provocou diversas discussões sobre sua confiabilidade, dadas as constantes intervenções do Governo.

O processo de descongelamento de preços resultou na volta do processo inflacionário. Buscando recuperar o equilíbrio dos preços foi introduzida a inflação diária com a criação do BTN-F -Bônus do Tesouro Nacional Fiscal.

Tentando evitar movimentos especulativos, adotou-se uma política de minidesvalorizações do câmbio e taxas de juros elevadas, tendo em vista a perda de reservas. Entre fevereiro e junho a dívida pública interna federal fora do BC cresceu 33,13%.

O início do segundo semestre de 1989 foi marcado pelo lançamento de BTNs, com liquidação em primeiro de agosto, cláusula de opção pela correção cambial e vencimento em dois anos, sinalizando uma nova mudança na estratégia de política monetária do Banco Central. Pela falta de consenso na formação de preços para a compra dos títulos resultou, na estréia dos BTNs, a venda de menos de 30% do total ofertado.

O perfil curtíssimo da dívida e a concentração dos resgates, principalmente a partir de outubro, começava a preocupar o Banco Central. Mesmo com a recuperação das reservas, via administração dos juros e do câmbio, existia uma ameaça constante de hiperinflação. O Governo era cobrado sobre como iria dar continuidade a política econômica frente os descontroles do déficit público, do aumento dos custos da dívida e das pressões dos credores quanto ao pagamento dos juros da dívida externa.

A saída encontrada foi a condução da política de tal forma que evita-se desequilíbrios maiores até a mudança para o novo Governo. Para a rolagem da dívida o Banco Central, optou por leilões semanais da venda de LFTs, vinculados à compra dos papéis de vencimento em novembro/89 e janeiro/90. Deu continuidade à venda de BTNs, contudo a participação desses títulos no total da dívida permaneceu pouco expressiva no segundo semestre.

A relação entre a composição da dívida pública interna federal fora do BC e taxa de inflação entre os anos de 1985 até 1989 pode ser ilustrada através dos coeficientes de correlação que serão apresentados na Tabela 6.

Tabela 6:

Correlação entre a Participação dos Títulos Pós-fixados, por Indexador e Taxa de Inflação: 1985 a 1989, dados mensais

	Inflação (Indexador)	SELIC
Taxa de Inflação	-0,59*	0,60*

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

A participação dos títulos indexados por índice de correção monetária, apresentados na tabela com o nome **Inflação (Indexador)**, tiveram correlação negativa com a taxa de inflação, quer dizer tiveram desempenho inverso ao da taxa de inflação. Segundo o resultado 59% das variações na participação dos títulos indexados pela correção monetária tiveram relação com variações na taxa de inflação. Certamente que essa relação inversa e alta entre as variáveis indica a mudança de preferência dos investidores, que nesse período de inflação ascendente e várias intervenções do governo através de choques passaram a procurar títulos indexados pela taxa SELIC, que diariamente incorporava mudanças de expectativas em relação à taxa de inflação.

O coeficiente da correlação entre a participação dos títulos indexados pela taxa SELIC teve sinal positivo indicando que quando a taxa de inflação é alta a participação desses títulos aumenta. O índice mostra uma associação de 0,60 entre as variáveis.

Deve-se lembrar que os títulos prefixados pararam de ser emitidos em março de 1987, voltando apenas em 1990 sendo que nesse período a inflação evoluía em grandes saltos.

Esses resultados representam o cenário nos últimos anos da década. A taxa de inflação ascendente e as mudanças freqüentes no cálculo da correção monetária desestimularam a procura pelos papéis ligados ao índice de correção monetária. Dentro desse contexto a maior procura foi pelos indexados pela taxa SELIC, pois essa taxa diariamente podia incorporar mudanças nas expectativas dos agentes frente à taxa de inflação.

De acordo com Baer (1996, p.211),

O problema dos anos 80 foi o gradual declínio da credibilidade do governo junto ao público, ou seja, havia uma dúvida crescente quanto à capacidade do governo em pagar os juros da dívida e subseqüentemente, o

principal. Essa gradual perda de credibilidade exigiu a redução dos prazos de financiamento, atingindo um ponto em que a maior parte da dívida estava sendo financiada através do overnight com taxas de juros cada vez mais altas.

3.2.4. A década de 90

O início da década de 90 foi marcado pela implementação do Plano Collor, um plano de estabilização econômica marcado pelo confisco inicial de 80% dos haveres financeiros - que ficaram congelados no BC rendendo $\text{BTN} + 6\% \text{a a}$ (aplicação compulsória nos recém-criados BTN-ES) e pela volta do cruzeiro como nomenclatura da moeda.

Entre os anos 1989 e 1990, o total dos títulos públicos caiu de 15% para 4,8% do PIB; em março de 1990, passou a ser 2%, do PIB. Este foi o resultado da troca compulsória de uma dívida que custava o próprio rendimento das LFTs por outra que onerava bem menos o Tesouro - $\text{BTN} + 6\% \text{a a}$.

A falta de liquidez e as medidas adotadas no Plano, causaram grande confusão no mercado.

Tentando solucionar os problemas de liquidez, o BC decidiu recomprar automaticamente as LFTs do mercado, objeto de operações compromissadas, e recomprar de forma voluntária as LFTs objeto das operações definitivas. Estas últimas se realizaram em abril, através da troca das LFTs existentes antes da edição do Plano por cruzados novos. Esta foi a forma encontrada pelo BC de acertar a posição das reservas bancárias das instituições financeiras em cruzados novos e possibilitar a transferência de titularidade a seus clientes.

Realizou-se, também a troca de LFTs, vinculados a compra dos títulos de determinados vencimentos à venda de outros, com vencimentos mais longos. Além disso, houve uma troca voluntária de títulos privados por LBCs, com uma espécie de financiamento às instituições com deficiência de recursos em cruzados novos.

O superávit fiscal, o congelamento dos recursos e o alongamento compulsório dos títulos dos financiadores da dívida pública interna; a queda da inflação e o fim das contas remuneradas, deixaram o Tesouro e o Banco Central em situação cômoda, mas por pouco tempo, quanto a colocação de títulos em mercado.

O descontrole monetário, que se deu a partir de maio de 1990, com a abertura das chamadas “torneiras de liquidez” colocaram o Banco Central na difícil posição *undersold* no mercado, quer dizer, mais recursos disponíveis do que títulos para financiá-los. No final de maio, a Autoridade anunciava o fim das zeragens automáticas das posições das instituições nos finais de tarde e realizava, após quatro anos, o primeiro leilão informal de LTNs, marcando a volta desses títulos ao mercado.

A partir de maio o Tesouro passou a emitir apenas LTNs, os BTNs cambiais não eram mais emitidos desde fevereiro e as LFTs desde março. As emissões de LTNs significaram a redução dos impactos de um endividamento público baseado em LFTs, que compunham 98% do total em mercado.

A volta da inflação se deu já no final de 1990 gerando dificuldades para o BC colocar as LTNs em mercado. Ficou evidente que a solução dada para a questão da dívida pública pelo Governo Collor foi inconsistente e a necessidade de voltar ao mercado para se financiar colocou-o frente à frente com a questão da credibilidade. O discurso, do momento, era o esforço para equilibrar as contas públicas e a preocupação com efeitos do inevitável aumento dos juros sobre os encargos da dívida. A solução, foi a criação de um novo título, de emissão do Banco Central, com as mesmas características das LTNs: os BBCs - Bônus do Banco Central. Após janeiro de 1991, não havia mais LTNs em mercado.

Quanto ao aspecto externo, o governo Collor deu início a um processo de liberalização, sendo que as medidas iniciais foram a redução gradual de tarifas e a flutuação do câmbio. Contudo a aceleração da inflação na segunda metade de 1990 causou uma valorização na taxa real de câmbio levando o governo a intervir no mercado a fim de evitar uma sobrevalorização do cruzeiro. Tal valorização aliada ao aumento dos preços do petróleo originada pela crise do Iraque elevou as importações em 11,5%, enquanto que as exportações caíram em 8,7% reflexo também da eliminação de incentivos às exportações.

De acordo com ANDIMA (1993, p.81),

O ano de 1991 começou sob as expectativas dos desdobramentos da guerra do Golfo, do fracasso do Plano Collor I, da alta dos preços (IGP-DI de 19,93%, ante 16,46% registrados em dezembro/90) e das dificuldades do BC no controle da liquidez. Na contramão da História e surpreendendo mais uma vez a sociedade, o Governo, através do Plano Collor II, voltou a intervir na economia, buscando uma saída para a difícil execução das políticas fiscal e monetária. Desta vez, redesenhou o Sistema Financeiro e atribuiu ao overnight o título de vilão da crise. Entre outras medidas, o Plano promoveu o fim da correção monetária, do over e dos fundos de curto prazo; e a criação dos FAFs - Fundos de Aplicações Financeiras e da TR - Taxa Referencial, que passou a ser o indexador dos BTN-Es.

Ao longo de 1991, o governo empenhou-se na devolução dos recursos congelados em 1990, diante das dificuldades de rolar a dívida e compensar os resgates dos BTN-Es, o BC deu início a emissão de títulos pós-fixados: as NBCs (Nota do Banco Central) com vencimento em três meses. Contudo esses títulos não tiveram boa aceitação no mercado, havendo apenas um único leilão. Desde fevereiro de 1991 já não havia LTNs em mercado, apenas BBCs título prefixado como as LTNs. A participação dos pós-fixados era em LBCs, LFTs, e em agosto houve a colocação dos NBCs que estiveram em mercado apenas até outubro.

Em fins de setembro, minidesvalorizações no câmbio contribuíram para o salto da inflação em outubro, quando houve uma mudança nos rumos da política monetária. Nos últimos dois meses do ano, os juros reais ficaram acima de 5% ao mês.

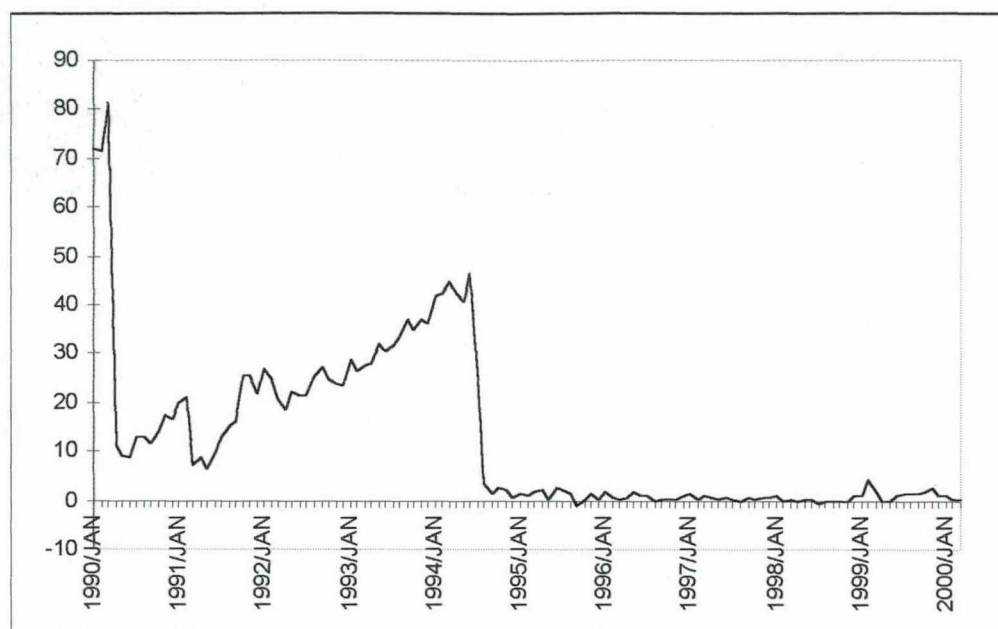
Os juros elevados e a inflação instável e crescente levou o Tesouro a voltar a emitir títulos, a partir de outubro, através da criação das NTNs (Nota do Tesouro Nacional), títulos pós-fixados que poderiam ter diferentes séries - indexadas ao IGP-M, à correção cambial e à TR. No entanto, o BC somente ofertou as duas primeiras séries ao mercado, obtendo sucesso apenas na colocação dos títulos indexados ao IGP-M. No fechamento do ano, houve um pequeno aumento, da ordem de 0,3% da dívida em poder do público.

Em 1992, houve um vigoroso fluxo de recursos estrangeiros para o País, que cessou apenas com o impedimento do presidente Collor no segundo semestre. Esse ingresso de capitais juntamente com a devolução mensal dos cruzados novos bloqueados e à rigidez na queda dos preços levou o Banco Central a realizar um esforço adicional para manter a liquidez sob controle. Para tanto foram realizados megaleilões de BBCs. A participação desse título (prefixado) aumentou sensivelmente no ano.

A taxa de inflação de 1991 até 1994 foi crescente mas sua evolução não se deu em saltos. A trajetória da taxa de inflação ao longo dos anos 90, pode ser observada no gráfico (Figura 6).

Figura 6:

Evolução da Taxa de Inflação (IGP-DI): 1990 a 2000, dados mensais.



Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **IPEADATA online: Base de dados macroeconômicos.** Disponível na internet.
<http://www.ipeadata.gov.br/ipeadataweb>, 10 maio 2000.

Nota: Figura elaborada pela autora.

Nos dois primeiros meses do ano de 1992, o Banco Central vendia ao mercado apenas NTNs séries C e D, que eram indexadas ao IGP-M e ao dólar americano respectivamente. A partir de maio foram colocadas em mercado com sucesso NTNs “série H” indexadas pela TR. Uma análise mais detalhada até 1994 não será possível, pois não há dados exatos sobre a participação dos títulos indexados pelo câmbio e TR.

A participação dos BBCs, títulos prefixados, aumentou consideravelmente, juntamente com os títulos indexados pela inflação, enquanto que os indexados pela taxa SELIC apresentaram queda.

Ao final de 1992 ocorre o afastamento do Presidente Collor, seu vice-presidente, Itamar Franco, assumiu a presidência pretendendo promover o crescimento apesar da inflação. Para tanto forçou o Banco Central a reduzir o nível real dos juros na economia. Contudo a determinação do Governo em diminuir os juros reais durou pouco. No curto prazo a administração da taxa de juros seria o único instrumento disponível para evitar o descontrole da economia.

No segundo semestre de 1993, o Governo retomou a política de juros reais elevados, com a aprovação do presidente Itamar. Neste período, o Banco Central estava

sendo presidido por Pedro Malan. A crise política ocasionada pelos escândalos de corrupção no Congresso agitaram o Sistema Financeiro, nos meses de setembro e dezembro, o BC alterou a política de juros com o objetivo de evitar movimentos especulativos.

Em julho, a participação dos BBCs no total da dívida em poder do mercado reduziu-se e as NTNs (títulos pós-fixados) voltaram a aumentar. Através de três leilões consecutivos de NTNs cambiais (série D), o Banco Central passou a sinalizar ao mercado sua intenção de utilizar esse instrumento na execução da política monetária, mudando a estratégia de usar apenas papéis prefixados para tal fim.

De acordo com ANDIMA (1993, p.88),

Ainda em setembro, notícias de unificação cambial, ataque à inflação em uma só tacada, dolarização e âncora cambial ou monetária, entre outras possíveis medidas, voltaram a afetar o mercado, levando a Autoridade a dar uma nova guinada na política monetária. A confusão gerou, para o mercado, dificuldades em relação à formação dos preços de compra dos títulos públicos; para o Governo, o temor de não conseguir rolar as vultosas somas em títulos cambiais que estavam vencendo. Com o objetivo de garantir a rolagem da dívida, o Tesouro não só ofertou ao mercado as três séries de NTN (C, H e D), como voltou a emitir LTNs. Para torná-las semelhantes aos BBCs, o Governo reduziu de 35 para 28 dias seu prazo mínimo de emissão. No final do ano, como resultado da mudança da estratégia do Banco Central na execução da política monetária, os BBCs representavam somente 22% do total da dívida em poder do público, enquanto as LTNs eram responsáveis por 70% desse montante. Dando prosseguimento ao esforço de melhorar o perfil da dívida interna, o Governo cancelou a autorização do Banco Central para emissões e venda a termo de LBCs tendo como garantia os títulos estaduais. Com a medida, o estoque de LBCs em poder do público decresceu de forma significativa nos três últimos meses do ano. Em dezembro de 1993, já não havia mais LBCs em, mercado.

O anúncio do programa de estabilização econômica do Governo, que previa a criação da URV (Unidade Real de Valor) como indexador da economia, ocorreu em dezembro de 1993. O novo programa de estabilização chamava-se Plano Real, seu principal objetivo era dotar o país de uma moeda forte e de poder aquisitivo estável. Para tanto estava baseado nas seguintes etapas: o controle das contas públicas, alinhamento dos preços relativos (conseguido pela criação da URV, que era o indexador para toda a economia), e adoção do novo padrão monetário, o Real.

No intuito de adaptar o endividamento público ao novo programa, o Banco Central, em dezembro, deixou de ofertar as NTNs indexadas pelo IGP-M dando mais ênfase aos leilões de NTNs cambiais.

Tabela 7:

Correlação entre a Participação dos Títulos, por Indexador e Taxa de Inflação: 1990 a 1993, dados mensais

	Prefixados	Inflação (Indexador)	Taxa SELIC
Taxa de Inflação	0,32*	0,87*	-0,71*

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

Verificou-se, nos resultados, que os coeficientes de correlação da participação dos títulos prefixados e dos títulos indexados pela correção monetária indicam uma relação positiva com a taxa de inflação no período.

Esses resultados demonstram que como principalmente após 1991 a taxa de inflação aumenta mas esse aumento não ocorre em saltos não havia grande incerteza entre os agentes. A evolução ascendente da taxa de inflação foi acompanhada tanto pelos títulos indexados pela inflação, sinal de que os investidores queriam proteger o valor dos seus títulos, mas também pelos títulos prefixados indicando que não havia grandes incertezas no período.

O coeficiente de correlação entre a participação dos títulos indexados pela taxa SELIC e taxa de inflação demonstraram uma relação inversa entre essas duas variáveis no período.

A mudança na composição da dívida no período (1990-1993), ou seja a queda na participação dos títulos indexados pela taxa SELIC e o aumento dos títulos prefixados, principalmente, após 1992 foi também resultado dos megaleilões de BBCs efetuados pelo Banco Central no intuito de manter a liquidez no sistema dado o fluxo de capitais estrangeiros direcionado para o Brasil e também pela devolução dos recursos bloqueados no Plano Collor.

Em julho de 1994 se deu a implementação da terceira etapa do programa de estabilização, ou seja da troca da URV pelo Real, e a inflação caiu definitivamente. Como consequência houve maior procura de papel-moeda e depósitos à vista pela população. Para conter o excesso de liquidez no mercado evitando um descontrole nos preços aumentou-se a taxa de recolhimento compulsório. No intuito de elevar a oferta de produtos, o governo promoveu maior abertura comercial reduzindo tarifas de importação e eliminando barreiras não-tarifárias.

Principalmente em 1992, quando as taxas de juros nacionais estavam muito acima das internacionais, o Brasil vinha recebendo um crescente fluxo de capitais estrangeiros. A política cambial estava baseada em desvalorizações diárias assegurando pequenas variações da taxa de câmbio real, e buscando manter tal política as autoridades monetárias atuavam freqüentemente comprando o excesso de divisas, o que levou ao acúmulo de reservas internacionais no Banco Central.

Dado o ingresso de divisas, para evitar que o excesso de liquidez no mercado pressionasse os preços, o governo utilizou a emissão de títulos públicos federais. Esta política impactou diretamente a dívida interna federal em poder do público. Entretanto, no ano de 1994, segundo Fachinello (1997, p.29) *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.*

Ainda em 1994 a crise do México em dezembro provocou forte procura por divisas, obrigando o Banco Central a atuar no mercado e evitar oscilações acentuadas na taxa de câmbio.

O ano de 1995 inicia com o nível de atividade econômica elevado. As políticas de liberalização às importações e a moeda valorizada resultaram em queda nas exportações e déficit na balança comercial. Quanto à balança de capitais, o Brasil vinha registrando saldos decrescentes nos primeiros meses do ano como consequência da crise do México e das restrições para a entrada de capitais de curto prazo no segundo semestre de 94.

A crise mexicana gerou desconfiança nas políticas econômicas que estavam sendo implementadas no país, assim para evitar mais perdas de reservas o Banco Central adotou uma política de juros ativa e um sistema de bandas cambiais para evitar especulações contra a moeda.

O regime de bandas cambiais permite que a taxa varie livremente dentro dos limites pré-estabelecidos. Se os limites forem atingidos o banco Central entra no mercado comprando ou vendendo divisas para manter a taxa dentro do intervalo.

A administração dos juros reais elevados e do regime de bandas para o câmbio resultou em um influxo crescente de capitais no segundo semestre de 95. Para manter a liquidez no mercado o Banco Central retirou o excesso de moeda via colocação de títulos públicos. Em janeiro de 1995 a relação dívida/PIB era de 8,9% e em dezembro passou para

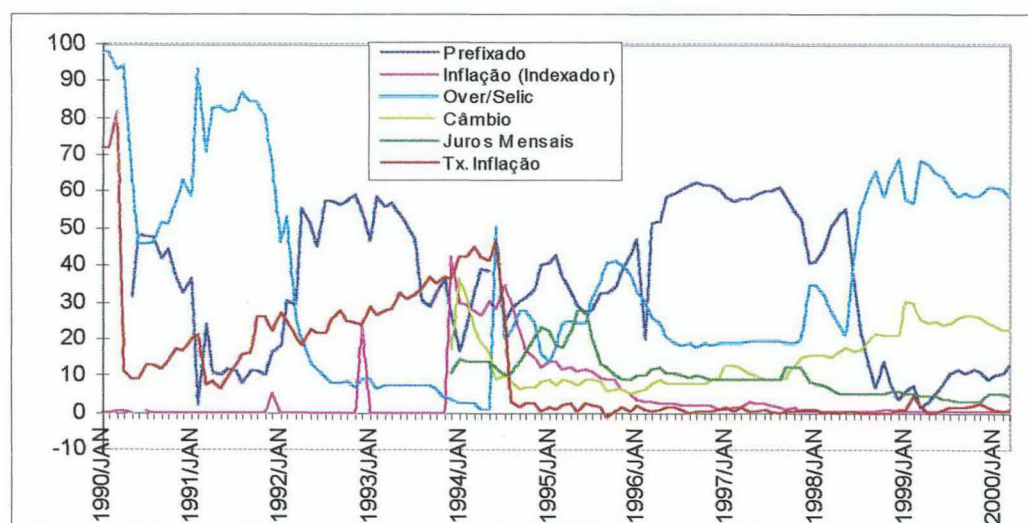
12,4%. A participação média dos títulos no ano foi a seguinte: 25% em BBC, 21% em LBC, 17% em LFT, 18% em LTN e 19% em NTN.

A taxa de inflação em 1995 manteve-se abaixo de 3% chegando a ser negativa em setembro desse mesmo ano.

No que diz respeito ao ajuste fiscal, uma das metas do plano Real, a dificuldade foi crescente. Na ótica do financiamento do Governo Federal registrou-se um déficit operacional de R\$ 3 bilhões (a preços de julho/94) em dezembro de 1995. A relação dívida/PIB em dezembro de 1990 era de 2,9% e em dezembro de 1995 havia aumentado para 12,4%.

Figura 7:

Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação: 1990 a março de 2000, dados mensais.



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Figura elaborada pela autora.

Em 1996, a inflação continuou declinante. A redução gradual dos juros nacionais foi acompanhada por um crescimento do PIB de 2,5% nesse ano.

No primeiro semestre foram tomadas medidas de incentivo às exportações já que estavam sendo registrados déficits frequentes na balança comercial. Entretanto no segundo semestre as importações continuaram aumentando e a balança comercial continuou deficitária.

A taxa de câmbio real ficou inalterada durante o ano. Na política cambial, o governo manteve as minidesvalorizações nominais e diversas vezes desde 1995 foram alterados os limites de flutuações da taxa de cambio.

Mesmo com a gradual queda das taxas de juros o país continuou recebendo capitais estrangeiros. A autoridade monetária continuou utilizando a colocação de títulos para controlar a liquidez resultante de ingresso de divisas no país.

O ajuste esperado nas finanças públicas não foi conseguido, em lugar disso houve elevado déficit operacional como resultado dos gastos com juros da dívida interna.

Em 1997 a condução da política econômica esteve condicionada à evolução na conjuntura econômico-financeira internacional dada a crise que se originou nos mercados do sudeste asiático. No entanto, mesmo com a adoção de medidas restritivas que foram impostas ao final do ano para enfrentar a crise, a economia obteve um crescimento de 3%.

No primeiro trimestre do ano as taxas de juros vinham apresentando um declínio e entre abril e outubro verificou-se uma estabilidade. Entretanto ao final de outubro a crise asiática influenciou as expectativas dos investidores ocasionando evasão de reservas internacionais. Diante disso, as taxas de juros foram elevadas e aumentada a oferta de títulos públicos com cláusula cambial. Também foram realizadas operações de compra de títulos com prazo mais longo com vistas a cobrir a diminuição de liquidez nos bancos pela saída de divisas. Essas medidas tiveram efeitos positivos sobre as expectativas dos agentes revertendo o movimento de perda de reservas:

A dívida pública mobiliária fora do BC em dezembro de 1997 representava 28,6% do PIB. Em dezembro de 1996 o total de títulos públicos fora do BC era de 21,6% do PIB.

Em 1997 destacou-se na composição da dívida a participação das LFTs que passou de 18,6% em dezembro de 1996 para 34,8% em dezembro de 1997. Esse aumento deveu-se ao acordo de renegociação da dívida com o Estado de São Paulo e colocação para o Instituto Nacional de Seguro Social.

A participação dos prefixados reduziu-se de 61% em dezembro de 1996 para 40,9% em dezembro de 1997, demonstrando a grande incerteza gerada pela crise asiática. Já os títulos com variação cambial aumentaram de 9,4% para 15,4% no período. Os títulos indexados à TR se mantiveram praticamente no mesmo patamar.

Durante o ano a taxa de inflação manteve uma trajetória descendente.

A dívida mobiliária federal fora do Banco Central atingiu em dezembro de 1998 35,5% do PIB.

Nesse ano é notório o aumento da participação dos títulos indexados pela taxa SELIC, principalmente no segundo semestre. A participação dos títulos prefixados caiu de 40,9% em dezembro de 1997 para 3,5% em dezembro de 1998. Segundo Banco Central (1998, p.88) a alteração na composição da dívida deu-se, *em decorrência de alteração nas expectativas dos investidores quanto às taxas de juros futuras. Os títulos atrelados à variação do dólar aumentaram sua participação de 15,4% para 21%, refletindo maior demanda do mercado por hedge cambial.*

Até abril de 1998 houve um fluxo positivo de recursos para o Brasil vindos do exterior. Entretanto, a partir de maio essa tendência foi revertida pelo acirramento da crise nos mercados asiáticos e da deterioração econômica da Rússia. Esse cenário levou o Banco Central a direcionar divisas ao mercado em grande volume, em conformidade com a política cambial vigente. Além disso, de acordo com o Banco Central (1998, p.118), *a saída de recursos externos, em 1998, foi agravada pelas remessas de juros, refletindo a ampliação do endividamento externo em 1997, e de lucros e dividendos, em função do temor de desvalorização mais acentuada do câmbio que dominou o mercado ao longo do ano.*

Em meados de setembro de 1998 a crise na Rússia abalou as expectativas dos agentes. Diante da moratória daquele país, o Banco Central dobrou a taxa de juros no intuito de evitar movimentos especulativos contra o Brasil.

Os gastos totais com juros no ano de 1998, considerando as necessidades de financiamento do setor público, foram da ordem de 8,0% do PIB, entretanto o resultado primário foi superavitário em 0,01% do PIB.

O PIB em 1998 cresceu 0,12% e demonstrou significativa perda do dinamismo da atividade econômica se comparado ao crescimento de 3,7% em 1997. Sem dúvida esse desempenho refletiu a restritividade da política econômica imposta no segundo semestre do ano. Nesse período os investimentos caíram 3,5% resultado do comportamento desfavorável de todos os seus componentes.

A balança comercial refletiu os efeitos da crise econômica internacional, as exportações diminuíram em função da desaceleração econômica dos parceiros comerciais, da tendência de queda nos preços das *commodities*, da contração do crédito para financiar as exportações e da dificuldade em aumentar a competitividade via redução de custos. As

importações também diminuíram, no acumulado em doze meses, devido à redução da demanda interna.

Ao final de 1998, o país recorreu ao suporte da comunidade financeira internacional, por meio de acordo coordenado pelo Fundo Monetário Internacional, objetivando recompor progressivamente as reservas internacionais e preservar a política cambial.

Ao final de janeiro de 1999 a dívida mobiliária federal fora do Banco Central alcançou 39,4% do PIB, representando crescimento de 12,5% em relação ao resultado de 35,4% do PIB de dezembro de 1998.

Os títulos indexados via câmbio ampliaram sua participação de 21% em dezembro de 1998 para 30,4% em janeiro de 1999; os títulos indexados pela taxa over/SELIC diminuíram sua participação de 69,1% para 57,9% sendo que a taxa de juros SELIC ao final de janeiro era de 31,19% aa.

No início de janeiro observou-se uma evasão de capitais externos como resultado da crise russa desencadeada em 1998. Em 18 de janeiro o Banco Central aboliu o regime de bandas no câmbio e adotou o sistema de taxas flutuantes. As incertezas frente às mudanças na política cambial contribuíram para a instabilidade da taxa de câmbio durante o mês que resultou em uma desvalorização nominal de 64,1%.

No mês de fevereiro a política econômica esteve voltada aos ajustamentos relacionados às alterações na política cambial. Houve aumento da taxa SELIC de 31,19%aa em janeiro para 38,97%aa em fevereiro.

A partir de março, refletindo a reversão das expectativas do mercado houve aumento na participação dos títulos prefixados na composição da dívida interna federal fora do BC.

Em junho de 1999, o governo instituiu o regime de metas para a inflação demonstrando o compromisso no que se refere ao objetivo de política monetária e transparência na condução da política econômica. Conforme Banco Central (Agosto/1999, p.7),

A operacionalização do novo regime de política monetária estabelece que o Ministro da Fazenda deverá propor à decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) metas anuais e respectivos intervalos de tolerância para a inflação, com o Banco Central dispondo de autonomia operacional para executar as políticas necessárias ao seu cumprimento. O comprometimento explícito com a meta inflacionária obriga o BC, em caso de não atingimento, a expor publicamente as razões determinantes do desvio, bem como as medidas adotadas para a retomada do controle inflacionário.

Segundo Banco Central (Setembro/1999, p.7),

No âmbito das contas públicas, assinale-se, também desempenho favorável nos cinco primeiros meses do ano, como consequência do esforço fiscal do governo. Destaque-se que o resultado primário e o estoque da dívida pública líquida situaram-se em níveis favoráveis, considerando-se os números acordados com o FMI.

Em junho a dívida interna federal fora do BC elevou-se 2,7% em relação ao observado no mês anterior.

A participação dos títulos federais fora do BC por diferentes indexadores mostra que a os papéis indexados pelo câmbio mantêm-se em torno de 25% entre março e agosto, os indexados pela taxa *over*/SELIC apresentaram queda de 68,2% para 58,8%. Os prefixados ampliaram sua participação de 1,2% em março para 11,7% em agosto. Pode-se observar no gráfico (Figura 7) que ocorre uma inversão na participação dos títulos pós-fixados via SELIC para os papéis prefixados.

Até o final do período observado no trabalho, os papéis prefixados continuaram aumentando em detrimento de todos os outros pós-fixados.

Como após a implantação do Plano Real a economia brasileira vivenciou a queda da taxa de inflação, construiu-se uma correlação entre a participação dos títulos da dívida segundo seus indexadores e esta variável apenas para esse período, ou seja julho de 1994 até março de 2000. Os resultados estão expostos na Tabela 8:

Tabela 8:

**Correlação entre a Participação dos Títulos, por Indexador e Taxa de Inflação:
julho de 1994 a março de 2000, dados mensais.**

	Prefixados	Inflação (Indexador)	Taxa SELIC	Câmbio	Juros Mensais
Taxa de Inflação	-0,09	0,76*	-0,44*	0,34*	0,20

* Estatisticamente significativo ao nível de 5%.

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nota: Cálculos e Tabela elaborados pela autora.

Diferentemente do que aconteceu nos outros planos de estabilização, com a implantação do Plano Real a taxa de inflação caiu e permaneceu abaixo dos 5% ao mês. Os resultados da correlação entre composição dos títulos da dívida segundo seus indexadores e taxa de inflação refletiram essa mudança no cenário econômico nacional.

O coeficiente de correlação entre a participação dos papéis prefixados e taxa de inflação apresentou sinal negativo demonstrando uma relação inversa entre as variáveis. Esse resultado não é estatisticamente significativo, ou seja não se pode afirmar que a participação dos papéis prefixados na dívida está associada com a variável taxa de inflação. Entretanto, observa-se no gráfico (Figura 7), que até final de 1997 os prefixados tiveram uma tendência crescente. Os momentos de queda coincidiram com as crises externas que afetaram as expectativas dos investidores e que tiveram impacto na participação de títulos indexados via taxa SELIC e câmbio, refletindo as medidas de proteção às reservas internacionais tomadas pelo BC.

Depois da crise nos mercados asiáticos ao final de 97 os prefixados aumentaram sua participação voltando a cair com a crise russa em 1998 que impactou fortemente a taxa SELIC e aumentou a participação dos títulos indexados por essa taxa. Nesse período ocorre uma visível inversão entre os papéis prefixados e indexados via taxa SELIC, há também aumento dos títulos com cláusula cambial. Alterações na taxa de câmbio com desvalorização no início de 1999 fizeram com que os prefixados só retomassem sua tendência crescente após março.

Diante desse resultado e observando o gráfico (Figura 7) pode-se atribuir a evolução da participação dos prefixados não à taxa de inflação, que foi declinante no período, mas às expectativas voltadas aos vários choques externos que influenciaram os investidores e que se refletiram em outras variáveis econômicas como câmbio e taxa de juros.

A participação dos títulos indexados pela inflação apresentou, segundo o índice de correlação, evolução positiva com a taxa de inflação. A inflação caiu e foi acompanhada pelos papéis indexados pela inflação.

No período a correlação entre os títulos indexados pela taxa SELIC e taxa de inflação foi negativa. Mesmo com a inflação declinante os papéis indexados pela taxa SELIC tiveram grande participação no período, principalmente nos momentos de choques externos quando o BC interveio no mercado aumentando as taxas de juros objetivando evitar perdas de reservas.

Apesar de ser positivo o resultado da correlação entre os títulos indexados pelo câmbio e taxa de inflação, observa-se no gráfico (Figura 7) uma evolução ascendente na participação desse título. Nos primeiros meses após a implantação do Plano Real o percentual de participação dos papéis cambiais foi a mais alta do período caindo em

seguida. Após 1996 com as crises nos mercados asiáticos (1997) e na Rússia (1998) a participação desses papéis foi crescente, como consequência da maior procura por *hedge* cambial.

O índice de correlação entre os papéis indexados por juros mensais e taxa de inflação apresentou sinal positivo indicando que as duas variáveis moveram-se na mesma direção. A inflação diminuiu e esses títulos também apresentaram queda na composição da dívida.

Após o Plano Real a evolução da participação dos títulos da dívida interna federal fora do BC mostra que as alterações na composição da dívida estiveram mais ligadas aos choques externos do que com a taxa de inflação.

Para confirmar, os títulos pós-fixados pela correção monetária acompanharam o declínio da taxa de inflação.

Com a taxa de inflação decrescendo, teoricamente os títulos prefixados deveriam manter uma evolução sempre crescente e os pós-fixados deveriam diminuir sua participação. Entretanto, o que ocorreu comprova que as incertezas geradas após o Plano Real estiveram voltadas para outras variáveis macroeconômicas e não para a inflação.

Podemos perceber que a natureza das alterações na composição da dívida ao longo dos anos tem se modificado. A natureza das mudanças na composição da dívida nos anos 70 e 80 foram diferentes da década de 90.

Durante a década de 70 a participação dos títulos prefixados evoluía juntamente com a taxa de inflação. Nos anos 70 a tendência suavemente crescente da taxa de inflação, não causou grandes preocupações nos agentes dada a evolução dos prefixados e a participação negativamente correlacionada dos títulos pós-fixados pela correção monetária e taxa de inflação.

Nos anos 80, as alterações na composição da dívida estiveram sobretudo ligadas às incertezas causadas pela taxa de inflação. Nos primeiros cinco anos a participação dos prefixados esteve negativamente correlacionada com a taxa de inflação e a participação dos títulos pós-fixados mantiveram uma associação positiva com a taxa de inflação. Nos últimos cinco anos, vários choques com o objetivo de debelar a inflação crescente contribuíram para o aumento das incertezas. Após 1987 e até 1990 não havia títulos prefixados compondo a dívida interna federal fora do Banco Central. Além disso houve a criação dos títulos indexados pela taxa SELIC, que permaneceram com as maiores participações no mercado até 1992. Tanto a criação como a grande participação destes

títulos durante esse tempo, na composição da dívida, evidencia a grande incerteza dos agentes que procuravam títulos atrelados a uma taxa de juros que variava diariamente incorporando mudanças nas expectativas frente à taxa de inflação.

Nos anos 90 a composição da dívida se altera novamente, como vimos. Essa alteração é mais marcante após o Plano Real que promoveu o declínio da taxa de inflação até o final da série. As mudanças na composição se mostraram mais ligadas aos choques externos do que a variações na taxa de inflação.

No futuro a composição da dívida estará associada primeiramente às expectativas voltadas para taxas de juros e taxas de câmbio, que refletem mais rapidamente mudanças no cenário econômico internacional. Não ocorrendo choques externos a tendência é aumentar a participação dos títulos prefixados na composição da dívida interna federal fora do Banco Central.

4. CONCLUSÃO

A principal conclusão do trabalho foi a de que as mudanças na composição da dívida não obedeceram uma lógica definida em relação à taxa de inflação ao longo do tempo.

Entre os anos de 1950 e 1964 a dívida interna federal fora do BC era formada pelos chamados “outros títulos”. Sobre eles pode-se dizer que não sofriam correção monetária e por muitas vezes esses papéis não foram resgatados ou mesmo quitados os seus juros abalando a confiança do crédito público no Brasil da época. Essa situação começou a mudar com a instituição da correção monetária e criação das ORTNs em 1964 que abriu as portas para a verdadeira institucionalização do mercado aberto nos anos seguintes principalmente com a criação das LTNs em 1970.

Durante os anos 70 a participação dos títulos prefixados foi crescente. Os incentivos para a colocação das LTNs em mercado e o fato de que a inflação, apesar de crescente, não preocupava os investidores foram os principais motivos para o aumento da participação desses títulos na composição da dívida interna federal fora do Banco Central em detrimento da participação dos pós-fixados. Ao longo da década de 70 a correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação foi positiva, indicando que tanto a taxa de inflação como a participação dos papéis prefixados moveram-se juntas com uma associação de 25% em suas variações. O índice de correlação entre a taxa de inflação e a participação dos títulos pós-fixados foi negativo, indicando a relação inversa entre as variáveis no período, sendo que 54% das variações na participação dos pós-fixados estiveram ligadas à variações na taxa de inflação.

Nos anos 80 houve a inversão da tendência na participação dos prefixados e pós-fixados. Desde 1979, com o segundo choque nos preços internacionais do petróleo a

participação dos títulos prefixados entrou em declínio em favor dos pós-fixados. A inflação foi a principal causa de incertezas ao longo da década, e a composição da dívida reagiu a esse novo cenário, bem diferente dos anos 70. Para conter a inflação, houve vários choques após 1985, entretanto os planos não funcionaram. A taxa de inflação passou a evoluir em saltos afetando a credibilidade dos agentes em relação às intervenções do governo. Nesse período a principal mudança na composição da dívida foi a criação dos títulos pós-fixados pela taxa SELIC em 1986. Esses títulos tiveram até 1992 a maior participação no total da dívida interna federal fora do Banco Central. Os títulos prefixados de 1987 até 1990 não tiveram nenhuma participação na dívida interna federal fora do BC, evidenciando a grande incerteza no período.

Nos anos de 1990 até 1993, a participação dos títulos prefixados e indexados pela correção monetária apresentaram uma correlação positiva com a taxa de inflação. Já os títulos indexados pela taxa SELIC apresentaram forte queda na edição do Plano Collor em 1990 e depois em 1992, seu coeficiente de correlação apresentou sinal negativo.

O índice de correlação entre a participação dos títulos prefixados e taxa de inflação apresentou uma associação de 32% entre as variáveis. Para a participação dos títulos indexados pela correção monetária e taxa de inflação, o coeficiente de correlação indicou uma associação de 87%. Certamente esse resultado se deu porque a taxa de inflação nesse período, apesar de crescente não ocorreu em saltos facilitando a programação das expectativas futuras dos agentes.

Em 1994, houve a implantação do Plano Real e após isso as alterações na composição da dívida estiveram mais ligadas aos choques nas economias externas do que ligadas propriamente à taxa de inflação.

Após o Plano Real a taxa de inflação permaneceu abaixo de 5% ao mês. A participação dos títulos prefixados apresentou uma correlação negativa com a taxa de inflação, mas o valor do coeficiente não foi estatisticamente significativo, e portanto não se pode estabelecer seguramente uma associação entre as variáveis. O coeficiente de correlação entre a participação dos títulos indexados pela taxa SELIC e taxa de inflação também foi negativo, quer dizer, a taxa de inflação diminuiu e a participação desses títulos aumentou com uma associação de 44% entre as duas variáveis. Entretanto se observarmos o gráfico (Figura 7) veremos que de 1994 até 1998 a participação dos títulos prefixados é maior que dos indexados pela taxa SELIC. Contudo com a crise nos mercados asiáticos em 1997 e na Rússia em 1998, a participação dos prefixados cai e aumenta a participação dos

pós-fixados pela taxa SELIC. Essa inversão ocorre principalmente pelo aumento na taxa de juros, efetuado pelo BC, com o objetivo de evitar evasão de reservas. Esse aumento nas taxas de juros elevou a atratividade dos papéis indexados pela taxa SELIC.

A correlação entre a participação dos títulos indexados pelo Câmbio, Juros Mensais (TR e TJLP) e taxa de inflação apresentaram ao longo dos anos uma relação positiva. Entretanto é visível o aumento da participação dos títulos indexados pelo câmbio após a crise nos mercados asiáticos em 1997 refletindo maior demanda por *hedge* cambial.

A participação dos títulos indexados pela correção monetária e taxa de inflação apresentaram uma correlação positiva. Diminuiu a inflação após o Plano Real e também a participação dos títulos indexados pela correção monetária. De acordo com o resultado, o índice de correlação indicou uma associação de 76% entre as duas variáveis.

Esses resultados levam a conclusão de que as alterações na composição da dívida após a implantação do Plano Real estão mais voltadas para incertezas geradas por choques externos.

No futuro a composição da dívida estará associada primeiramente às expectativas voltadas para taxas de juros e taxas de câmbio, que refletem mais rapidamente mudanças no cenário econômico internacional. Não ocorrendo choques externos a tendência é aumentar a participação dos títulos prefixados na composição da dívida interna federal fora do Banco Central.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDIMA. **Séries históricas: dívida pública**. Rio de Janeiro : ANDIMA, 1993.
- BAER, Werner. **A economia brasileira**. São Paulo : Nobel, 1996.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de títulos e valores mobiliários**. Brasília : DEASF, 1997.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim mensal**. Brasília : DEPEC, 1990-2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resenha econômica**. Disponível na internet. <http://www.bcb.gov.br/htmls/infecon/frmdef.asp>. 15 junho 2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório econômico**. Disponível na internet. <http://www.bcb.gov.br/htmls/infecon/frmdef.asp>. 15 junho 2000.
- CARDOSO, Eliana. **Economia brasileira ao alcance de todos**. São Paulo : Brasiliense, 1995.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. Crise e esperança: 1974-1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro : Campus, 1990.
- CARNEIRO, Dionísio Dias, MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro : Campus, 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger, FISHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo : McGraw-Hill, 1991.
- FACHINELLO, Arlei Luiz. **Endividamento público no Plano Real**. Florianópolis, 1997. 60 p. Monografia (Graduação em Economia) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina.
- GIAMBIAGI, Fábio, ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro : Campus, 1999.
- HADDAD, Cláudio L. S. **Dívida pública no Brasil e outros textos**. Rio de Janeiro : ANDIMA, 1985.
- HALL, Robert E., TAYLOR, John B. **Macro economia**. Rio de Janeiro : Campus, 1989.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, **IPEADATA online: Base de dados macroeconômicos**. Disponível na internet. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeadataweb.dll>. 28 abril 2000.

ANEXO I: TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL FORA DO BANCO CENTRAL

BÔNUS DO BANCO CENTRAL

Base Legal/Regulamentar: Lei 4.595/64 e Res. CMN 1.780/90.

Definição: título emitido pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de servir como instrumento de política monetária.

Valor Nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (um mil reais);

Prazo: mínimo de 28 (vinte e oito) dias

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

Resgate: pelo valor nominal, no vencimento.

Forma de Colocação: por meio de ofertas públicas - cujas condições são divulgadas pelo Banco Central via comunicados específicos - destinadas às instituições autorizadas a operar nos mercados financeiros e de capitais, sendo facultado às pessoas físicas e jurídicas não financeiras participarem dos leilões através de instituições integradas ao SELIC.

BÔNUS DO TESOUREIRO NACIONAL

Base Legal/Regulamentar: Artigo 5º da Lei nº 7.777 de 19/06/89.

Definição: título criado pelo Governo Federal para prover o Tesouro Nacional de recursos necessários à manutenção do equilíbrio orçamentário ou para a realização de operações de crédito por antecipação da receita, observados os limites legalmente fixados.

Valor Nominal: NCz\$ 1,00.

Prazo: de até 25 anos.

Taxa /Pagamento de juros: máximo de 12% a a, 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, fixada pelo BC, desde a data de emissão até o dia do vencimento.

Forma de Colocação: através de ofertas públicas pela Secretaria do Tesouro Nacional às instituições autorizadas a operar nos mercados financeiro e de capitais, sendo facultado às pessoas físicas e jurídicas não-financeiras participarem das ofertas por intermédio de instituições integrantes do SELIC.

LETRA DO BANCO CENTRAL

Base Legal/Regulamentar: Res. CMN 1.693/90, 2.020/93, 2.077/94 e 2.081/94.

Definição: título emitido pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de servir como instrumento de política monetária.

Valor Nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (um mil reais);

Prazo: mínimo de 30 (trinta) meses

Rentabilidade: o rendimento é definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais de características semelhantes divulgadas pelo Banco Central do Brasil, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título.

Resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

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

LETRA DO TESOIRO NACIONAL

Base Legal/Regulamentar: Dec.-Lei 1079/70 e Dec. Lei 2376/87.

Definição: título de crédito público, de natureza obrigacional, subscrito pelo Tesouro Nacional, emitido para cobertura de déficit orçamentário, bem assim para realização de operações de crédito por antecipação da receita, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo

Prazo: mínimo 35 (trinta e cinco) dias.

Rentabilidade: desconto representado pela diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação pelo Banco Central e o valor nominal de resgate. Expresso sob a forma de percentual de face com três casas decimais, e a taxa desse desconto que definirá a rentabilidade do título.

Resgate: Resgate pelo valor nominal, no vencimento.

Forma de Colocação: através de ofertas públicas, com realização de leilões pelo Banco Central, divulgados através de Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional.

LETRA FINANCEIRA DO TESOURO

Base Legal/Regulamentar: Dec.Lei 2.376/87.

Definição: título do Governo Federal com o objetivo de prover recursos necessários à cobertura de déficit orçamentário ou para a realização de operações de crédito por antecipação da receita orçamentária, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo.

Valor Nominal: Múltiplo de R\$ 1,00 (um real).

Prazo: determinado, especificamente, em Comunicados da Secretaria do Tesouro Nacional

Rentabilidade: rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título.

Resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

Forma de Colocação: por intermédio de ofertas públicas feitas pelo Tesouro Nacional, com acesso direto exclusivo para as instituições financeiras integrantes do SELIC e o respectivo crédito à conta do Tesouro Nacional.

NOTA DO BANCO CENTRAL

Base Legal/Regulamentar: Lei 4.595/64 e Res. CMN 1841/91

Definição: título emitido pelo Banco Central, com o objetivo de servir como instrumento de política monetária.

Valor Nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (um mil reais)

Prazo: máximo de 1 (um) ano

Rentabilidade: Calculada com base na TR.

Resgate: no vencimento, pelo valor resultante da aplicação da TR verificado no período do título, sobre o valor nominal.

Forma de Colocação: No mercado aberto, através de ofertas públicas pelo Banco Central às instituições autorizadas a operar nos mercados financeiro e de capitais, sendo facultado às pessoas físicas e jurídicas não-financeiras participarem das ofertas por intermédio de instituição integrante do SELIC.

NOTAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - Série Especial (NBC-E)

Base Legal/Regulamentar: Res. CMN 2.043/94 e 2.089/94.

Definição: título emitido pelo BC para fins de execução de política monetária;

Valor Nominal : múltiplo de R\$ 1.000,00 (um mil reais);

Prazo: mínimo de 3 (três meses).

Atualização do Valor Nominal : pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título.

prazo : mínimo de três meses;

Forma de Colocação : ofertas públicas, cujas condições serão divulgadas pelo Banco Central;

NOTA DO TESOURO NACIONAL

Base Legal/Regulamentar: Lei 8.177/91, Lei 8.249/91, Lei 8.352/91, Lei 8.681/93, Lei 8.696/93, Lei 8.904/94, MP 1135/95, MP 1538/96, Dec.334/91, Dec.663/92, Dec.916/93, Dec.1.019/93, Dec. 1.108/94, Dec. 1.732/95, Dec. 1.837/96, Dec.1.839/96.

Definição: título da dívida pública federal destinada a prover o Tesouro Nacional de recursos necessários para cobertura de seus déficits explicitados nos orçamentos ou para realização de operações de crédito por antecipação de receita.

Valor Nominal: múltiplo de R\$ 1.000 (um mil reais), com exceção das séries NTN-I e NTM-P que são múltiplo de R\$ 1.00 (um real).

Prazos: até 30 (trinta anos)

Taxa de juros: até 12% ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado.

Atualização Nominal: em função da série podem ser utilizados os seguintes indicadores: variação do IGP-M, TR ou Câmbio.

Rentabilidade:

NTN-A: Juros de 6% (seis por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado pela TR.

NTN-B: Juros de 6% (seis por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado, pelo IGPM pagos na data do resgate do título. O resgate do principal ocorre em uma única parcela na data do seu vencimento.

NTN-C: Juros de 6% (seis por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado pela variação do IGP-M do mês anterior. O resgate do principal ocorre em uma única parcela na data do seu vencimento.

NTN-D: Juros de 6% (seis por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado, pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título. O resgate do principal ocorre em uma única parcela na data do seu vencimento.

NTN-F : Juros de 5% (cinco por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado, pagos na data do resgate. Atualização do valor nominal por índice calculado com base na TR, divulgado pelo BACEN, desde a data da emissão até a data do resgate. Resgate do principal na data do vencimento.

NTN-H: Atualização do valor nominal por índice calculado com base na TR, divulgada pelo BACEN, desde a data da emissão até a data do resgate. O resgate do principal ocorre em uma única parcela na data do seu vencimento.

NTN-I: Atualização do valor nominal pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado do câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas da emissão e de resgate do título. Resgate do principal até a data do vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

NTN-J: Juros calculados de acordo com a taxa média de rentabilidade das LTN, colocadas junto ao público no início de cada período de fluência da taxa de juros, cuja quantidade seja a mais representativa, considerando o conjunto das LTN de prazos distintos emitidos no mercado primário na mesma data, ou, caso não haja emissão primária de LTN, junto ao público, no início de um período de fluência qualquer, a NTN-J passará a ser remunerada pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo BACEN, até que seja retomada a emissão de LTN em data correspondente à da última repactuação. Resgate do principal em parcela única, na data do seu vencimento.

NTN-L: Juros de 5% (cinco por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título. Resgate do principal em parcela única, na data do vencimento, ou antecipadamente em decorrência da assunção, pelo Tesouro Nacional, da dívida externa atualmente de responsabilidade do BACEN.

NTN-M: Juros da LIBOR semestral, acrescida de "spread" de 0,875% ao ano (zero ponto oitocentos e setenta e cinco por cento), até o limite de doze por cento ao ano, pagos semestralmente, de acordo com o mês de resgate com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. Atualização do valor nominal pela variação de cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e resgate do título. Resgate do principal em 17 (dezessete) parcelas semestrais e consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15.04.94, inclusive.

NTN-N: Juros de 6% (seis) por cento ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas média do dia útil, imediatamente anterior às datas de emissão e de vencimento do título, sendo pagos semestralmente todo o dia quinze dos meses de março e setembro.

Resgate do principal é estabelecido em percentuais progressivos (de 2,60% em 15.09.96 a 5,40% em 15.09.2007), conforme cronograma de resgate semestral fixado pelo Dec. 1.837/96.

NTN-P: Juros de 6% (seis por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado por índice calculado com base na TR, divulgada pelo BACEN, desde a data da emissão até a data do resgate. Resgate do principal em parcela única na data do vencimento.

NTN-R1: Juros de 8% (oito por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado, pagos mensalmente. Atualização do valor nominal pela variação da cotação de renda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título. Resgate do principal em parcela única, na data do seu vencimento.

NTN-R2: Juros de 12% (doze por cento) ao ano, calculado sobre o valor nominal atualizado, pagos mensalmente. Atualização do valor nominal pela variação da cotação de renda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título. Resgate do principal em dez parcelas anuais, iguais e sucessivas. O resgate se dá em dez parcelas anuais, iguais e sucessivas.

NTN-T: Juros de 5% (cinco por cento) ao ano, calculados sobre o valor nominal atualizado, pagos na data do resgate do título. Atualização do valor nominal por índice calculado com base no TJLP, divulgada pelo BACEN, desde a data de emissão até a data do vencimento. O resgate se dá em parcela única, na data do de vencimento.

Formas de Colocação: oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser colocadas ao par, com ágio ou deságio;

- direta, em favor de autarquias, fundações, empresas públicas ou sociedades de economia mista federais, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par;

- direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocadas por valor inferior ao par, quando se tratar de emissão para atender ao Programa de Financiamento às Exportações (PROEX), instituído pela Lei 8.187/91, nas operações de troca por "Brazil Investment Bonds" (BIBs), de que trata o art. 10. da Lei 8.249/91, e nas operações de troca por bônus a serem emitidos quando da assinatura de acordo de reestruturação da dívida externa.

As emitidas para aumento de capital das empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto são inalienáveis.

OBRIGAÇÃO REAJUSTÁVEL DO TESOIRO NACIONAL

Base Legal/Regulamentar: Artigo 1º. da Lei n º 4.357/64 e Decreto n º 54.252/64.

Definição: título criado pelo Governo Federal com o objetivo de financiar as despesas do Tesouro Nacional e possibilitar um controle no mercado financeiro pelas autoridades monetárias.

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

Prazo: mínimo de 1 ano e máximo de 20 anos.

Rentabilidade e Taxas de Juros:

a) Juros (pagos semestralmente): A partir de 25/03/85, os juros passaram a ser fixados em 6%aa para as ORTNs de 1,2,3,4 e 5 anos de prazo (Portaria MF nº 39/85).

b) Correção monetária: fixada mensalmente em força do poder aquisitivo da moeda.

c) Correção cambial: os possuidores de determinadas ORTNs poderiam optar pela correção de seu valor de acordo com os coeficientes calculados pelo BC, e com base na variação do câmbio.

Resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento.

Forma de Colocação: através de leilões mensais promovidos pelo BC, com acesso direto e exclusivo para as entidades financeiras. Até o mês de setembro de 1984, as ORTNs ofertadas tinham vencimentos padronizados para os dias 15 de cada mês. A partir de outubro de 1984, os vencimentos passaram a ocorrer no dia primeiro de cada mês.

OBRIGAÇÕES DO TESOIRO NACIONAL

Base Legal/regulamentar: Artigo 1 º da Lei 4.357/64, Decreto n º 54.252/64 e Decreto-Lei n º 2.284/86, art. 6 º.

Obs: O Decreto-Lei 2.284/86 (Plano Cruzado), alterou a antiga denominação “Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional - ORTN”, de que trata a Lei n º 4.357/64, e fixou o valor da OTN, a partir de 03/03/86, em CR\$ 106,40, permanecendo inalterado até 28/02/87. Nesta data procedeu-se o reajuste, em percentual igual à variação do IPC do

período de mar/86 a jan/87 e o rendimento das Letras do Banco Central no mês de fev/87. De agosto de 87 em diante passou a ser reajustada mês a mês com base na variação do IPC. Mesmo extinta em fev/89, continuou sendo atualizada pelo IPC até outubro de 1990.

Definição: título criado com o objetivo de financiar as despesas do Tesouro Nacional. Emitidos com cláusula que assegurava ao credor a opção, no resgate, pela correção monetária ou variação cambial.

Valor Nominal: reajustado todo mês com base na variação do IPC ou indexador adotado.

Prazos: mínimo de 1 ano e máximo de 20 anos até a edição da Resolução CMN n ° 1.075/85 que autorizou a emissão de OTN exclusivamente escritural com prazo mínimo igual a 6 meses.

Rentabilidade: juros de 6% aa, indexados pela correção monetária ou cambial.

Resgate: pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento.

Forma de Colocação: através de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso direto exclusivo às entidades financeiras integrantes do SELIC.

ANEXO II: SIGLAS UTILIZADAS

ANDIMA : Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto.

BBC: Bônus do Banco Central

BC: Banco Central

BTN: Bônus do Tesouro Nacional

BTN-ES: Bônus do Tesouro Nacional Série Especial

BTN-F: Bônus do Tesouro Nacional Fiscal

FMI: Fundo Monetário Internacional

IGP-DI: Índice Geral de Preços

IGP-M: Índice Geral de Preços

IPC: Índice de Preços ao Consumidor

LBC: Letra do Banco Central

LFT: Letra Financeira do Tesouro

LIBOR: London Inter-Bank Offered Rate

LTN: Letra do Tesouro Nacional

NBC: Nota do Banco Central

NBC-E: Nota do Banco Central Série Especial

NTN: Nota do Tesouro Nacional

OGU: Orçamento Geral da União

ORTN: Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OTN: Obrigação do Tesouro Nacional

PIB: Produto Interno Bruto

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo

TR: Taxa Referencial de juros

URV: Unidade Real de Valor

ANEXO III: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central (1950 - 1998)

PERÍODO	LTN	BBC	ORTN	LFT	LBC	NTN	BTN	NBC	NBC-E	OUTROS
1950										100,00
1951										100,00
1952										100,00
1953										100,00
1954										100,00
1955										100,00
1956										100,00
1957										100,00
1958										100,00
1959										100,00
1960										100,00
1961										100,00
1962										100,00
1963										100,00
1964			100							0,00
1965			100							0,00
1966			100							0,00
1967			100							0,00
1968			100							0,00
1969			100							
1970/JAN			100							
FEV			100							
MAR			100							
ABR			100							
MAI			100							
JUN			100							
JUL			100							
AGO	1,79		98,21							
SET	5,29		94,71							
OUT	4,81		95,19							
NOV	6,48		93,52							
DEZ	5,02		94,98							
1971/JAN	8,20		91,80							
FEV	8,69		91,31							
MAR	10,07		89,93							
ABR	9,80		90,20							
MAI	12,24		87,76							
JUN	13,60		86,40							
JUL	17,52		82,48							
AGO	19,12		80,88							
SET	19,20		80,80							
OUT	21,35		78,65							
NOV	23,26		76,74							
DEZ	15,24		84,76							
1972/JAN	10,11		89,89							

FEV	12,38	87,62							
MAR	21,03	78,97							
ABR	20,63	79,37							
MAI	24,19	75,81							
JUNH	26,32	73,68							
JUL	26,09	73,91							
AGO	29,19	70,81							
SET	31,25	68,75							
OUT	33,58	66,42							
NOV	35,86	64,14							
DEZ	33,63	66,37							
1973/JAN	37,77	62,23							
FEV	38,55	61,45							
MAR	39,32	60,68							
ABRIL	41,31	58,69							
MAIO	43,95	56,05							
JUN	44,48	55,52							
JUL	44,48	55,52							
AGO	45,00	55,00							
SET	43,44	56,56							
OUT	39,95	60,05							
NOV	39,35	60,65							
DEZ	37,74	62,26							
1974/JAN	35,59	64,41							
FEV	34,59	65,41							
MAR	37,89	62,11							
ABR	35,57	64,43							
MAI	36,05	63,95							
JUN	34,13	65,87							
JUL	32,26	67,74							
AGO	29,75	70,25							
SET	27,77	72,23							
OUT	28,82	71,18							
NOV	28,56	71,44							
DEZ	30,41	69,59							
1975/JAN	33,25	66,75							
FEV	29,88	70,12							
MAR	33,16	66,84							
ABR	35,77	64,23							
MAI	35,42	64,58							
JUN	33,14	66,86							
JUL	35,53	64,47							
AGO	37,71	62,29							
SET	33,10	66,90							
OUT	32,71	67,29							
NOV	30,97	69,03							
DEZ	27,47	72,53							
1976/JAN	31,17	68,83							
FEV	33,19	66,81							
MAR	35,54	64,46							
ABR	38,61	61,39							
MAI	40,19	59,81							
JUNH	42,44	57,56							

JUL	42,36	57,64							
AGO	43,89	56,11							
SET	42,04	57,96							
OUT	40,77	59,23							
NOV	41,74	58,26							
DEZ	44,44	55,56							
1977/JAN	42,63	57,37							
FEV	43,94	56,06							
MAR	45,18	54,82							
ABRIL	45,12	54,88							
MAIO	45,89	54,11							
JUN	46,24	53,76							
JUL	48,29	51,71							
AGO	49,32	50,68							
SET	47,01	52,99							
OUT	48,40	51,60							
NOV	49,95	50,05							
DEZ	52,16	47,84							
1978/JAN	51,63	48,37							
FEV	53,42	46,58							
MAR	55,63	44,37							
ABR	52,09	47,91							
MAI	51,64	48,36							
JUN	53,01	46,99							
JUL	50,64	49,36							
AGO	53,35	46,65							
SET	49,13	50,87							
OUT	53,92	46,08							
NOV	51,85	48,15							
DEZ	51,61	48,39							
1979/JAN	51,07	48,93							
FEV	49,32	50,68							
MAR	51,31	48,69							
ABR	51,41	48,59							
MAI	50,95	49,05							
JUN	50,34	49,66							
JUL	51,88	48,12							
AGO	52,92	47,08							
SET	50,34	49,66							
OUT	48,75	51,25							
NOV	44,97	55,03							
DEZ	41,25	58,75							
1980/JAN	42,10	57,90							
FEV	38,80	61,20							
MAR	34,09	65,91							
ABR	31,18	68,82							
MAI	33,07	66,93							
JUN	27,87	72,13							
JUL	26,23	73,77							
AGO	26,57	73,43							
SET	25,09	74,91							
OUT	25,43	74,57							
NOV	27,27	72,73							

DEZ	27,82	72,18							
1981/JAN	29,36	70,64							
FEV	25,73	74,27							
MAR	28,74	71,26							
ABRIL	30,82	69,18							
MAIO	29,49	70,51							
JUN	28,26	71,74							
JUL	32,36	67,64							
AGO	27,66	72,34							
SET	30,40	69,60							
OUT	36,22	63,78							
NOV	36,53	63,47							
DEZ	36,81	63,19							
1982/JAN	34,20	65,80							
FEV	32,58	67,42							
MAR	33,59	66,41							
ABR	32,58	67,42							
MAI	31,96	68,04							
JUN	31,45	68,55							
JUL	19,69	80,31							
AGO	17,38	82,62							
SET	19,41	80,59							
OUT	14,54	85,46							
NOV	11,77	88,23							
DEZ	14,61	85,39							
1983/JAN	13,81	86,19							
FEV	9,73	90,27							
MAR	11,96	88,04							
ABR	8,36	91,64							
MAI	8,44	91,56							
JUN	13,63	86,37							
JUL	21,32	78,68							
AGO	25,32	74,68							
SET	11,98	88,02							
OUT	10,02	89,98							
NOV	3,71	96,29							
DEZ	3,93	96,07							
1984/JAN	4,09	95,91							
FEV	1,98	98,02							
MAR	1,76	98,24							
ABR	1,01	98,99							
MAI	3,66	96,34							
JUN	1,05	98,95							
JUL	0,61	99,39							
AGO	3,08	96,92							
SET	3,79	96,21							
OUT	5,19	94,81							
NOV	4,61	95,39							
DEZ	4,17	95,83							
1985/JAN	2,06	97,94							
FEV	0,63	99,37							
MAR	1,11	98,89							
ABRIL	4,15	95,85							

MAIO	6,97	93,03			
JUN	11,17	88,83			
JUL	14,22	85,78			
AGO	14,67	85,33			
SET	12,81	87,19			
OUT	14,42	85,58			
NOV	6,54	93,46			
DEZ	3,44	96,56			
1986/JAN	0,18	99,82			
FEV	0,35	99,65			
MAR	2,97	97,03			
ABR	8,19	91,81			
MAI	9,88	90,12			
JUN	3,64	87,06	9,29		
JUL	4,75	47,14	48,10		
AGO	2,52	70,32	27,17		
SET	2,77	43,30	53,93		
OUT	6,38	45,65	47,97		
NOV	2,05	47,11	50,85		
DEZ	2,24	41,39	56,36		
1987/JAN	1,18	43,57	55,25		
FEV	0,40	46,05	53,55		
MAR	0,09	47,28	52,63		
ABR		44,15	55,85		
MAI		48,01	51,99		
JUN		40,12	59,88		
JUL		41,20	58,80		
AGO		35,85	64,15		
SET		35,51	64,49		
OUT		33,28	66,72		
NOV		28,92	71,08		
DEZ	1,81	26,94	71,26		
1988/JAN		24,30	9,01	66,69	
FEV		23,80	14,96	61,24	
MAR		29,09	19,93	50,98	
ABR		25,87	29,04	45,09	
MAI		34,63	35,01	30,36	
JUN		35,36	40,33	24,31	
JUL		41,21	41,28	17,51	
AGO		35,39	56,96	7,65	
SET		35,16	64,84		
OUT		28,66	71,34		
NOV		31,64	68,36		
DEZ		31,47	68,53		
1989/JAN		0,34	99,66		
FEV		2,65	97,35		
MAR		1,49	98,51		
ABR		1,04	98,96		
MAI		0,94	99,06		
JUN		1,73	98,27		
JUL		1,68	98,32		
AGO		0,94	98,87	0,19	
SET		0,99	98,48	0,53	

OUT			0,57	98,65			0,78		
NOV			0,13	98,38			1,50		
DEZ			0,11	97,93			1,96		
1990/JAN			0,03	98,03			1,94		
FEV			0,03	97,86			2,11		
MAR			0,09	93,08			6,83		
ABR			0,10	94,04			5,86		
MAI	31,46		0,06	61,89	0,87		5,72		
JUN	48,29		0,00	44,53	0,99		6,19		
JUL	47,97		0,08	44,85	0,88		6,22		
AGO	47,50		0,04	45,27	1,02		6,16		
SET	41,81		0,01	50,26	1,10		6,81		
OUT	44,64		0,01	47,15	1,13		7,07		
NOV	36,06		0,01	56,11	1,32		6,51		
DEZ	32,39		0,02	61,31	1,43		4,85		
1991/JAN	3,86	32,69	0,02	57,42	1,17		4,85		
FEV		2,23	0,01	89,71	3,24		4,81		
MAR		23,92	0,01	63,97	6,48		5,62		
ABR		10,58	0,01	74,33	8,20		6,89		
MAI		9,96	0,01	69,57	13,46		6,99		
JUN		11,74	0,01	78,15	3,49		6,61		
JUL		11,45	0,01	77,36	4,78		6,40		
AGO		8,19	0,01	83,48	3,58		4,57	0,18	
SET		11,18	0,01	73,90	10,04		4,70	0,17	
OUT		11,22	0,01	80,71	3,29		4,61	0,17	
NOV		10,23	0,01	74,34	6,11	4,48	4,82		
DEZ		13,82	0,00	66,66	5,08	10,82	3,61		
1992/JAN		18,10	0,00	42,18	3,64	33,85	2,23		
FEV		30,31	0,00	50,17	2,82	14,80	1,90		
MAR		29,05	0,00	23,04	2,37	44,47	1,06		
ABR		55,24	0,00	17,90	2,06	23,85	0,94		
MAI		50,81	0,00	11,96	1,84	34,63	0,76		
JUN		45,02	0,00	9,76	1,93	42,59	0,70		
JUL		57,32	0,00	7,59	1,92	32,51	0,65		
AGO		57,71	0,00	5,92	2,26	33,49	0,62		
SET		56,29	0,00	6,15	2,00	34,92	0,64		
OUT		57,42	0,00	6,01	2,27	33,71	0,59		
NOV		59,31	0,00	4,95	1,80	33,36	0,58		
DEZ		54,80	0,00	5,42	3,62	36,04	0,13		
1993/JAN		46,74	0,00	5,38	3,56	44,20	0,12		
FEV		58,39	0,00	5,19	0,96	35,33	0,13		
MAR		55,99	0,00	5,35	1,85	36,69	0,12		
ABR		56,83	0,00	5,43	2,05	35,58	0,12		
MAI		53,56	0,00	5,08	2,20	39,03	0,12		
JUN		51,05	0,00	5,31	2,23	41,30	0,12		
JUL		47,26	0,00	5,21	2,15	45,27	0,11		
AGO		30,93	0,00	5,15	2,07	61,74	0,11		
SET		28,65	0,00	5,44	2,16	63,63	0,11		
OUT		32,58	0,00	5,30	1,08	60,94	0,10		
NOV	2,42	33,69	0,00	3,77	0,37	59,65	0,10		
DEZ	4,82	21,60	0,00	3,77	0,00	69,72	0,10		
1994/JAN		16,72	0,00	2,65	0,00	80,54	0,09		
FEV		23,26	0,00	2,58	0,00	74,07	0,09		

MAR	3,98	28,99	0,00	2,48	0,00	64,47	0,08		
ABR	3,83	35,16	0,00	0,97	0,00	59,96	0,08		
MAI	4,58	34,09	0,00	1,01	0,00	60,25	0,07		
JUN		0,00	0,00	13,35	37,21	49,37	0,07		
JUL		25,08		14,57	5,04	55,24	0,07		
AGO		27,96		15,54	6,69	49,74	0,06		
SET	1,64	28,79		15,37	12,12	42,02	0,06		
OUT	0,80	30,47		15,29	12,31	41,09	0,06		
NOV		33,55		14,92	9,54	41,93	0,06		
DEZ	0,84	39,36		12,58	3,45	43,70	0,07		
1995/JAN	2,43	38,26		12,37	1,60	45,28	0,06		
FEV	5,57	37,00		15,00	2,67	39,69	0,06		
MAR	8,78	29,28		20,09	5,28	36,50	0,07		
ABR	10,32	24,81		20,73	4,64	39,44	0,07		
MAI	4,40	25,92		20,37	4,68	44,57	0,07		
JUN	2,32	25,40		22,32	2,68	47,21	0,07		
JUL	5,76	23,12		20,46	11,68	38,92	0,06		
AGO	9,70	23,79		18,98	17,67	29,80	0,05		
SET	10,84	21,65		17,84	22,77	26,86	0,05		
OUT	12,32	21,54		17,60	23,40	25,10	0,05		
NOV	13,35	25,01		17,19	22,89	21,51	0,04		
DEZ	18,01	24,69		16,98	20,80	19,48	0,05		
1996/JAN	19,71	27,57		12,14	20,94	19,60	0,04		
FEV	20,14	29,66		9,59	20,87	19,70	0,04		
MAR	20,67	30,60		5,31	20,77	22,61	0,04		
ABR	21,72	30,19		3,60	20,49	23,95	0,04		
MAI	22,64	30,80		1,40	19,07	26,05	0,03		
JUN	23,46	31,21			18,86	26,43	0,03		
JUL	22,75	32,76			18,48	25,98	0,03		
AGO	25,52	31,34			18,77	24,33	0,03		
SET	25,08	32,02			17,84	25,02	0,03		
OUT	25,27	31,33			18,78	24,58	0,03		
NOV	26,56	30,00			18,38	25,03	0,03		
DEZ	27,28	28,55			18,61	25,52	0,03		
1997/JAN	28,07	24,21			19,10	28,58	0,03		
FEV	28,36	24,08			18,74	28,25	0,03	0,54	
MAR	28,70	24,15			19,13	26,77	0,03	1,22	
ABR	28,89	23,82			19,25	26,80	0,03	1,22	
MAI	29,57	24,72			19,25	25,21	0,03	1,21	
JUN	29,95	24,85			19,39	24,57	0,03	1,22	
JUL	31,90	23,09			19,41	24,35	0,03	1,22	
AGO	32,18	23,82			19,19	23,61	0,03	1,17	
SET	30,52	22,81			18,82	26,40	0,03	1,41	
OUT	30,74	18,94			19,15	27,52	0,03	3,63	
NOV	30,43	16,70			19,90	27,45	0,03	5,50	
DEZ	25,34	11,09		24,89	9,89	24,21	0,02	4,55	
1998/JAN	25,61	11,26		11,06	23,87	23,29	0,02	4,89	
FEV	27,80	12,54		10,98	20,85	22,69	0,02	5,11	
MAR	28,21	18,20		10,58	17,20	20,30	0,02	5,49	
ABR	27,19	22,14		9,92	13,84	19,59	0,02	7,29	
MAI	27,11	24,14		10,29	10,82	19,51	0,02	8,12	
JUN	22,10	8,69		17,66	25,07	19,17	0,02	7,28	
JUL	15,99	1,65		27,03	28,31	19,24	0,02	7,76	

AGO	11,30	1,75		33,72	28,23	15,61	0,02		9,37
SET	6,96	0,09		37,74	27,96	16,32	0,02		10,91
OUT	6,66	7,50		42,79	15,97	15,57	0,02		10,15
NOV	5,65	12,23		44,48	10,14	15,90	0,02		10,24
DEZ	1,68	14,94		48,53	6,96	16,13	0,02		10,44

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Nota: Tabela elaborada pela autora.

ANEXO IV: Participação dos Títulos da Dívida Pública Interna Federal Fora do Banco Central, por Indexador e Taxa de Inflação (1970 - 2000)

PERÍODO	Prefixado	Pós-fixados	Inflação(Indexador)	Over/Selic	Câmbio	Juros Mensais	Tx. Inflação
1970/JAN		100	100				1,2
FEV		100	100				1,4
MAR		100	100				1,9
ABR		100	100				0,3
MAI		100	100				1,6
JUN		100	100				2,2
JUL		100	100				1,7
AGO	1,8	98,2	98,2				2,3
SET	5,3	94,7	94,7				2,0
OUT	4,8	95,2	95,2				1,5
NOV	6,5	93,5	93,5				0,8
DEZ	5,0	95,0	95,0				0,8
1971/JAN	8,2	91,8	91,8				1,6
FEV	8,7	91,3	91,3				1,5
MAR	10,1	89,9	89,9				2,0
ABR	9,8	90,2	90,2				1,7
MAI	12,2	87,8	87,8				1,8
JUN	13,6	86,4	86,4				2,3
JUL	17,5	82,5	82,5				1,5
AGO	19,1	80,9	80,9				0,9
SET	19,2	80,8	80,8				1,4
OUT	21,4	78,6	78,6				1,2
NOV	23,3	76,7	76,7				1,0
DEZ	15,2	84,8	84,8				0,8
1972/JAN	10,1	89,9	89,9				1,7
FEV	12,4	87,6	87,6				2,0
MAR	21,0	79,0	79,0				1,6
ABR	20,6	79,4	79,4				1,1
MAI	24,2	75,8	75,8				0,9
JUNH	26,3	73,7	73,7				1,1
JUL	26,1	73,9	73,9				1,4
AGO	29,2	70,8	70,8				1,4
SET	31,3	68,8	68,8				1,1
OUT	33,6	66,4	66,4				0,9
NOV	35,9	64,1	64,1				0,9
DEZ	33,6	66,4	66,4				0,7
1973/JAN	37,8	62,2	62,2				1,7
FEV	38,6	61,4	61,4				1,2
MAR	39,3	60,7	60,7				1,4
ABRIL	41,3	58,7	58,7				1,5
MAIO	43,9	56,1	56,1				1,1
JUN	44,5	55,5	55,5				0,9
JUL	44,5	55,5	55,5				1,0
AGO	45,0	55,0	55,0				1,0
SET	43,4	56,6	56,6				1,0
OUT	40,0	60,0	60,0				1,5
NOV	39,4	60,6	60,6				1,2

DEZ	37,7	62,3	62,3				1,1
1974/JAN	35,6	64,4	64,4				2,9
FEV	34,6	65,4	65,4				2,7
MAR	37,9	62,1	62,1				4,5
ABR	35,6	64,4	64,4				5,1
MAI	36,0	64,0	64,0				3,5
JUN	34,1	65,9	65,9				2,0
JUL	32,3	67,7	67,7				1,2
AGO	29,8	70,2	70,2				1,3
SET	27,8	72,2	72,2				1,7
OUT	28,8	71,2	71,2				1,5
NOV	28,6	71,4	71,4				1,6
DEZ	30,4	69,6	69,6				2,2
1975/JAN	33,2	66,8	66,8				2,2
FEV	29,9	70,1	70,1				2,3
MAR	33,2	66,8	66,8				1,6
ABR	35,8	64,2	64,2				1,8
MAI	35,4	64,6	64,6				2,1
JUN	33,1	66,9	66,9				2,2
JUL	35,5	64,5	64,5				2,1
AGO	37,7	62,3	62,3				2,8
SET	33,1	66,9	66,9				2,3
OUT	32,7	67,3	67,3				2,3
NOV	31,0	69,0	69,0				2,2
DEZ	27,5	72,5	72,5				2,2
1976/JAN	31,2	68,8	68,8				3,1
FEV	33,2	66,8	66,8				4,1
MAR	35,5	64,5	64,5				3,7
ABR	38,6	61,4	61,4				3,8
MAI	40,2	59,8	59,8				3,4
JUNH	42,4	57,6	57,6				2,7
JUL	42,4	57,6	57,6				3,8
AGO	43,9	56,1	56,1				4,1
SET	42,0	58,0	58,0				3,4
OUT	40,8	59,2	59,2				2,4
NOV	41,7	58,3	58,3				1,9
DEZ	44,4	55,6	55,6				2,3
1977/JAN	42,6	57,4	57,4				3,7
FEV	43,9	56,1	56,1				3,2
MAR	45,2	54,8	54,8				4,2
ABRIL	45,1	54,9	54,9				4,1
MAIO	45,9	54,1	54,1				3,6
JUN	46,2	53,8	53,8				2,0
JUL	48,3	51,7	51,7				2,1
AGO	49,3	50,7	50,7				1,3
SET	47,0	53,0	53,0				1,8
OUT	48,4	51,6	51,6				2,7
NOV	49,9	50,1	50,1				2,6
DEZ	52,2	47,8	47,8				2,1
1978/JAN	51,6	48,4	48,4				2,7
FEV	53,4	46,6	46,6				3,4
MAR	55,6	44,4	44,4				3,3
ABR	52,1	47,9	47,9				3,4

MAI	51,6	48,4	48,4				3,2
JUN	53,0	47,0	47,0				3,6
JUL	50,6	49,4	49,4				2,8
AGO	53,4	46,6	46,6				2,7
SET	49,1	50,9	50,9				2,6
OUT	53,9	46,1	46,1				2,9
NOV	51,8	48,2	48,2				2,7
DEZ	51,6	48,4	48,4				1,5
1979/JAN	51,1	48,9	48,9				3,7
FEV	49,3	50,7	50,7				3,7
MAR	51,3	48,7	48,7				5,8
ABR	51,4	48,6	48,6				3,8
MAI	51,0	49,0	49,0				2,3
JUN	50,3	49,7	49,7				3,4
JUL	51,9	48,1	48,1				4,4
AGO	52,9	47,1	47,1				5,8
SET	50,3	49,7	49,7				7,7
OUT	48,8	51,2	51,2				5,2
NOV	45,0	55,0	55,0				5,6
DEZ	41,2	58,8	58,8				7,3
1980/JAN	42,1	57,9	57,9				6,2
FEV	38,8	61,2	61,2				4,2
MAR	34,1	65,9	65,9				6,6
ABR	31,2	68,8	68,8				5,7
MAI	33,1	66,9	66,9				6,4
JUN	27,9	72,1	72,1				5,9
JUL	26,2	73,8	73,8				8,4
AGO	26,6	73,4	73,4				6,9
SET	25,1	74,9	74,9				5,3
OUT	25,4	74,6	74,6				7,6
NOV	27,3	72,7	72,7				7,6
DEZ	27,8	72,2	72,2				5,9
1981/JAN	29,4	70,6	70,6				6,6
FEV	25,7	74,3	74,3				8,5
MAR	28,7	71,3	71,3				7,4
ABRIL	30,8	69,2	69,2				5,5
MAIO	29,5	70,5	70,5				6,2
JUN	28,3	71,7	71,7				4,5
JUL	32,4	67,6	67,6				5,1
AGO	27,7	72,3	72,3				6,7
SET	30,4	69,6	69,6				5,1
OUT	36,2	63,8	63,8				4,4
NOV	36,5	63,5	63,5				5,3
DEZ	36,8	63,2	63,2				3,8
1982/JAN	34,2	65,8	65,8				6,3
FEV	32,6	67,4	67,4				6,8
MAR	33,6	66,4	66,4				7,2
ABR	32,6	67,4	67,4				5,4
MAI	32,0	68,0	68,0				6,1
JUN	31,4	68,6	68,6				8,0
JUL	19,7	80,3	80,3				6,1
AGO	17,4	82,6	82,6				5,8
SET	19,4	80,6	80,6				3,7

OUT	14,5	85,5	85,5			4,8
NOV	11,8	88,2	88,2			5,0
DEZ	14,6	85,4	85,4			6,1
1983/JAN	13,8	86,2	86,2			9,0
FEV	9,7	90,3	90,3			6,5
MAR	12,0	88,0	88,0			10,1
ABR	8,4	91,6	91,6			9,2
MAI	8,4	91,6	91,6			6,4
JUN	13,6	86,4	86,4			12,6
JUL	21,3	78,7	78,7			13,3
AGO	25,3	74,7	74,7			10,1
SET	12,0	88,0	88,0			12,8
OUT	10,0	90,0	90,0			13,3
NOV	3,7	96,3	96,3			8,4
DEZ	3,9	96,1	96,1			7,6
1984/JAN	4,1	95,9	95,9			9,8
FEV	2,0	98,0	98,0			12,3
MAR	1,8	98,2	98,2			10,0
ABR	1,0	99,0	99,0			8,9
MAI	3,7	96,3	96,3			8,9
JUN	1,1	98,9	98,9			9,2
JUL	0,6	99,4	99,4			10,3
AGO	3,1	96,9	96,9			10,6
SET	3,8	96,2	96,2			10,5
OUT	5,2	94,8	94,8			12,6
NOV	4,6	95,4	95,4			9,9
DEZ	4,2	95,8	95,8			10,5
1985/JAN	2,1	97,9	97,9			12,6
FEV	0,6	99,4	99,4			10,2
MAR	1,1	98,9	98,9			12,7
ABRIL	4,1	95,9	95,9			7,2
MAIO	7,0	93,0	93,0			7,8
JUN	11,2	88,8	88,8			7,8
JUL	14,2	85,8	85,8			8,9
AGO	14,7	85,3	85,3			14,0
SET	12,8	87,2	87,2			9,1
OUT	14,4	85,6	85,6			9,0
NOV	6,5	93,5	93,5			15,0
DEZ	3,4	96,6	96,6			13,2
1986/JAN	0,2	99,8	99,8			17,8
FEV	0,4	99,6	99,6			15,0
MAR	3,0	97,0	97,0			5,5
ABR	8,2	91,8	91,8			-0,6
MAI	9,9	90,1	90,1			0,3
JUN	3,6	96,4	87,1	9,3		0,5
JUL	4,8	95,2	47,1	48,1		0,6
AGO	2,5	97,5	70,3	27,2		1,3
SET	2,8	97,2	43,3	53,9		1,1
OUT	6,4	93,6	45,6	48,0		1,4
NOV	2,0	98,0	47,1	50,8		2,5
DEZ	2,2	97,8	41,4	56,4		7,6
1987/JAN	1,2	98,8	43,6	55,3		12,0
FEV	0,4	99,6	46,1	53,5		14,1

MAR	0,1	99,9	47,3	52,6		15,0
ABR		100,0	44,1	55,9		20,1
MAI		100,0	48,0	52,0		27,6
JUN		100,0	40,1	59,9		25,9
JUL		100,0	41,2	58,8		9,3
AGO		100,0	35,9	64,1		4,5
SET		100,0	35,5	64,5		8,0
OUT		100,0	33,3	66,7		11,1
NOV		100,0	28,9	71,1		14,5
DEZ	1,8	98,2	26,9	71,3		15,9
1988/JAN		100,0	24,3	75,7		19,1
FEV		100,0	23,8	76,2		17,6
MAR		100,0	29,1	70,9		18,2
ABR		100,0	25,9	74,1		20,3
MAI		100,0	34,6	65,4		19,5
JUN		100,0	35,4	64,6		20,8
JUL		100,0	41,2	58,8		21,5
AGO		100,0	35,4	64,6		22,9
SET		100,0	35,2	64,8		25,8
OUT		100,0	28,7	71,3		27,6
NOV		100,0	31,6	68,4		28,0
DEZ		100,0	31,5	68,5		28,9
1989/JAN		100,0	0,3	99,7		36,6
FEV		100,0	2,7	97,3		11,8
MAR		100,0	1,5	98,5		4,2
ABR		100,0	1,0	99,0		5,2
MAI		100,0	0,9	99,1		12,8
JUN		100,0	1,7	98,3		26,8
JUL		100,0	1,7	98,3		37,9
AGO		99,8	0,9	98,9		36,5
SET		99,5	1,0	98,5		38,9
OUT		99,2	0,6	98,6		39,7
NOV		98,5	0,1	98,4		44,3
DEZ		98,0	0,1	97,9		49,4
1990/JAN		98,0	0,0	98,0		71,9
FEV		97,9	0,0	97,9		71,7
MAR		93,2	0,1	93,1		81,3
ABR		94,1	0,1	94,0		11,3
MAI	31,5	62,8	0,1	62,8		9,1
JUN	48,3	45,5		45,5		9,0
JUL	48,0	45,8	0,1	45,7		13,0
AGO	47,5	46,3	0,0	46,3		12,9
SET	41,8	51,4	0,0	51,4		11,7
OUT	44,6	51,1	0,0	51,1		14,2
NOV	36,1	57,4	0,0	57,4		17,4
DEZ	32,4	62,8	0,0	62,7		16,5
1991/JAN	36,5	58,6	0,0	58,6		19,9
FEV	2,2	93,0	0,0	92,9		21,1
MAR	23,9	70,5	0,0	70,4		7,2
ABR	10,6	82,5	0,0	82,5		8,7
MAI	10,0	83,0	0,0	83,0		6,5
JUN	11,7	81,6	0,0	81,6		9,9
JUL	11,4	82,2	0,0	82,1		12,8

AGO	8,2	87,1	0,0	87,1			15,5
SET	11,2	83,9	0,0	83,9			16,2
OUT	11,2	84,0	0,0	84,0			25,9
NOV	10,2	82,3	1,8845	80,5			25,8
DEZ	16,1	84,0	5,3	67,2	11,5		22,1
1992/JAN	18,1	69,9	24,0752	45,8			26,8
FEV	30,3	57,7	4,7034	53,0			24,8
MAR	29,0	30,1	4,7028	25,4			20,7
ABR	55,2	26,0	6,0023	20,0			18,5
MAI	50,8	24,8	11,001	13,8			22,5
JUN	45,0	23,7	12,0009	11,7			21,4
JUL	57,3	22,5	13,0008	9,5			21,7
AGO	57,7	23,2	15,0007	8,2			25,5
SET	56,3	25,1	17,0006	8,1			27,4
OUT	57,4	27,3	19,0005	8,3			24,9
NOV	59,3	26,8	20,0005	6,8			24,2
DEZ	54,8	45,2	23,6	9,0	3	9,6	23,7
1993/JAN	46,7	40,8	31,8233	8,9			28,7
FEV	58,4	30,6	24,4568	6,2			26,5
MAR	56,0	35,0	27,809	7,2			27,8
ABR	56,8	35,2	27,6999	7,5			28,2
MAI	53,6	38,4	31,1473	7,3			32,3
JUN	51,1	40,9	33,411	7,5			30,7
JUL	47,3	39,7	32,3759	7,4			32,0
AGO	30,9	38,1	30,8466	7,2			33,5
SET	28,7	39,3	31,7407	7,6			37,0
OUT	32,6	37,4	31,0403	6,4			35,1
NOV	36,1	36,4	32,2391	4,1			37,0
DEZ	26,4	73,7	42,1	3,8	17,3	10,5	36,2
1994/JAN	16,7	83,3	29,6	2,7	36,3	14,7	42,2
FEV	23,3	76,8	29,2	2,6	31,3	13,7	42,4
MAR	33,1	67	27,8	2,5	22,8	13,9	44,8
ABR	39	61	26,5	1	19,6	13,9	42,5
MAI	38,7	61,4	30,3	1	16,1	14	41,0
JUN		99,9	28	50,3	9,2	12,4	46,6
JUL	25	75	34,6	20	10,4	10	24,7
AGO	28	72	30,3	22,1	8,7	10,9	3,3
SET	30,4	69,6	22,3	27,5	6,1	13,7	1,5
OUT	31,3	68,8	17,4	27,6	6,9	16,9	2,6
NOV	33,6	66,5	14,8	24,5	6,7	20,5	2,5
DEZ	40,2	59,8	12,5	16	8,3	23	0,6
1995/JAN	40,7	59,4	14,1	14	9,3	22	1,4
FEV	42,6	57,4	13,8	17,7	7,4	18,5	1,2
MAR	36,7	63,3	12	24,5	9,2	17,6	1,8
ABR	32,8	67,3	12,2	24,8	8,3	22	2,3
MAI	29,2	70,8	11,5	24,1	7,4	27,8	0,4
JUN	27	73,1	11,6	24,4	9,3	27,8	2,6
JUL	28	72,1	11,5	31,2	9,3	20,1	2,2
AGO	32,6	67,5	9,8	35,7	8,7	13,3	1,3
SET	32,5	67,5	8,8	40,6	5,9	12,2	-1,1
OUT	33,9	66,2	8,9	41	6,1	10,2	0,2
NOV	38,4	61,7	6,2	40,1	6,4	9	1,3
DEZ	42,7	57,4	5,3	37,8	5,3	9	0,3

1996/JAN	47,3	52,7	3,7	33,1	5,8	10,1	1,8
FEV	19,8	50,2	3,3	30,5	6,2	10,2	0,8
MAR	51,3	48,7	2,9	26,1	7,9	11,8	0,2
ABR	51,9	48	2,7	24,1	8,9	12,3	0,7
MAI	58,7	41,3	2,3	20,5	7,8	10,7	1,7
JUN	59,9	40,2	2,4	18,9	8	10,9	1,2
JUL	60,7	39,3	2,2	18,5	8,2	10,4	1,1
AGO	62	38,1	2	18,8	7,7	9,6	0,0
SET	62,4	37,6	2	17,8	7,9	9,9	0,1
OUT	61,8	38,2	1,8	18,8	8,1	9,5	0,2
NOV	61,7	38,4	1,8	18,4	9	9,2	0,3
DEZ	61	38,1	0,8	18,6	9,4	9,3	0,9
1997/JAN	58,8	41,3	0,7	18,6	12,8	9,2	1,6
FEV	57,6	42,3	1,2	18,7	13,1	9,3	0,4
MAR	58	42	1,5	19,1	12,5	8,9	1,2
ABR	57,8	42,1	2,9	19,2	10,9	9,1	0,6
MAI	59,4	40,7	2,6	19,3	9,9	8,9	0,3
JUN	60	39,9	2,3	19,4	9,3	8,9	0,7
JUL	60,2	39,8	2	19,4	9,3	9,1	0,1
AGO	61,1	38,8	1,5	19,2	9,1	9	0,0
SET	58,4	41,6	1	18,8	9,7	12,1	0,6
OUT	54,7	45,4	1,2	19,1	12,6	12,5	0,3
NOV	52,5	47,6	0,5	19,9	15,1	12,1	0,8
DEZ	40,9	59,1	0,3	34,8	15,4	8,6	0,7
1998/JAN	41,3	58,6	0,3	34,9	15,7	7,7	0,9
FEV	44,8	55,2	0,3	31,8	15,8	7,3	0,0
MAR	50,7	49,3	0,3	27,8	15,1	6,1	0,2
ABR	53,6	46,4	0,4	23,8	16,9	5,3	-0,1
MAI	55,6	44,4	0,4	21,1	17,7	5,2	0,2
JUN	35,2	64,8	0,4	42,7	16,5	5,2	0,3
JUL	21,9	78,1	0,5	55,3	17,2	5,1	-0,4
AGO	13	87	0,5	62	19,4	5,1	-0,2
SET	7	92,9	0,6	65,7	21,4	5,2	0,0
OUT	14,2	85,9	1	58,8	21,1	5	0,0
NOV	8,2	91,9	0,9	64,3	21	5,7	-0,2
DEZ	3,5	96,1	0,4	69,1	21	5,6	1,0
1999/JAN	6,0	93,9	0,3	57,9	30,3	5,4	1,1
FEV	7,4	92,5	0,3	57,1	29,9	5,2	4,4
MAR	1,2	98,7	0,2	68,2	25,4	4,9	2,0
ABR	2,9	97,0	0,2	67,3	24,5	4,9	0,0
MAI	5,1	94,8	0,2	65,0	24,8	4,8	-0,3
JUN	8,1	91,8	0,2	64,00	23,9	3,6	1,0
JUL	10,6	89,3	0,2	61,3	24,3	3,5	1,6
AGO	11,6	88,3	0,1	58,8	26,0	3,2	1,5
SET	10,7	89,2	0,1	59,5	26,2	3,3	1,5
OUT	11,5	88,4	0,1	58,4	26,6	3,2	1,9
NOV	11,3	88,6	0,1	59,3	25,9	3,2	2,5
DEZ	9,2	90,8	0,3	61,1	24,2	5,1	1,2
2000/JAN	9,9	90,0	0,3	61,2	23,5	5,0	1,0
FEV	10,9	89,0	0,5	60,6	22,9	4,9	0,2
MAR	12,9	87,0	0,7	58,8	22,5	4,9	0,2

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Nota: Tabela elaborada pela autora.