

**LUIZ HENRIQUE DE MELLO**

**O PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA PÓS-PLANO REAL**

**Trabalho de graduação, da disciplina de Monografia, departamento de Ciências Econômicas, setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.**

**Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto**

**CURITIBA  
2008**

## TERMO DE APROVAÇÃO

LUIZ HENRIQUE DE MELLO

### O PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA PÓS-PLANO REAL

Monografia apresentada como requisito para obtenção do grau de bacharel no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

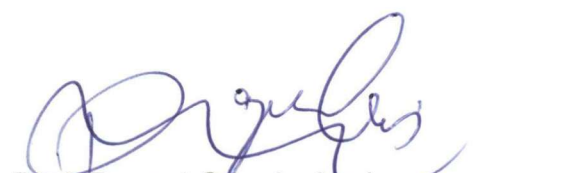
Orientador:



Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto  
Departamento de Ciências Econômicas



Prof. Dr. Demian Castro  
Departamento de Ciências Econômicas



Prof. Dayani Cris de Aquino  
Departamento de Ciências Econômicas

Curitiba, 14 de novembro de 2008.

## AGRADECIMENTOS

À Deus por ter iluminado meu caminho e minha vida para vencer mais uma etapa desta caminhada.

À meu pais **Neusa** e **Alberto**, por toda educação e estímulo aos estudos para nunca desistir e buscar o melhor de mim.

À meus irmãos **Gilberto**, **Josi** e **Gerson**, pelo exemplo e pelas condições concedidas, pois sem eles dificilmente teria chego até aqui.

À minha namorada **Georgia**, pela compreensão, dedicação, motivação e carinho.

À meu orientador **Fabiano**, pela paciência, dedicação, comprometimento e amizade durante este ano.

## SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	v
LISTA DE TABELAS.....	vi
RESUMO.....	vii
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E A FUNÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS.....</b>	<b>3</b>
2.1 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ.....	3
2.2 O GOVERNO COMO <i>HEDGE</i> DO SETOR PRIVADO.....	10
<b>3 EVOLUÇÃO E PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA ENTRE 1994 E 1999.....</b>	<b>14</b>
3.1 PLANO REAL.....	14
3.2 O AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA A PARTIR DE 1994 ATÉ 1999.....	16
3.3 COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NO PERÍODO DE 1994 A 1999.....	22
<b>4 MUDANÇA DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA.....</b>	<b>29</b>
4.1 EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO PÓS 1999.....	29
4.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DÍVIDA PÚBLICA.....	31
4.3 EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS A PARTIR DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	32
4.4 A DÍVIDA PÚBLICA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	35
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>6 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>43</b>

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1994 – 2007.....	17
GRÁFICO 2 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS – 1994 – 1999.....	24
GRÁFICO 3 – TRAJETÓRIA DOS TÍTULOS PRÉ-FIXADOS, INDEXADOS AO CÂMBIO E A SELIC – 1994 – 1999.....	24
GRÁFICO 4 – TRAJETÓRIA DA TAXA SELIC – 1996 – 1998.....	26
GRÁFICO 5 – TAXA DE CÂMBIO – 1994 – 2007.....	30
GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC – 1999 – 2007.....	33
GRÁFICO 7 – DLSP – 1998 – 2007.....	36
GRÁFICO 8 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR – 1999 – 2007.....	39

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1994 – 2007.....	16
TABELA 2 - BALANÇA COMERCIAL – EM US\$ BILHÕES – 1993 – 1998.....	18
TABELA 3 - BALANÇO DE PAGAMENTOS – EM US\$ BILHÕES – 1994 – 1998.....	18
TABELA 4 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO, EM % PIB – 1994 – 1999.....	21
TABELA 5 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS – 1994 – 1999.....	22
TABELA 6 – TAXA DE JUROS FIXADA PELO COPOM – 1996 – 1998.....	26
TABELA 7 – TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$) – 1994 – 2007.....	30
TABELA 8 – DLSP – 1998 – 2007.....	36
TABELA 9 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR INDEXADOR – 1999 – 2007.....	37

## RESUMO

Após a implantação do Plano Real, a dívida pública teve um crescimento acentuado, principalmente no final da década de 90. Verifica-se também que o perfil da dívida pública sofreu alterações mudando muito sua característica. No final da década de 90, o perfil da dívida pública era de títulos pós-fixados e títulos indexados ao câmbio, porém no ano de 2007 este perfil já tem outra composição, caracterizado por ter a maior parte da dívida indexada a títulos pré-fixados. Esta mudança ocorre pelo fato dos títulos públicos serem usados como *hedge* pelo governo quando existem turbulências na economia. Desta forma o governo emite títulos garantindo ao setor privado que uma possível crise não reduza sua riqueza. Funcionando desta forma, o perfil da dívida pública tem fundamental importância em relação à evolução da dívida. Pois, quando da proteção ao mercado, acaba sentindo toda a repercussão de uma crise no montante do endividamento público, que acaba sendo como uma válvula de escape do governo. E isso foi o que ocorreu no Brasil quando das crises da década de 90. A maior parte da dívida estava atrelada a títulos pós-fixados e indexados a taxa de câmbio, e como essas variáveis aumentaram significativamente a consequência foi um acréscimo substancial no montante da dívida pública. Após 2003 é intensificado o processo de substituição dos títulos da dívida, que finaliza 2007 com forte participação de títulos pré-fixados e com uma participação muito pequena de títulos indexados ao câmbio. Por fim concluímos que, ao contrário da teoria convencional que afirma que o crescimento da dívida pública se deve aos déficits públicos, na verdade a dívida cresceu neste período em razão do seu perfil, da forma como ela estava indexada.

**Palavras Chave:** Perfil da dívida pública, endividamento público.

## 1 INTRODUÇÃO

A teoria convencional não consegue explicar a evolução e o perfil da dívida pública pós Plano Real. A visão de autores da teoria convencional de que déficits públicos são os principais causadores do crescimento da dívida, não explica satisfatoriamente a evolução desta variável. Não estou afirmando que os déficits não têm sua parcela de responsabilidade sobre o crescimento da dívida, mas sim que não é a principal causa. Além disso, de acordo com os fundamentos da teoria convencional, os pesquisadores não conseguem dar um sentido lógico para as mudanças no perfil do endividamento durante o período sobre análise. Visto isso, o objetivo deste trabalho é explicar de forma satisfatória, as razões da composição do perfil da dívida pública brasileira em cada período, bem como mostrar que exatamente o perfil da dívida é o grande responsável pelo crescimento desta. Vale salientar o objetivo da discussão deste trabalho não é se a origem da dívida é fiscal ou financeira, mas sim explicar o perfil desta dívida.

Veremos que o governo atua como *hedge* do mercado e que este é o ponto que explica o perfil da dívida pública. Iremos observar também que a indexação do endividamento público em títulos indexados a taxa Selic e a variação cambial explica a evolução do endividamento, pois a dívida pública se encontrava muito vulnerável em razão de estar, em maior parte, indexada a estas duas variáveis.

Para discorrer a respeito desta análise, este trabalho se encontra dividido em 3 partes. Na primeira parte, faço uma análise teórica que dará sustentação a argumentação sobre os fatos empíricos. Neste sentido num primeiro momento realizo uma revisão teórica keynesiana a respeito da preferência pela liquidez, mostrando a importância da incerteza futura dos indivíduos, bem como de suas expectativas. Esses fatores são determinantes para a escolha sobre a forma de manter suas riquezas para consumo futuro. Finalizamos essa análise verificando as peculiaridades e importância da moeda e da taxa monetária de juros. No próximo tópico deste capítulo, realizo uma análise sobre a finalidade dos títulos públicos. Veremos que, ao contrário do que se acredita correntemente, os títulos públicos não possuem a função de financiar déficit público, mas sim são utilizados para drenar a liquidez da economia e manter o nível da taxa de juros básica. Além disso, possuem uma importantíssima finalidade de ser o instrumento pelo qual o governo oferece

*hedge* para os agentes privados. E este fato é determinante para se entender o perfil da dívida pública.

No próximo capítulo, realizo a análise do perfil da dívida pública a partir do Plano Real até o ano de 1999. Neste período o perfil da dívida pública passa a ser de títulos pós-fixados e indexados a taxa de câmbio, devido às políticas econômicas adotadas e as expectativas de mercado dos agentes. A dívida pública tem um aumento substancial e é explicado pelo perfil que possuía. Veremos que muitos argumentos utilizados pela teoria convencional para explicar o crescimento da DLSP são refutados. Por exemplo, o argumento de que o reconhecimento de dívidas do passado gerou crescimento da DLSP é refutado diante dos dados apresentados, pois só a receita obtida com as privatizações já foi mais que suficiente para cobrir o montante dessas dívidas do passado.

No último capítulo, realizo a análise do perfil da dívida pública a partir de 1999 até o ano de 2007. Neste período o perfil da dívida pública sofreu uma mudança muito significativa, pois iniciou tendo a maior parte da dívida indexada à títulos pós-fixados e indexados à taxa de câmbio, e termina o período tendo a maior parte da dívida indexada à títulos pré-fixados. Os títulos indexados ao câmbio passam a ter uma participação ínfima e os títulos pós-fixados apesar de ainda possuírem uma participação forte, tiveram uma queda acentuada. Poderemos observar com clareza a finalidade dos títulos públicos servindo como *hedge* do setor privado e que as políticas econômicas adotadas após a implantação do Regime de Metas de Inflação em acordo com as expectativas dos agentes econômicos são os balizadores da composição dos títulos públicos, que determinam o perfil da dívida pública. Observando a forma contínua do crescimento da dívida pública ao lado do perfil que esta possuía e o caminho que os instrumentos de política econômica tomaram, concluímos que o perfil da dívida pública explica satisfatoriamente a evolução da dívida.

Sendo assim, a grande expansão da dívida a partir do Plano Real ocorre porque a dívida era composta, em sua maior parte, por papéis pós-fixados referenciados a taxa de juros de curto prazo e por papéis indexados ao câmbio. Este perfil da dívida pública tornou o país extremamente vulnerável a choques, pois uma desvalorização do Real elevaria o valor da dívida, assim como uma elevação da taxa de juros de curto prazo também o faria.

## 2. PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E A FUNÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS

Neste capítulo serão apresentadas as diretrizes teóricas que darão sustentação para a análise dos principais fatores que influem na mudança de perfil da dívida pública brasileira.

A seção está dividida em dois tópicos, o primeiro discute os fatores que influenciam na escolha do indivíduo sobre a forma de guardar sua renda e riqueza para consumo e gastos futuros. Para tanto utilizarei o conceito de preferência pela liquidez conforme definido por KEYNES (1983). Na segunda parte analisarei qual a função dos títulos públicos e a forma que eles são usados para proteger o mercado. Para esta análise me basearei no estudo de WRAY (2003).

### 2.1 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Neste tópico apresentarei a essência da análise keynesiana acerca da preferência pela liquidez. Buscarei apresentar os motivos que levam os agentes econômicos a escolher de que forma manterão sua riqueza para usufruto futuro. E de forma análoga, utilizarei este conceito para explicar como os investidores escolhem aplicar suas reservas monetárias em títulos públicos.

De acordo com KEYNES (1983), um agente econômico, num primeiro momento, precisa escolher entre que parte de sua renda irá utilizar no presente e que parte será guardada para o consumo futuro. Após esta etapa, o agente se depara com a escolha sobre qual a forma que guardará a parte de sua renda destinada ao consumo futuro.

Para tanto poderá escolher entre manter sua renda em forma líquida ou aplicá-la por um determinado ou indeterminado período de tempo buscando obter ganhos de juros, ainda que correndo algum risco. Em outras palavras, estará determinando sua preferência pela liquidez, visto que, o pagamento de juros representa um prêmio pela abdicação do dinheiro sob a forma líquida. (KEYNES, 1983).

A preferência pela liquidez em Keynes, de acordo com CARVALHO *et al.* (2000), trata da opção do indivíduo de reter moeda em forma líquida ou investi-la em ativos. Sendo assim, a preferência pela liquidez define a maneira que o agente

deseja manter sua riqueza, com base na taxa de juros que irá ser paga caso se resolva aplicar em ativos monetários.

A questão que surge neste momento é a razão pela qual um indivíduo que detenha uma quantidade de riqueza para consumo futuro iria mantê-la sob a forma líquida sem obter rendimento algum, ao invés de aplicá-la para obter ganhos com juros?

Segundo KEYNES (1983, p. 123), “há, todavia, uma condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pela moeda como meio de conservação da riqueza”. Esta condição se encontra no âmbito da incerteza, ao que se refere ao futuro, ou seja, é a incerteza em relação ao comportamento da taxa de juros no futuro.

O que ocorre, de acordo com KEYNES (1983), é que o fato de não se conhecer o futuro, acaba por gerar uma incerteza no que se refere à contratação de uma dívida por um período longo. Então quando converter esta dívida em dinheiro o agente acaba incorrendo no risco de perda monetária.

Conforme KEYNES (1983), as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros são formadas por meio das convenções, ou da “psicologia de massa”, e não pela melhor opinião. Sendo assim, essa expectativa terá influência na preferência pela liquidez, ao passo que o agente que tiver expectativa divergente daquela estabelecida pelo mercado, fará uma escolha no sentido oposto daquela estabelecida.

Para KEYNES (1983, p. 123), “o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar em caixa dinheiro líquido, ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo”.

KEYNES (1983), divide a preferência pela liquidez em três motivos: o primeiro (motivo transação), é aquele necessário para garantir as transações correntes; o segundo (motivo precaução), se refere guardar parte do dinheiro líquido, como forma de garantia quanto ao valor monetário do futuro, além de garantir liquidez numa eventual necessidade ou para honrar com um empenho antes determinado; e o terceiro (motivo especulação), se refere ao desejo de contrair ganhos no futuro por se acreditar saber mais que o mercado a respeito do futuro.

O primeiro motivo ainda pode, segundo KEYNES (1983), subdividir-se em dois, a saber: motivo-renda, aquele que garante a manutenção da liquidez entre o período de recebimento e desembolso; e, motivo-negócios, garantir ao empresário o tempo necessário entre a compra e a efetivação do produto.

Visto que a incerteza é a causa da preferência pela liquidez e os motivos desta preferência, então um mercado organizado seria suficiente para reduzir a incerteza dos indivíduos. A existência ou não de um mercado organizado, acarreta no seguinte dilema de acordo com KEYNES (1983, p. 124), “na ausência de um mercado organizado, a preferência pela liquidez, devida ao motivo de precaução, aumentaria muito, ao passo que a existência de um mercado organizado proporcionaria a oportunidade de amplas flutuações de preferência pela liquidez, devida ao motivo especulação”.

Porém, segundo KEYNES (1983), os mercados organizados são tão voláteis quanto se não existissem, pois as expectativas se formam de acordo com a incerteza, o que torna o mercado frágil e sujeito à flutuações. O que caracteriza os mercados organizados e dão um pouco mais de segurança aos agentes, decorre da maior liquidez destes mercados, o que permite uma rápida fuga de posições assumidas. Sendo assim, com um mercado mais organizado os agentes terão mais segurança em utilizar sua renda para o motivo especulação. Isso fará com que a preferência pela liquidez flutue conforme as expectativas e opiniões de cada agente econômico.

Para Keynes uma grande quantidade de opiniões distintas é o que determina a sensibilidade do sistema, bem como sua estabilidade. A incerteza quanto ao futuro pode chegar a tal nível que se houver uma opinião quase unânime a respeito do futuro das taxas de juros, uma variação no presente pode ocasionar uma grande corrida para obtenção da liquidez. Na verdade, a instabilidade significa que a mera passagem de alguns da posição otimista para a pessimista ou vice-versa, faz com que a riqueza negociada em mercados financeiros ou se valorize rapidamente ou se desvalorize muito rapidamente.

Segundo KEYNES (1983, p. 139), “destarte, podemos – de forma idêntica e, talvez, melhor – considerar a demanda agregada da moeda do indivíduo, em determinadas circunstâncias, como uma decisão única, para a qual concorrem vários motivos diferentes”. Cada indivíduo terá uma opinião própria a respeito de

determinado evento, não sendo possível ter certeza a respeito do resultado de cálculos de probabilidade. Pois, cada indivíduo terá motivos próprios e talvez singulares a respeito de um determinado evento, tornando os cálculos de probabilidade, possivelmente, duvidosos.

Segundo KEYNES (1983), a demanda por moeda para o motivo-especulação varia de acordo com alterações na taxa de juros, o que faz com que esse motivo seja o caminho pelo qual a política monetária consegue influir na economia. Por meio da política monetária, principalmente utilizando como instrumento a taxa de juros, a política monetária pode fazer variar a preferência pela liquidez. Uma variação nos níveis de juros irá modificar os preços dos títulos o que causará reações por parte dos indivíduos em relação à demanda por moeda para especulação.

Conforme KEYNES (1983, p. 141):

(...) o sistema bancário está sempre apto em circunstâncias normais, a comprar (ou vender) títulos e obrigações em troca de moeda, oferecendo por eles um preço de mercado modestamente maior (ou menor); e quanto maior for a quantidade de recursos líquidos que os bancos desejam criar (ou cancelar) pela compra (ou venda) de títulos e dívidas, maior deverá ser a baixa (ou alta) na taxa de juros.

Quando há novas circunstâncias e novas informações, o que mais interessa é a mudança na taxa de juros em razão da reação dos agentes envolvidos. Os indivíduos costumam, em geral, ter opiniões próximas à ter opiniões diferenciadas e, em função disso, o efeito de informações novas irá causar uma realocação da taxa de juros de acordo com a expectativa que os agentes tinham no momento anterior. (KEYNES, 1983)

Tornando mais clara a explanação em torno da importância da taxa de juros no que se refere à demanda por moeda para motivo especulação, apresentarei a seguir o modelo keynesiano que representa a argumentação até aqui apresentada:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r),$$

onde:  $M_1$ , representa o montante para o motivo-transação e precaução;  $M_2$ , representa o montante para o motivo-especulação;  $L_1(Y)$  representa a liquidez em função da renda que determina  $M_1$ ; e  $L_2(r)$  representa a liquidez em função da taxa de juros que determina  $M_2$ . (KEYNES, 1983).

Para atingir o objetivo deste trabalho iremos nos ater a análise do  $L_2(r)$ , que nos ajudará a compreender os motivos que levam os agentes a adquirir títulos públicos.

Segundo KEYNES (1983), a incerteza em relação ao futuro é um fator muito importante quando se fala em preferência pela liquidez. Então a importância não está no nível que  $r$  (taxa de juros) se encontra, e sim na sua discrepância em relação ao nível tido como seguro pelos indivíduos. Nível este que se encontra de acordo com a expectativa futura, visto que o futuro na análise keynesiana é incerto.

Logo se  $r$  se encontra em um patamar considerado seguro e começa a ser reduzido gradualmente, é natural que aumente o risco; assim como, essa baixa estará reduzindo o prêmio pago pela recusa ao dinheiro sob forma líquida e, com isso, os agentes tenderão a preferir liquidez. Em outras palavras, se a taxa de juros começa a variar muito em relação às expectativas dos indivíduos, por consequência estará desviando do nível considerado como seguro, levando a uma corrida pela liquidez.

Podemos concluir com isso que quanto maior a incerteza com as variações da taxa de juros futura, maior terá de ser o prêmio pago sob a forma de juros para que os agentes assumam o risco de perda de capital. De acordo com KEYNES (1983, p. 143), “a taxa de juros é um fenômeno basicamente psicológico”. Sendo assim a taxa de juros futura, dependerá não apenas da autoridade monetária, mas também da expectativa do mercado.

Desta forma, a taxa de juros é determinada conforme a preferência pela liquidez dos indivíduos e pela política monetária vigente, o que significa dizer que é definida conforme a demanda por investimentos em ativos e de acordo com as diretrizes das autoridades monetárias da economia. (CARVALHO, 2000)

Porém, conforme KEYNES (1983), até certo ponto a opinião pública pode se adaptar a uma movimentação da política monetária, pois os indivíduos tendem a ser suscetíveis a mudanças. Mas isso só ocorre se a autoridade monetária se mostrar firme com o propósito, passando confiança aos agentes.

Podemos resumir a proposição acima estabelecendo que, em qualquer estado de expectativa, há na mente do público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior à que requer o motivo de transações ou o motivo de precaução, que se traduzirá em detenção efetiva de moeda, dependendo dos termos em que a autoridade monetária se acha disposta a criar recursos líquidos. É esta potencialidade que resume a função de liquidez  $L_2$ . (KEYNES, 1983, p. 145)

Com esta análise Keynes define preferência pela liquidez e como os indivíduos decidem a forma de guardar sua renda. Vimos as condições necessárias para que exista preferência pela liquidez, quando ela ocorre e de que forma é determinado o montante a ser mantido na forma líquida.

Podemos sintetizar este item afirmando que a condição para existência da preferência pela liquidez é que haja incerteza quanto à taxa de juros no futuro. Assim, quando a incerteza aumenta, a liquidez é valorizada, e quando a incerteza diminui a liquidez é desvalorizada, elevando o nível de agentes que investirão em ativos monetários. (CARVALHO *et al.*, 2000)

Falta agora compreendermos como se define qual será a recompensa esperada por deter certo bem. Tendo conhecido qual será essa recompensa (retorno esperado) podemos escolher entre as alternativas disponíveis, qual será a melhor forma de manter a riqueza.

Para KEYNES (1983), para cada ativo existe uma taxa própria de juros que representa o retorno esperado pela posse deste ativo. Nesse contexto as expectativas desempenham um papel muito importante na determinação das taxas próprias de juros.

O retorno que se espera pela propriedade de um determinado bem pode ser medido de maneira monetária através da seguinte relação:  $q-c+l+a$ . Onde  $q$  representa o rendimento de determinado bem;  $c$  representa os custos de manutenção deste bem;  $l$  representa o prêmio de liquidez por dispor de determinado bem; e  $a$  representa a valorização que se espera de deste bem. (KEYNES, 1983)

Logo, para KEYNES (1983), o retorno esperado pela posse de um determinado bem (ativo) será dado pela diferença entre seu rendimento e seu custo mais seu prêmio de liquidez. Os ativos líquidos terão a maior parte de seu retorno esperado dado por  $l$ , enquanto os ativos não líquidos terão seu retorno esperado dado em sua maior parte por  $q-c$ .

Essa relação apresentada pode ser utilizada para encontrar a eficiência marginal de todos os ativos. E desta forma, segundo WRAY (2006, p. 47), "se um ativo reproduzível apresenta uma eficiência marginal maior do que o dinheiro, ele é produzido até o ponto em que sua eficiência marginal se equipara com a eficiência marginal do dinheiro". Novamente neste contexto aparece a incerteza e a expectativa futura, segundo KEYNES (1983), as expectativas em relação ao futuro

afetarão de forma diferente a eficiência marginal de cada tipo de ativo. Segundo WRAY (2006, p. 48):

O aumento da confiança sobre a performance futura da economia leva a um aumento dos preços dos ativos de capital e diminui os valores subjetivos atribuídos às posições de liquidez (os IS caem), de modo que a eficiência marginal do capital aumenta relativamente aos ativos que obtêm a maior parte do seu retorno a partir de I. Nesse caso, ativos de capital serão produzidos (investimento aumenta, acionando o “multiplicador”) e todo o espectro de preços dos ativos muda.

Desta forma, a confiança com que as expectativas futuras são formadas serve como balizadora do equilíbrio da economia, na medida em que podem alterar os preços dos ativos, a quantidade produzida e o nível de emprego. Por exemplo, se a confiança nas expectativas sobre os retornos de um dado investimento fraquejam, ainda que o próprio retorno esperado seja mantido, o mais provável é que as decisões de investimento se reduzam.

Ainda segundo KEYNES (1983), o retorno advindo do dinheiro é determinado pela liquidez, por um prêmio pago pela renúncia à liquidez. Esse prêmio serve para acalmar a “inquietação” dos indivíduos pela liquidez. Porém, esse fato vai afetar o preço dos demais ativos, pois irá repercutir na demanda por todos os ativos.

De acordo com WRAY (2006, p. 48), “essa ‘inquietação’ afeta a demanda de todo o espectro de ativos, claro, de modo diferenciado, de acordo com a composição dos retornos esperados de cada ativo. O equilíbrio de preços dos ativos se dá quando as eficiências marginais são igualadas – e não simplesmente quando oferta e demanda de dinheiro se igualam”.

Mas por qual razão a demanda por dinheiro afeta o preço dos demais ativos? Por que o retorno dado por este ativo (a taxa monetária de juros) possui tanta importância no mercado?

KEYNES (1983) enfatiza que uma característica forte do dinheiro é o fato de sua elasticidade-produção ser muito pequena. Por isso afirma KEYNES (1983, p.164):

o desemprego aumenta porque as pessoas querem a Lua; os homens não podem conseguir emprego quando o objeto de seus desejos (isto é, o dinheiro) é uma coisa que não se produz e cuja demanda não pode ser facilmente contida. O único remédio consiste em persuadir o público de que a Lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa, e a fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (isto é, um banco central) sob o controle do poder público.

Por suas peculiaridades é que a taxa monetária de juros tem um significado especial. As características especiais da moeda tornam a sua taxa específica de juros mais resistentes a baixa quando comparada a taxa de juros de outros bens quando há aumento de produção. Essas características se enquadram na pequena ou nula elasticidade de produção e substituição, além de seu custo de manutenção também ser muito baixo. (KEYNES, 1983)

Isso cria uma expectativa no sentido de que os salários expressos em moeda se mantenham estáveis. Segundo KEYNES (1983, p. 166), “essa expectativa aumenta o prêmio de liquidez do dinheiro e evita a correlação excepcional entre a taxa monetária de juros e as eficiências marginais de outros bens, que poderia, se existisse, privar esta taxa monetária de juros de seu predomínio”.

Isso significa que a taxa monetária de juros afeta o nível das taxas de juros das outras mercadorias. “Assim sendo, um aumento da taxa monetária de juros retarda a produção de riquezas em todos os ramos em que ela é elástica sem estimular a produção da moeda (que, por hipótese, é perfeitamente inelástica)”. (KEYNES, 1983, p. 164)

Concluimos então este tópico onde foi apresentada a visão keynesiana a respeito da preferência pela liquidez. Vimos que os indivíduos se movem de acordo com suas expectativas e incertezas em relação ao futuro. Que há um cálculo que se pode efetuar para se tentar chegar a um retorno esperado pela manutenção de determinado ativo. E finalizamos verificando a importância da moeda e, por consequência, da taxa monetária de juros na economia.

Necessitamos agora analisar de que forma os títulos públicos exercem seu papel na economia, principalmente no que tange a liquidez do sistema e a taxa de juros *overnight*. Esta análise se encontra no próximo tópico do presente trabalho.

## 2.2 O GOVERNO COMO *HEDGE* DO SETOR PRIVADO

Vimos até o momento como os agentes definem a forma de guardar sua riqueza e também como calculam o retorno esperado por deterem certo ativo. Entre as alternativas para os agentes aplicarem sua riqueza estão os títulos públicos. Veremos neste tópico que, ao contrário do que a teoria convencional afirma, os

títulos públicos têm como principal função drenar a liquidez do sistema, servindo em momentos de incerteza como *hedge* do setor privado.

De acordo com WRAY (2003), a teoria convencional afirma que o governo pode gastar mais do que arrecada se conseguir emitir dívida para o público. Realizando assim um empréstimo tendo como objetivo financiar as despesas que superaram as receitas.

Há, porém, um limite para a emissão dessa dívida no qual o mercado pode perder a confiança no governo. Conforme WRAY (2003, p. 94), “acredita-se que déficits permanentes devem ser evitados porque nenhum governo pode operar de uma maneira que gere expectativas de que ele não será capaz de quitar suas dívidas, isto é, a expectativa de que a dívida será apenas ‘rolada’”.

Nota-se também que, assim como as forças de mercado são capazes de influir na quantidade da dívida, também tem influência no que tange a taxa de juros da mesma dívida. (WRAY, 2003)

Porém esta visão convencional não será aprofundada, visto que, conforme análise de WRAY (2003) o dispêndio governamental não é financiado, principalmente, via emissão e vendas de títulos, mas sim por emissão de moeda fiduciária. Segundo WRAY (2003, p. 94), “vendas de títulos são usadas para drenar o excesso de reservas a fim de manter positivas as taxas de juros de empréstimo do *overnight*”.

A visão que teremos a partir de agora (uma visão keynesiana) é que existe uma diferença de objetivo quando o governo aumenta tributos e quando emite títulos. Segundo WRAY (2003), os tributos têm o objetivo de extrair o que tiver de excessivo na renda privada, enquanto que os títulos objetivam oferecer uma opção que renda juros para aplicação da riqueza dos indivíduos.

Então o governo financiaria seu dispêndio a partir de emissão de moeda, pois o governo gasta antes mesmo de arrecadar com os tributos e de emitir títulos. Segundo WRAY (2003, p. 100), “por lógica, o público não pode pagar com moeda fiduciária ao governo para satisfazer obrigações tributárias antes que o governo tenha pago ao público com moeda fiduciária”. Sendo assim, não faz sentido dizer que o governo financia seus gastos por emissão de títulos públicos, pois o gasto ocorre antes da venda de tais títulos. Então para que ocorra o gasto se faz necessário a emissão de moeda.

Mas então qual é o motivo do governo emitir títulos públicos? Conforme (WRAY, p106), “as vendas de títulos (seja pelo Tesouro, seja pelo banco central) funcionam para drenar reservas em excesso”.

O excesso de reservas faz com que a taxa de juros *overnight* caia, sendo que no limite ela chegaria a zero. Para evitar que a taxa *overnight* caia muito e fique abaixo da meta do Banco Central, há a necessidade de “enxugar” o excesso de reservas. Isso ocorre por meio da emissão e venda de títulos. (WRAY, 2003)

Os títulos servem como uma alternativa rentável e segura para a manutenção das reservas em excesso. Ou seja, o excesso de liquidez que ficaria retida no banco sem rentabilidade, pode estar rendendo por meio da aquisição de títulos públicos. Vale atentar para o fato de que os títulos possuem um alto prêmio de liquidez, o que garante para os indivíduos uma tranquilidade quando necessitar vender tais títulos.

Ocorre então que o governo define qual será a taxa de juros que pagará, e então utiliza a venda de títulos públicos como instrumento de política monetária para atingir seu objetivo. Vale salientar que, em uma situação de excesso de liquidez, os agentes demandarão títulos a qualquer taxa que estiver disponível acima de zero, pois do contrário ficariam com as reservas sem obter qualquer rendimento. (WRAY, 2003)

E é exatamente por esse motivo que o governo funciona como *hedge* do setor privado em momentos de incerteza ou turbulência no mercado. Quando o mercado se encontra num momento de instabilidade, o governo poderá aumentar a taxa de juros paga por seus títulos, ou até indexá-los a taxa de câmbio ou índices de inflação. O governo assume o risco do mercado e mantém as reservas dos agentes econômicos protegidas de possíveis alterações na estabilidade econômica.

Neste ponto fica mais claro entender, principalmente no caso brasileiro, a importância do perfil dos títulos emitidos. Em uma eventual crise relativa ao câmbio, por exemplo, o governo pode emitir títulos dando garantia a uma possível desvalorização. Assim, os agentes privados estarão protegidos de uma perda de capital por causa da desvalorização cambial. Evita-se a fuga de capital dando garantia aos agentes privados, reduzindo muito os riscos inerentes às crises. Por outro lado o governo sofre com uma possível crise que, dependendo do perfil do endividamento, faz com que a dívida pública aumente. Neste mesmo exemplo, se o

governo emitir títulos indexados ao câmbio como garantia para os agentes privados, quando ocorrer a desvalorização cambial o governo irá arcar com a perda pela desvalorização na mesma magnitude da desvalorização.

Concluimos então que os títulos públicos possuem a função de drenar a liquidez do mercado oferecendo uma opção de manutenção de riqueza que renda juros. Assim como em momentos de crises funciona como *hedge* para o setor privado, oferecendo segurança frente às instabilidades do mercado.

### 3 EVOLUÇÃO E PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA ENTRE 1994 E 1999

O crescimento da dívida pública a partir de 1994 é explicado, de maneira insatisfatória pela teoria convencional, em função das necessidades de financiamento do setor público, ou seja, a dívida cresce na razão do déficit público. Meu objetivo aqui é apresentar uma visão diferente da convencional em relação ao principal motivo do perfil e da evolução da dívida pública, mostrando que a evolução do endividamento público ocorre em função do seu perfil. Este por sua vez, é explicado pelo fato do governo, em momentos de crise, servir como *hedge* do setor privado.

Para tanto, neste capítulo será apresentado, com base nos dados do Banco Central do Brasil, o desenvolvimento da dívida pública do Brasil a partir de 1994, bem como a composição da dívida pública do período. Também serão apresentadas as razões para o perfil da dívida ser, em sua maior parte, em meados de 1999 de títulos indexados ao câmbio, pós-fixados e de curto prazo. Também será abordada a vulnerabilidade a que a economia estava exposta com essa composição da dívida pública.

Esta análise começará a partir da implementação do Plano Real, em função de que a partir deste plano é que se obteve a estabilização dos preços, reduzindo a importância do Efeito Bacha<sup>1</sup>. E também pelo fato de que após o Plano Real a dívida pública assumiu uma trajetória ascendente, pois este Plano (como veremos abaixo) utilizava mecanismos para o controle da inflação que tiveram impacto negativo sobre o endividamento público por meio do perfil que a dívida estava atrelada.

#### 3.1 PLANO REAL

O Plano Real implementado em 1994 buscava, assim como os Planos anteriores (Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e II), a estabilização do nível de preços. Visto o fracasso destes planos, buscava-se uma estratégia que permitisse uma

---

<sup>1</sup> Para uma análise maior do Efeito Bacha, ver GIAMBIAGI e ALÉM (2000).

redução sustentável da inflação e não apenas uma redução impactante na implementação, como já havia ocorrido nas outras ocasiões.

Segundo GREMAUD *et al.* (2007), o Plano Real foi elaborado em três fases: 1) a criação do Fundo Social de Emergência (FSE); 2) a criação e utilização da URV (Unidade Real de Valor); 3) a implantação da moeda Real substituindo a URV. A primeira fase tinha o objetivo de reduzir o desequilíbrio fiscal, enquanto a segunda visava à desindexação da economia para apagar a memória inflacionária, tendo como base uma unidade de referência. Já a terceira fase foi a criação da nova moeda.

Vale ressaltar aqui, e que é de extrema importância para a análise do presente trabalho, que o plano Real também continha outros fatores que foram determinantes para o seu sucesso na contenção do processo inflacionário. De acordo com GREMAUD *et al.* (2007), a política monetária restritiva (via aumento do depósito compulsório e elevação da taxa de juros) visava reduzir a atividade econômica e também atrair capital para cobrir o déficit da balança comercial que veio após o Plano Real. Além da redução de algumas tarifas de importação com o intuito de evitar pressões inflacionárias por excesso de demanda, adotou-se uma política cambial que permitia o câmbio flutuar para baixo mantendo a moeda nacional valorizada. Como consequência desta política comercial e de câmbio valorizado, haveria aumento das importações e redução das exportações.

Como resultado o Plano Real teve êxito no controle da inflação, mesmo quando abandonou, em 1999, a âncora cambial e passou a utilizar a política de metas de inflação (a qual utiliza a taxa de juros da economia como instrumento de controle da inflação). Porém, o crescimento do PIB foi extremamente baixo se comparado ao crescimento de outros países emergentes. Também o que pode se observar é que, no mesmo período, houve deterioração das contas públicas em função, principalmente, da política de elevadas taxas de juros. O endividamento público sofreu forte elevação, pois o perfil da dívida pública a deixava demasiadamente vulnerável. Elevações na taxa de juros ou desvalorização cambial causaram alterações significativas no valor do endividamento público do Brasil.

Essa questão do aumento da dívida pública em função do perfil dessa dívida é o objeto de estudo deste trabalho. Sendo assim, no próximo tópico analisarei a variação da dívida pública no período de 1994 a 1999, verificando o

aumento do endividamento até a implementação do Regime de Metas. Veremos que o perfil da dívida foi o principal motivo do acréscimo expressivo que a DLSP sofreu no período.

### 3.2 O AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA A PARTIR DE 1994 ATÉ 1999

Entre 1994 e 1999 a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) cresceu cerca de 48%, passando de 30,01% para 44,53%, de acordo com dados do Banco Central do Brasil (Tabela 1). Com base nesse e em outros dados, este tópico apresentará o cenário macroeconômico que precedeu a mudança do perfil da dívida pública iniciada em meados do ano 2000. Para tanto será realizada uma descrição das políticas econômicas do período compreendido entre 1994 e 1999, analisando a evolução da DLSP e apresentando que as razões de tal crescimento se encontram na composição da dívida pública.

TABELA 1 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1994 – 2007

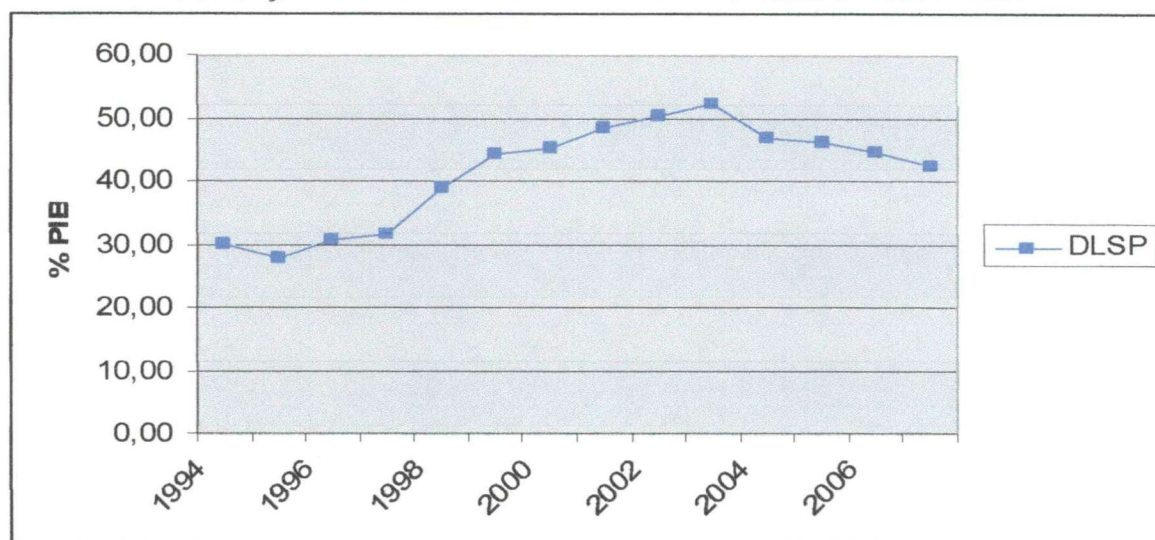
Período	DLSP - R\$(milhões)	DLSP (% PIB)
1994	153.162,92	30,01
1995	208.460,27	27,98
1996	269.193,43	30,72
1997	308.426,25	31,83
1998	385.869,63	38,94
1999	516.578,67	44,53
2000	563.163,14	45,54
2001	660.867,01	48,44
2002	881.108,07	50,46
2003	913.145,13	52,36
2004	956.996,39	46,99
2005	1.002.484,66	46,47
2006	1.067.363,48	44,72
2007	1.150.357,31	42,67

FONTE: Banco Central do Brasil

Fazendo uma análise do Gráfico 1, pode-se observar que a dívida líquida do setor público teve forte crescimento de 1994 à 1999, sendo que o período de maior crescimento se encontra entre 1997 e 1999. Com base nos dados da Tabela 1, a DLSP passou de 30,01% do PIB, em 1994, para 38,94% do PIB em 1998, chegando a 44,53% do PIB, em 1999.

Diversos aspectos poderiam explicar tal fenômeno, porém todos os aspectos estão vinculados às diretrizes econômicas vigentes naquele momento. Portanto, analisaremos a seguir os instrumentos econômicos utilizados no período e que tiveram repercussão no montante do endividamento público.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1994 – 2007



FONTE: Banco Central do Brasil

No início da década de 90, o principal objetivo das políticas econômicas era de conseguir a estabilização dos preços, pois a estabilização era de grande importância internacional, vista como parâmetro de risco. Sendo assim, para atrair os capitais internacionais, seria necessário que o país conseguisse controlar o nível de preços e apresentar indicadores macroeconômicos críveis. Entre esses indicadores está a relação dívida líquida do setor público pelo PIB (DLSP/PIB).

A importância desse indicador se justifica pelo fato de demonstrar a capacidade de pagamento da dívida pública, demonstrando também se o que têm crescido mais, em termos relativos, é o endividamento do país ou o produto deste mesmo país. Em síntese, este indicador pode ser visto pelo investidor como parâmetro de risco moral, principalmente para países em desenvolvimento que, em sua maioria, possuem grande volatilidade a choques externos. Segundo CARNEIRO (2002), o caminho da dívida pública representa a estabilidade da moeda, estabilidade interna e externa.

Para GREMAUD *et al.* (2007), entre 1994 e 1998, nesta busca de manter o nível de preços, se apresentava o Plano Real com uma política fiscal buscando obter

superávits primários, ou seja, gastar menos do que era arrecadado, sem se considerar o pagamento dos juros da dívida. A política cambial era de paridade cambial com flutuação para baixo com a moeda nacional valorizada, facilitando a importação. Buscava-se aumentar a concorrência e, a partir desta premissa, tentando manter os níveis de preços.

Esta valorização cambial fez com que a balança comercial superavitária no início do Plano Real fosse revertida antes de 1998, pelo fato da redução das exportações relativas e, principalmente, pelo aumento significativo das importações, como pode ser observado na Tabela 2. Para equilibrar o balanço de pagamentos, a política monetária buscava atrair capital, sendo assim uma política de elevadas taxas de juros. Esta contrapartida da política monetária pode ser observada na Tabela 3.

TABELA 2 - BALANÇA COMERCIAL – EM US\$ BILHÕES – 1993 – 1998

Período	Exportações	Importações	Saldo
1993	38,6	25,2	13,4
1994	43,5	33,1	10,4
1995	46,5	49,8	(3,3)
1996	47,7	53,3	(5,6)
1997	53,0	59,8	(6,8)
1998	51,1	57,7	(6,6)

FONTE: Banco Central do Brasil

Nota: Os valores entre parênteses representam saldos negativos.

TABELA 3 - BALANÇO DE PAGAMENTOS – EM US\$ BILHÕES – 1994 – 1998

Período	Balança Comercial	Transações Correntes	Movimento de Capitais	Investimento Externo Líquido	Saldo
1994	10,4	(1,7)	14,3	7,3	12,9
1995	(3,3)	(18,0)	29,3	4,7	13,5
1996	(5,6)	(23,1)	33,9	15,5	9,0
1997	(6,8)	(30,9)	25,9	20,7	(7,8)
1998	(6,6)	(33,6)	20,7	20,5	(17,3)

FONTE: Banco Central do Brasil

Nota: Valores entre parênteses representam saldos negativos.

É notório que o Plano Real tenha conseguido controlar a inflação, após diversos fracassos que planos de estabilização anteriores obtiveram. Segundo GIAMBIAGI *et al.* (2005, p. 168), “o tempo mostrou que, contrariamente aos planos que o antecederam, o Real foi uma experiência bem-sucedida”. De fato, para a teoria convencional, levando-se em conta apenas a questão do controle inflacionário

o Real obteve sucesso. Porém, o que também se nota é que no período o Brasil teve um crescimento do produto muito pequeno e uma elevação muito forte da DLSP.

Conforme CARNEIRO (2002), “o conjunto dos efeitos da estabilização no contexto de liberalização comercial e financeira teve impactos significativos sobre a situação patrimonial da economia, em especial sobre os estoques de dívidas internas e externas do setor público”. Este fato se deve, de acordo com GREMAUD *et al.* (2007), à combinação de baixos superávits primários e elevados encargos financeiros.

Estes elevados encargos financeiros estão relacionados ao perfil da dívida, que combinado com a política de altas taxas de juros e câmbio valorizado, tiveram um reflexo negativo sobre o endividamento público. De acordo com GIAMBIAGI *et al.* (2005, p. 174), “o peso dos juros ao longo do tempo decorreu, por um lado, da taxa de juros real – que, deflacionado a taxa de juros básica (Selic) pelo IPCA, foi de 22%, em média, nos quatro anos 1995-1998 – e, por outro, do fato de que as taxas de juros incidiam no começo do Plano Real sobre uma dívida pública equivalente a 30% do PIB e passaram depois a ser aplicadas a uma dívida progressivamente crescente”. Segundo CARVALHO (2001), a despesa com juros reais dos três níveis de governo entre 1995 e 1998 chegou a 19,75% do PIB, ou seja, gastou-se o equivalente a quase 20% do PIB apenas com serviços da dívida pública.

Mas neste ponto a teoria convencional não explica de forma satisfatória a razão pela qual a dívida pública era progressivamente crescente. Veremos que esta característica ocorre exatamente em função do perfil do endividamento público. Ou seja, é o perfil da dívida que faz com que ela cresça de forma progressiva, poderíamos dizer que o crescimento da dívida ocorre como uma bola de neve, pois a dívida cresce por causa da própria dívida.

O que já podemos observar é um indicativo de que o grande responsável pelo aumento do DLSP é o perfil que a dívida possuía neste período, visto que, as despesas com encargos da dívida têm grande representatividade no montante de gastos do governo.

Talvez se o Brasil não fosse tão dependente do financiamento externo e, principalmente, de capitais voláteis caracterizados pela possibilidade de refluir rapidamente em função das incertezas, não seriam necessárias tantas altas na taxa de juros quando houvesse tensões e ataques especulativos. Como no caso da crise

do México em 1995, da Ásia e da Rússia em 1997-1998, onde ocorreram elevações nos juros na busca de “pagar” pelo risco do investidor externo manter seu capital num país em desenvolvimento e que acabara de conseguir controlar a inflação com um novo plano econômico. Se não houvesse esta necessidade, talvez o componente juros no montante da dívida tivesse sido um pouco menor. Vale ressaltar aqui, que o referido pagamento pelo risco de se investir no Brasil, se deve ao efeito de manada que ocorreu após as referidas crises na década de 90.

Outro fator que representa elevação da dívida pública no período, conforme GREMAUD *et al.* (2007), foi o reconhecimento de dívidas do passado (os chamados “esqueletos”). Segundo RÊGO FILHO *et al.* (1999, citado por CARNEIRO 2002), o montante que o reconhecimento dos “esqueletos” representaram sobre a dívida pública foi cerca de 4,3% do PIB. Enquanto que, conforme BNDES (2001, citado por CARNEIRO 2002), as privatizações somaram, à taxa de câmbio de 2000, aproximadamente 18% do PIB. Logo esse fato teve pouco ou nenhuma expressão quando comparado aos rendimentos obtidos com as privatizações, visto que, as receitas das privatizações são mais de quatro vezes os valores dos passivos governamentais reconhecidos no período.

Além disso, vale ressaltar que o reconhecimento dessa dívida do passado se dá apenas em um momento, ou seja, se esse fosse um grande representante do crescimento da DLSP essa dívida teria crescido no momento em que se assumiram essas dívidas e, então, teria se estabilizado. Porém não é isso que a trajetória da DLSP brasileira apresenta. Sendo assim, mais uma vez a teoria convencional não explica de forma completa o crescimento da dívida pública. Isto ocorre em razão de que essa teoria não está levando em consideração a importância do perfil da dívida pública e o quanto este fato pode explicar o crescimento da dívida.

Neste período de 1994 - 1998 a dívida líquida do setor público sofreu algumas mudanças significativas, sendo a principal delas a substituição da dívida externa por dívida interna. De acordo com CARVALHO (2001), este fato deriva da acumulação de reservas externas no Banco Central do Brasil, por meio da venda de títulos públicos no mercado, buscando “enxugar” o aumento da liquidez resultante das compras de divisas, de modo a evitar a apreciação do câmbio. Com isso a dívida externa líquida teve um forte decréscimo na composição da dívida líquida total caindo para cerca de 4% do PIB em 1997 e representando 12,5% da dívida líquida

total. Enquanto que a dívida interna teve forte elevação chegando a 27,85% do PIB em 1997 e aproximadamente 87,5% da dívida líquida total no mesmo ano, conforme Tabela 4.

Outro fato que resultou na mudança na composição da dívida líquida do setor público foi, a partir de 1997, o Banco Central do Brasil assumir pouco mais que a metade dos títulos mobiliários de estados e municípios, trocando-os por títulos públicos federais. Desta forma, a dívida de estados e municípios se tornou dívida federal. (CARVALHO, 2005)

TABELA 4 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO, EM % PIB – 1994 – 1999

Período	Dívida Interna Setor Público Líquida	Dívida Externa Setor Público Líquida	DLSP
1994	21,32	8,69	30,01
1995	22,86	5,12	27,98
1996	27,11	3,61	30,72
1997	27,85	3,98	31,83
1998	33,17	5,77	38,94
1999	35,15	9,38	44,53

FONTE: Banco Central do Brasil

O que se verifica então é que a combinação de redução da inflação por meio de mecanismos monetários, resultou no aumento da taxa de juros real, para que fosse possível manter a política econômica idealizada no início do Plano Real (GIAMBIAGI *et al.*, 2005). Como nesse momento o perfil da dívida era de títulos públicos pós-fixados, torna-se claro que a variável juros representou um fator muito importante para a elevação da DLSP. Para tanto se nota que a dívida pública era o canal por onde vazavam as tensões do plano contra a inflação, se tornando a principal variável de ajuste para viabilizar a concretização dos programas definidos. Isso quer dizer que já neste momento a dívida pública era utilizada como *hedge* do sistema financeiro.

O resultado disso foi que a DLSP que se encontrava em patamares próximos de 30% do PIB no início de 1994 chegou em 1999 a ultrapassar a barreira dos 40% do PIB.

O que podemos perceber até o momento é que, entre os fatores que representam a elevação da dívida pública, o principal deles é o perfil da dívida no período. Isso em razão de que a dívida não sofreu uma elevação apenas pontual e sim se manteve numa crescente durante o período. O componente juros e o

componente câmbio parecem representar a maior parte da variação da DLSP e, sendo assim, o que determina a importância desses instrumentos na variação da dívida é o seu próprio perfil, sua forma de indexação.

Tendo isso em vista, o fator relevante a se analisar, principalmente porque terá alterações significativas nos próximos períodos e que serão de suma importância para a evolução da dívida pública e para a estabilidade econômica, é a composição da dívida pública no que tange aos indexadores dos títulos públicos federais.

### 3.3 COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NO PERÍODO DE 1994 A 1999

Neste tópico analisarei a composição dos títulos públicos no período compreendido entre 1994 e 1999, apresentando a relação que essa composição tem com a variação da dívida pública.

A composição de tais títulos nos fornece um perfil para o endividamento do país, perfil este que mostrará qual a vulnerabilidade da dívida pública diante de choques na economia. Ou seja, se houver algum tipo de crise externa ou interna que implique na utilização de determinados instrumentos de política econômica, qual será a consequência sobre o endividamento público e, por decorrência, sobre a economia do país. Nesta parte do trabalho a análise da preferência pela liquidez e do governo funcionando como *hedge* dos agentes privados ficará mais clara, pois veremos como estes itens, estudados anteriormente de forma teórica, funcionam na prática.

TABELA 5 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS – 1994 – 1999

Período	Títulos federais indexados ao câmbio (%)	Títulos federais indexados à TR (%)	Títulos federais indexados ao IGP-M (%)	Títulos federais indexados à Over / Selic (%)	Títulos federais pré-fixado (%)	Títulos federais indexados à TJLP (%)	Títulos federais indexados ao IGP-DI (%)	Títulos federais indexados outros (%)
1994	8,29	22,96	12,51	16,03	40,20	-	-	-
1995	5,29	8,98	5,26	37,77	42,70	-	-	-
1996	9,38	7,90	1,75	18,61	61,00	1,36	-	-
1997	15,36	8,02	0,34	34,78	40,91	0,59	-	-
1998	21,00	5,37	0,31	70,98	1,68	0,24	0,06	0,46
1999	24,23	2,98	0,31	61,09	9,19	0,13	2,06	-

FONTE: Banco Central do Brasil

A tabela 5 apresenta a composição dos indexadores dos títulos públicos no período de 1994 à 1999. É possível notar que em 1994 os títulos eram indexados ao câmbio, a TR, ao IGP-M, à Over/Selic ou então pré-fixados, sendo que este último detinha a maior porcentagem, enquanto os títulos indexados ao câmbio tinham menor participação. Já em 1999 essa configuração é alterada e os títulos indexados à Selic detêm o maior percentual (61,09%), e os títulos indexados ao câmbio passam a ter forte participação no montante total (24,23%), tornando-se o segundo maior em participação.

Em contrapartida os títulos pré-fixados têm forte decréscimo chegando em 1998 a apenas 1,68% do total e fecha 1999 com 9,19%. Esse decréscimo também ocorre com títulos indexados à TR e ao IGP-M. A pergunta que surge, com base nos dados da tabela 5, é qual ou quais os motivos para a variação na composição dos títulos públicos no que tange aos seus indexadores?

O Gráfico 2 nos mostra a trajetória da composição dos títulos públicos no período em questão. Pode-se ver claramente a forte queda dos títulos pré-fixados e a elevação dos títulos indexados à Selic e ao câmbio.

Visto isso parece claro pensar que o governo teria decidido mudar essa composição, porém veremos que essa composição a que se chegou em 1998 e 1999, não parece ser a melhor possível para um país em crescimento. Pois, este perfil combinado a, em um primeiro momento, uma política que utilizava como instrumento de equilíbrio do Balanço de Pagamentos elevadas taxas de juros e, em um segundo momento, uma política de metas de inflação (que utiliza a taxa de juros como principal instrumento de controle da inflação) torna a dívida pública muito vulnerável a choques externos.

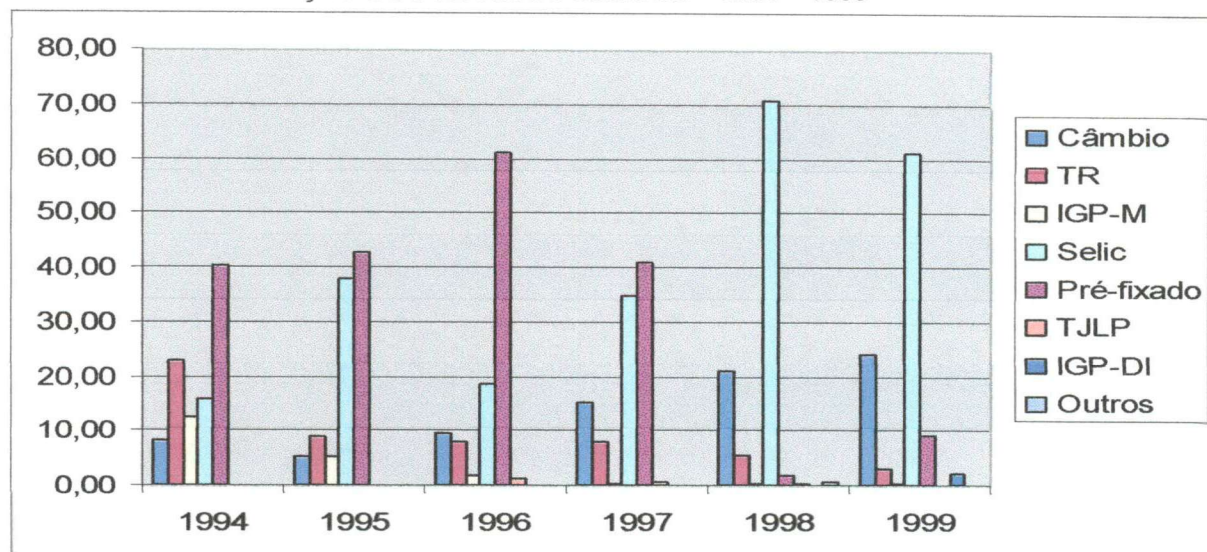
Logo, não foi apenas um desejo do governo e sim uma necessidade de emitir determinado tipo de papel (no caso títulos indexados ao câmbio e a taxa Selic). Essa necessidade ocorria pelo fato de ter de atrair capital estrangeiro imprescindível para o sucesso da política econômica naquele momento, e ao mesmo tempo não perder o capital que já se encontrava no país.

Segundo CARVALHO (2005, p. 385):

Em momentos de instabilidade e reversão de expectativas, o governo é fortemente pressionado a recomprar papéis e substituí-los por títulos com juros mais elevados ou corrigidos pelas taxas de juros de curtíssimo prazo ou pela taxa de câmbio. Nessas situações de tensão, o BCB atua na prática como único oferente de *hedge* contra as

incertezas do futuro e trata de acomodar a oferta de títulos às expectativas dos bancos e empresas de maior peso no mercado.

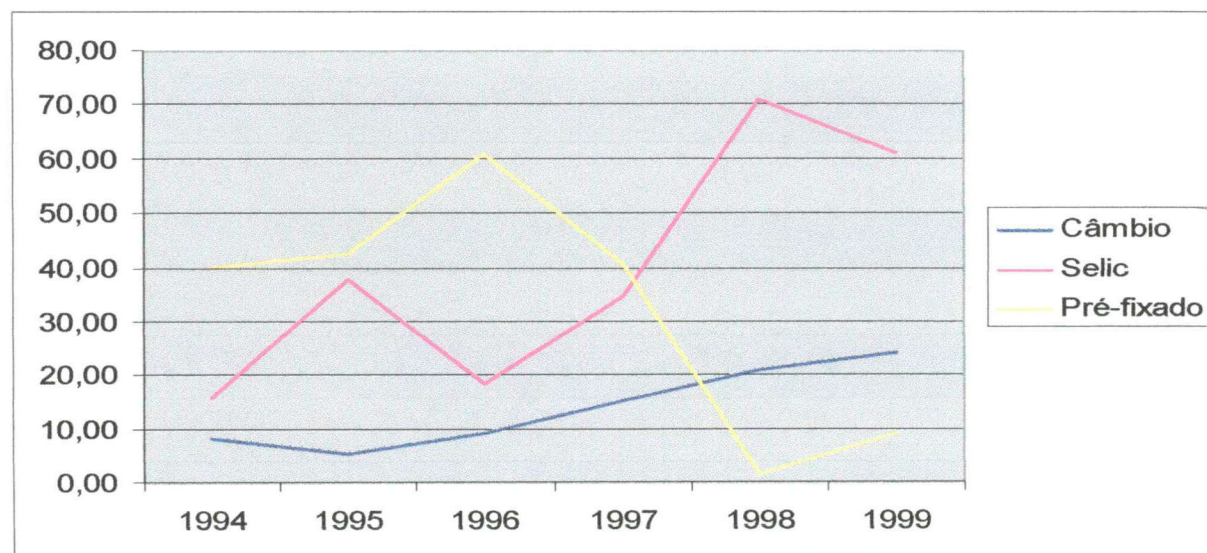
GRÁFICO 2 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS – 1994 – 1999



FONTE: Banco Central do Brasil

Como podemos observar tanto na tabela 5 como no Gráfico 2, é que os principais indexadores do período são os pré-fixados, o câmbio e a Over/Selic, que somados chegam a, aproximadamente, 90% do total. Portanto para maior clareza utilizarei apenas os títulos indexados a esses indexadores. O Gráfico 3 mostra a evolução dos referidos títulos no período.

GRÁFICO 3 – TRAJETÓRIA DOS TÍTULOS PRÉ-FIXADOS, INDEXADOS AO CÂMBIO E A SELIC – 1994 – 1999.



FONTE: Banco Central do Brasil

A partir do gráfico 3, pode-se verificar com maior clareza o que ocorreu com a composição dos títulos públicos. Os títulos pré-fixados haviam chegado a pouco mais de 60% do total em 1996, e terminam em 1998 com menos de 10%. Enquanto que os papéis indexados à Selic são em 1994 cerca de 16% e chegam em 1998 a mais de 70% do total. Os papéis indexados ao câmbio também aumentam fortemente sua participação no todo, que em 1994 era de menos de 10% e chega ao fim de 1998 a mais de 20%.

Como já citado acima, foi necessário emitir muito mais títulos indexados à taxa Selic e ao câmbio, frente aos títulos pré-fixados, pois aqueles eram os títulos que interessavam ao investidor. Mas qual razão dos papéis indexados ao câmbio e a Selic interessarem mais aos investidores que os papéis pré-fixados?

A resposta se encontra na base do Plano Real, que utilizava entre seus instrumentos de contenção da inflação, uma elevada taxa de juros e paridade cambial podendo variar para baixo, valorizando a moeda. Logo, quando se tem uma elevada taxa de juros com tendência de alta é natural que os agentes prefiram títulos pós-fixados à títulos pré-fixados, visto que, uma elevação na taxa de juros da economia desvalorizava este último e valorizava o primeiro. O que acontecia então era que o governo servia de *hedge* para os agentes privados pela necessidade de atrair capital para equilibrar o Balanço de Pagamentos.

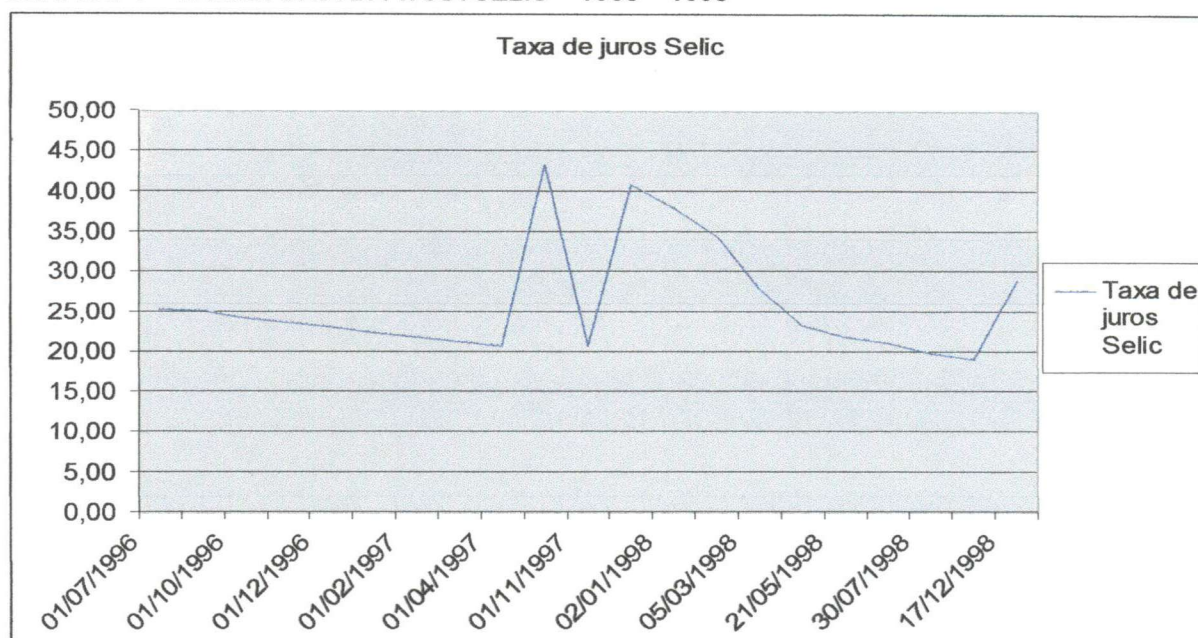
Percebe-se, a partir do Gráfico 3, que a forte expansão dos títulos indexados à Selic e ao câmbio ocorre após 1996, exatamente em função dos temores dos agentes econômicos em relação ao possível contágio da economia brasileira após a crise do México (1995), que fizeram com que o Brasil mantivesse elevada a taxa de juros básica da economia para tentar não perder muitas divisas. Porém, ocorreram perdas e estas pioraram com a crise da Ásia e a moratória da Rússia (1997 e 1998, respectivamente), conforme GIAMBIAGI *et al.* (2005).

A contrapartida do governo brasileiro é a elevação da taxa de juros e, esta elevação, tinha de ser suficiente para cobrir o risco iminente de a crise contagiar a economia brasileira, logo a elevação tinha de ser bastante acentuada. E de fato foi, como mostra o Gráfico 4.

Contudo, apesar da forte elevação da taxa de juros, a incerteza quanto aos rumos da economia levaram à perdas de divisas, sendo esta de uma grande magnitude, o que leva os agentes econômicos a indagar se a política de paridade

cambial seria sustentável ou até quando ela seria sustentada. Com isso começa um intenso ataque especulativo sobre o câmbio o que leva a aumentar a preferência por títulos indexados ao câmbio, pois os agentes apostam que logo ocorrerá a liberação cambial e uma grave desvalorização do Real.

GRÁFICO 4 – TRAJETÓRIA DA TAXA SELIC – 1996 – 1998



FONTE: Banco Central do Brasil

TABELA 6 – TAXA DE JUROS FIXADA PELO COPOM – 1996 – 1998

Período	Taxa de juros - Selic - fixada pelo Copom - (% a.a.)
01/07/1996	25,34
01/09/1996	25,05
01/10/1996	24,16
01/11/1996	23,58
01/12/1996	23,00
01/01/1997	22,42
01/02/1997	21,84
01/03/1997	21,27
01/04/1997	20,70
31/10/1997	43,41
01/11/1997	20,70
01/12/1997	40,92
02/01/1998	38,00
29/01/1998	34,50
05/03/1998	28,00
16/04/1998	23,25
21/05/1998	21,75
25/06/1998	21,00
30/07/1998	19,75
03/09/1998	19,00
17/12/1998	29,00

FONTE: Banco Central do Brasil

Pode-se verificar que, de fato, o período que ocorre o aumento da preferência por títulos públicos indexados a Selic (Gráfico 3) combina com o período das crises e da acentuada elevação da taxa Selic (Gráfico 4). Assim como a preferência por títulos indexados ao câmbio também está sendo correspondida. Além disso, é preciso notar que o período que começa o forte aumento da dívida pública (Gráfico 1), corresponde ao período em que os títulos indexados à Selic e ao câmbio se tornam maioria (Gráfico 3), ou seja, esse fato explica o aumento contínuo da DLSP. Pois, tomando-se como referência a trajetória da Selic (Gráfico 4), a trajetória da composição da dívida pública (Gráfico 3) e a trajetória da dívida pública (Gráfico 1), verificamos que as elevações na taxa Selic representaram relevante acréscimo no endividamento público, acréscimo este que é constante e não apenas em determinado momento.

O que se pode concluir, conforme CARNEIRO (2.002), é que “a disparidade entre a taxa de juros que remunera as reservas e a dívida interna faz que essa última cresça mais rapidamente”.

Com base no exposto acima, o principal fator que representa a elevação da dívida pública no período de 1994 a 1999 é o perfil que a dívida pública obteve, principalmente a partir de 1996. É notório também que o perfil que se tem neste período, deixou o país extremamente vulnerável à choques externos, pois, como se verificou, a necessidade de elevar a taxa de juros fez com que a dívida pública também tivesse forte elevação. E pelo perfil da dívida e pela despesa com juros que a dívida causava, complicava ainda mais a situação de um país que já tinha baixos investimentos e um crescimento também muito baixo.

Conforme CARVALHO (2005, p. 389), “o colapso do regime cambial de 1994 – 1998 elevou a dívida a níveis insustentáveis. O estoque muito alto – com a incorporação da desvalorização do real nos títulos corrigidos pelo câmbio – se combinou com a prática de juros também muito altos para garantir a solvência do balanço de pagamentos”.

Verificaremos a seguir, que o próximo período (1999 – 2007) é marcado pela liberação cambial e pela utilização de um regime de metas de inflação. Estes dois fatores terão implicações sobre o perfil da dívida pública, bem como sobre o montante da dívida. Portanto, analisarei quais as implicações da adoção do regime de metas de inflação sobre a dívida pública e seu perfil, assim como analisarei a

vulnerabilidade que a economia brasileira esteve exposta no período. Será possível verificar a transformação acentuada que o perfil do endividamento público sofreu principalmente no que tange aos seus indexadores.

## 4 MUDANÇA DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA

A dívida pública inicia 1999 caracterizada por títulos pós-fixados e indexados ao câmbio, porém chega em 2007 com outra característica, sendo a maior parte da dívida indexada a títulos pré-fixados. Com base neste fato, neste capítulo analisarei os motivos e as condições para a ocorrência de tal mudança, e qual a implicação deste fato sobre a atividade econômica. Veremos que a principal causa se encontra no fato dos títulos públicos serem usados como instrumento para dar proteção ao setor privado. E também pelas expectativas do mercado e os rumos das políticas econômicas.

O ano de 1999 se inicia com, o já previsto, abandono da âncora cambial por parte do governo brasileiro, que por motivos eleitoreiros segura até 99 a liberação cambial. Este é um momento crucial para a economia do país, especialmente para o endividamento público. Como grande parte da dívida estava atrelada a variação cambial, quando ocorre a liberação e, a já esperada forte desvalorização do Real, a DLSP tem um grande aumento. Além disso, neste momento o Brasil passa a utilizar o regime de metas de inflação como política para manter o controle inflacionário. Todo este cenário terá implicações sobre o perfil da dívida pública e, conseqüentemente, mudará o retrato da dívida pública brasileira.

### 4.1 EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO PÓS 1999

Veremos agora qual foi a importância da variável câmbio no que diz respeito ao crescimento da dívida pública brasileira, visto que, esta variável passou a ser flutuante a partir do ano de 1999. Será possível perceber que, em função da composição da DLSP, a liberalização cambial repercutiu fortemente sobre este montante.

De acordo com CARNEIRO (2002, p.395), "após 1998, a crescente pressão para desvalorização do câmbio e a sua posterior flutuação tiveram um impacto significativo na dívida pública líquida". Pois, vale lembrar que o governo serviu como *hedge* para o setor privado, na medida em que ofereceu como remédio da crise cambial títulos com correção à variação do câmbio. Assim, protegeu o setor privado da desvalorização, porém fez a dívida brasileira majorar.

TABELA 7 – TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$) – 1994 – 2007

Período	Taxa de câmbio - R\$ / US\$
1994	0,84
1995	0,97
1996	1,04
1997	1,12
1998	1,21
1999	1,79
2000	1,95
2001	2,32
2002	3,53
2003	2,89
2004	2,65
2005	2,34
2006	2,14
2007	1,77

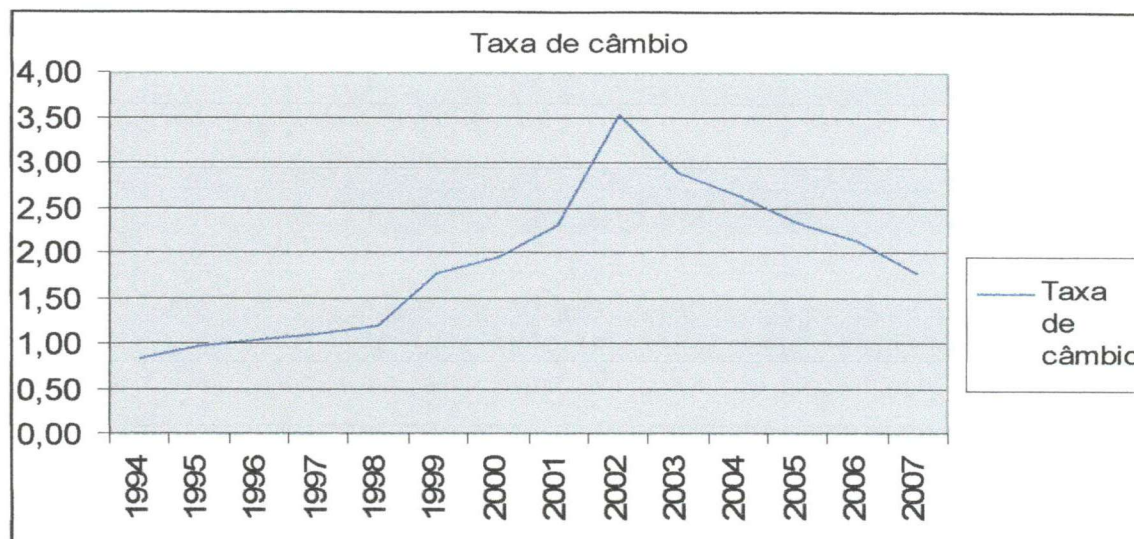
FONTE: Banco Central do Brasil

Nota-se pela Tabela 7 que a taxa de câmbio no início do Plano Real estava no patamar de R\$ 0,84 e chega a 1998 à R\$ 1,21, no auge do ataque especulativo sobre a moeda. Isso representa uma desvalorização de aproximadamente 43% num período de quatro anos. Porém, em 1999, quando ocorre a liberação cambial, a desvalorização do Real é grande, chegando a uma taxa cambial Real/Dólar de R\$ 1,79. Ou seja, uma desvalorização de 48% em apenas um ano. Na realidade de acordo com dados do Bacen, em dezembro de 1998 a taxa de câmbio estava em R\$ 1,21 e já em janeiro de 1999 essa relação chegou a R\$ 1,98, o que representa um salto de 64% em um espaço de tempo muito pequeno, menos de um mês.

Esse fato sem dúvida teve implicações sobre o endividamento público, visto que, neste período grande parte da dívida estava atrelada ao câmbio, por motivos já argumentados no capítulo anterior.

No Gráfico 7, temos a trajetória da DLSP a partir de 1998, podemos notar que na passagem de 1998 para 1999 em apenas 1 ano, a DLSP dá um salto de aproximadamente 6%. Pairando sobre as referências de que no final de 1998 e início de 1999, cerca de 21% dos títulos da dívida estavam indexados ao câmbio, fica claro entender que a variação cambial representou boa parte desta variação de 6% da DLSP. Pois, todos esses títulos indexados ao câmbio aumentaram na mesma proporção da desvalorização cambial, ou seja, 48%.

GRÁFICO 5 – TAXA DE CÂMBIO – 1994 – 2007



FONTE: Banco Central do Brasil

A mesma opinião a respeito do aumento da dívida pública líquida entre 1998 e 2000 tem CARNEIRO (2002), que segundo ele se deve em boa parte “ao impacto da desvalorização sobre a dívida pública interna dolarizada, oferecida como *hedge* ao setor privado”.

Fica claro com os dados apresentados que - em função da proteção oferecida pelo governo aos agentes privados por meio do fornecimento de títulos com indexação cambial - a desvalorização do Real foi impactante para aumentar a DLSP. Mais uma vez chegamos a conclusão de que o perfil da dívida é o grande causador do aumento do endividamento público no período.

#### 4.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DÍVIDA PÚBLICA

Neste item apresentarei a essência do regime de metas de inflação adotado pelo Brasil, bem como suas conseqüências sobre o endividamento público e seu perfil. Veremos que a adoção desse regime teve impacto no perfil da dívida pública, e que esta terá alterações em sua composição com o andamento do regime de metas.

De 1994 até o início de 1999 a estabilização monetária foi baseada num regime de paridade cambial, que por razões já discutidas teve de ser abandonado. Para GIAMBIAGI *et al.* (2005, p. 177), “o governo ficou sem opção, e as desvalorização cambial foi uma imposição das circunstâncias, pois, em meados de

janeiro de 1999, ela se tornaria inevitável". Com este cenário se fazia necessário uma alternativa para que se mantivessem estabilizados os níveis de preços, foi então que surgiu para o Brasil o Regime de Metas de Inflação.

Segundo GIAMBIAGI *et al.* (2005), no regime de metas de inflação o Conselho Monetário Nacional (CMN) define uma meta para a inflação para o IPCA e o Banco Central, por meio da política monetária procura atingir a meta estabelecida. O instrumento utilizado pelo Banco Central é a taxa de juros base da economia – a taxa Selic. Desta forma, a política monetária passa a ter a função primordial de apenas controlar o nível da inflação, não sendo utilizada como instrumento para atingir um melhor crescimento do produto.

É notório também que através do regime de metas de inflação há uma maior transparência das políticas econômicas, visto que, a cada reunião do Conselho de Política Monetária (COPOM) - conselho que definirá a taxa SELIC com base na expectativa de inflação - o mesmo publica ATA da reunião demonstrando as razões e os rumos da política monetária do país. Além disso, trimestralmente é divulgado o Relatório de Inflação onde consta um maior detalhamento da inflação e suas projeções. Esse fato reduz as incertezas e, por conseqüência, os agentes terão uma percepção de que o risco diminuiu.

Observa-se que ao priorizar a meta da inflação para condução da política monetária, há uma manutenção de elevadas taxas de juros por parte do Banco Central. As implicações desse regime sobre o endividamento público e, por conseqüência, sobre seu perfil são grandes e será o objeto da análise do próximo tópico.

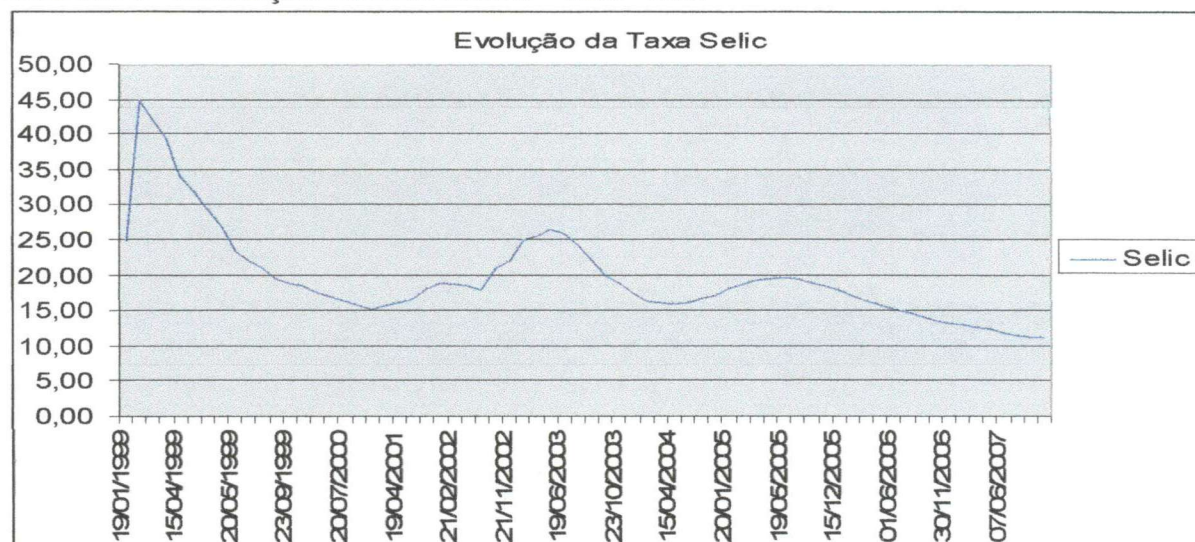
#### 4.3 EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS A PARTIR DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Este tópico tem como objetivo analisar o comportamento da taxa de juros da economia brasileira, no período pós-implantação do regime de metas de inflação. Será possível visualizar qual a importância desta variável sobre o comportamento da DLSP, principalmente em razão do perfil que esta possuía. Para tanto serão utilizados dados obtidos no Banco Central do Brasil.

Analisando-se o Gráfico 6, o que se nota é que a taxa Selic tem uma forte alta no início de 1999 e após esse ápice começa a ter uma tendência de queda que dura até meados de 2001 quando se inicia uma trajetória ascendente. Essa trajetória ascendente dura até a metade de 2003, momento em que novamente é iniciada uma trajetória descendente que - excluindo um intervalo de alta entre o final de 2004 e metade de 2005 - segue até o final de 2007.

Logicamente essa variação tem implicações sobre a composição da dívida pública, porém antes de discutirmos de que forma a dívida foi afetada por esta variação, é inevitável discutir os fatores que explicam a variação da taxa de juros no período.

GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC – 1999 – 2007



FONTE: Banco Central do Brasil

O primeiro grande ápice da taxa de juros (e a maior taxa de juros registrada pós-implantação do regime de metas) ocorre no início de 1999 exatamente no momento de implantação do regime de metas. Ou seja, essa alta se dá por motivos de incerteza, pois ocorre a implantação de um regime novo para conter a inflação em um país com um histórico nada positivo quanto ao controle da inflação, e, além disso, a referida implantação acontece logo após algumas crises mundiais.

As dúvidas quanto ao risco da economia brasileira se tornam crescentes neste momento, o que só faz as autoridades monetárias aumentarem a taxa de juros pago pela economia. O prêmio pago para quem trocasse a liquidez para investir na economia brasileira tinha de cobrir o risco que o mercado enxergava. Além disso, o

próprio fato da maxi desvalorização da moeda, levou a necessidade da elevação da taxa de juros base da economia, para conter a inflação.

Porém, mesmo com as incertezas, o que se verifica é que nos dois primeiros anos do regime de metas, o Brasil consegue atingir a meta, é claro se levando em consideração os limites de flutuação estabelecidos em torno da meta. Esse fato permitiu que a taxa Selic fosse sendo vagarosamente reduzida até o início de 2001. Nesse ano dois fatores são os principais responsáveis pela elevação da taxa de juros: o primeiro a crise energética que assolava o país; e em segundo a crise da Argentina. Esses dois fatores causavam fortes pressões inflacionárias, que por conseqüência, em função da política econômica vigente, fazia com que o Banco Central elevasse a taxa de juros. Mesmo assim, neste ano, a meta de inflação não foi atingida.

No início de 2002 o COPOM volta a reduzir a Selic, porém este era um ano de eleições presidenciais e as pesquisas mostravam que o candidato favorito era o candidato da esquerda. Este candidato, enquanto oposição, sempre defendeu discursos contrários ao pagamento da dívida pública e ao regime de metas de inflação. Havia certo temor em relação a uma possível decretação de moratória no ano de 2003. É claro que novamente se cria um forte ambiente de incerteza em relação ao futuro da economia brasileira.

Segundo GIAMBIAGI *et al.* (2005, p. 197), “o mercado pareceu durante muito tempo entender que o compromisso com a estabilidade e a austeridade era do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), junto com seu Ministro da Fazenda (Pedro Malan) e o Banco Central (BC). Havia dúvidas, porém, sobre até que ponto esses compromissos seriam mantidos pelo governo seguinte”. Em outubro de 2002 a taxa de juros volta a subir em função do que ficou conhecido como “risco-Lula”, visto que, Lula é o nome do candidato de esquerda cotado para ser o novo presidente do Brasil. E as elevações se mantêm até o final do ano, com a taxa Selic fechando o ano em 25%, e mesmo assim a meta de inflação não é atingida.

O que ocorre de fato é que Lula vence as eleições e, por conseqüência, as incertezas dos agentes continuam crescendo, mesmo com Lula tendo publicado durante a campanha eleitoral (em 22 de junho de 2002) uma “carta ao povo brasileiro”. Nesta carta, o então candidato busca reduzir as expectativas em relação

ao seu mandato afirmando que irá manter o regime de metas de inflação e que cumprirá com o pagamento da dívida brasileira.

Mesmo com o novo presidente mantendo a política econômica do governo anterior e cumprindo com todas as obrigações que a economia brasileira assumiu, as pressões continuam por um período e a taxa de juros só volta a cair em junho de 2003, mantendo a tendência de queda até setembro de 2004. Nesse momento, em função da desvalorização da moeda e da alta do petróleo, volta a haver pressões inflacionárias e, de acordo com a política vigente, a tendência da Selic passa a ser uma crescente, durando até setembro de 2005. Deste momento em diante, há apenas queda da taxa de juros, sendo que esta fecha 2007 em 11,25%, o que significa a menor taxa de juros da economia brasileira desde a implantação do regime de metas de inflação.

É notório que apesar de ter chegado em 2007 com a menor taxa de juros no Brasil, ainda era a maior taxa de juros real do mundo, característica essa que se manteve por todo o regime de metas de inflação. Esse sem dúvida se torna um grande entrave para o crescimento do produto da economia, porém parece que a preocupação das autoridades monetárias não é o crescimento econômico e, unicamente, o controle da inflação. Mas vale lembrar que essa manutenção de elevadas taxas de juros, não apenas afeta o crescimento do produto, mas também o montante da dívida e seu perfil.

Veremos a seguir o comportamento da dívida pública após a implantação do Regime de Metas de Inflação, e qual a importância do perfil para tal comportamento.

#### 4.4 A DÍVIDA PÚBLICA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste item, estudarei o comportamento da dívida pública durante o regime de metas de inflação, bem como as alterações na composição da dívida, buscando os fatores que determinaram tal comportamento.

Analisando o Gráfico 7, é possível perceber que a dívida líquida do setor público cresceu, rigorosamente a cada ano, até 2003. A partir deste ano a DLSP passou a seguir uma trajetória decrescente. O que mais impressiona é o crescimento que a dívida pública tem de 1998 para 1999. Naquele ano a dívida era

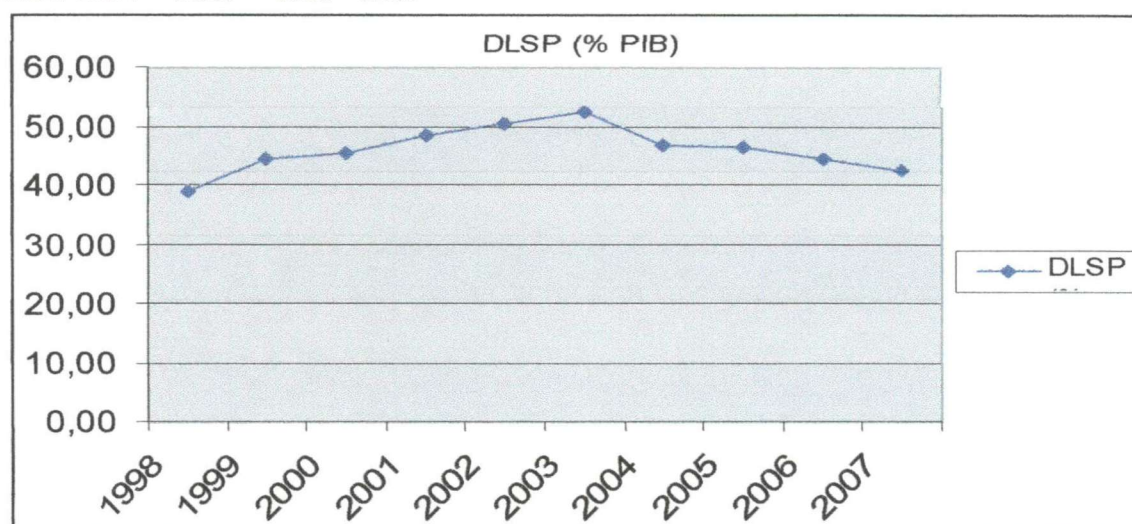
de, aproximadamente 39%, e já em 1999 ela chega a 44,53% (conforme mostra a Tabela 8), isso representa um aumento em torno de 6% em apenas um ano.

TABELA 8 – DLSP – 1998 – 2007

Período	DLSP - R\$(milhões)	DLSP (% PIB)
1998	385.869,63	38,94
1999	516.578,67	44,53
2000	563.163,14	45,54
2001	660.867,01	48,44
2002	881.108,07	50,46
2003	913.145,13	52,36
2004	956.996,39	46,99
2005	1.002.484,66	46,47
2006	1.067.363,48	44,72
2007	1.150.357,31	42,67

FONTE: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 7 – DLSP – 1998 – 2007



FONTE: Banco Central do Brasil

Tendo como referência os itens 4.3 e 4.1, vamos verificar que os responsáveis pela evolução do endividamento foram as variações da Selic e da taxa de câmbio. Mas é claro que esses dois fatores só tiveram grande relevância em função do perfil da dívida pública naquele momento.

A Tabela 9 apresenta a composição dos títulos públicos federais por indexador, tendo apenas os principais indexadores sendo analisados. A Tabela compreende o período pós-implantação do Regime de Metas de Inflação. Realizando uma análise imediata, é possível notar que a composição da dívida

sofreu uma variação radical tendo como base o ano de 1999. Pelo Gráfico 8 é possível notar essa mudança com maior clareza, podendo perceber que o ano de 2003 é quando ocorre a intensificação da alteração do perfil do endividamento público.

TABELA 9 – COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR INDEXADOR – 1999 - 2007

Período	Títulos federais indexados ao câmbio (%)	Títulos federais indexados à Over / Selic (%)	Títulos federais pré-fixados (%)
1999	24,23	61,09	9,19
2000	22,45	52,66	14,88
2001	29,50	54,42	8,06
2002	20,29	55,15	1,98
2003	10,03	57,01	11,62
2004	4,87	53,99	18,98
2005	2,63	50,59	27,22
2006	1,23	35,86	34,25
2007	0,83	29,41	32,86

FONTE: Banco Central do Brasil

Em 1999 a característica da dívida pública era de ter em sua maioria títulos pós-fixados (aproximadamente 61%) e títulos indexados a taxa de câmbio (aproximadamente 24%), que juntos significam 85% do total da dívida pública. Os motivos de, em 1999, a dívida pública ter este perfil já foi discutido no capítulo 3, e agora iremos nos ater a discussão do impacto que este perfil teve no montante da dívida pública, pois, como já citado acima, na passagem de 1998 para 1999 a DLSP dá um salto de cerca de 6%.

Pois bem, recordemos que em 1.999 ocorre a liberação cambial (o câmbio se torna flutuante), e devido ao ataque especulativo que já vinha ocorrendo desde 1998, ocorre uma forte desvalorização do Real, em torno de 43%. Como cerca de 24% da dívida estava atrelada à taxa de câmbio, houve um aumento da dívida proporcional a este montante.

Juntamente com essa desvalorização, ocorre uma elevação extremamente grande da taxa de juros da economia, o que sem dúvida repercute no total da dívida, pois mais da metade do endividamento estava indexado a taxa de juros. Sendo assim, parece claro que o pulo de 6% no total da DLSP, ocorrido em 1999, se deve

a variação cambial e a taxa de juros, visto que, não há outros fatores naquele momento que tenham grande significância em relação à dívida pública.

No ano 2000 há uma alteração significativa na composição dos títulos, porém em 2001 e 2002, pelo fato da crise de energia, da crise Argentina e das eleições presidenciais, que geraram bastante incerteza em relação a algumas variáveis da economia, o perfil do endividamento volta a ter a mesma característica de 1999. É notório que em 2001 a participação dos títulos indexados ao câmbio aumenta para 29,50% em razão da tendência de depreciação do Real. (CARVALHO, 2.005).

Já em 2003 ocorre uma intensificação na mudança do perfil da dívida pública, por parte do governo, aproveitando um momento que os investidores estavam interessados em títulos pré-fixados. Então o perfil da dívida que possuía uma “cara” de pós-fixado e de curto prazo, começa a dar sinais de que pode se tornar uma dívida com mais papéis pré-fixados.

Então de fato 2003 era um momento muito oportuno para a substituição dos papéis da dívida pública, pois a inflação estava controlada e as incertezas em relação ao novo governo começam a diminuir. Isso ocorre pelo fato do governo Lula manter as mesmas políticas econômicas do governo Fernando Henrique Cardoso e respeita todas as obrigações assumidas pelo mandato anterior. (CARVALHO, 2005)

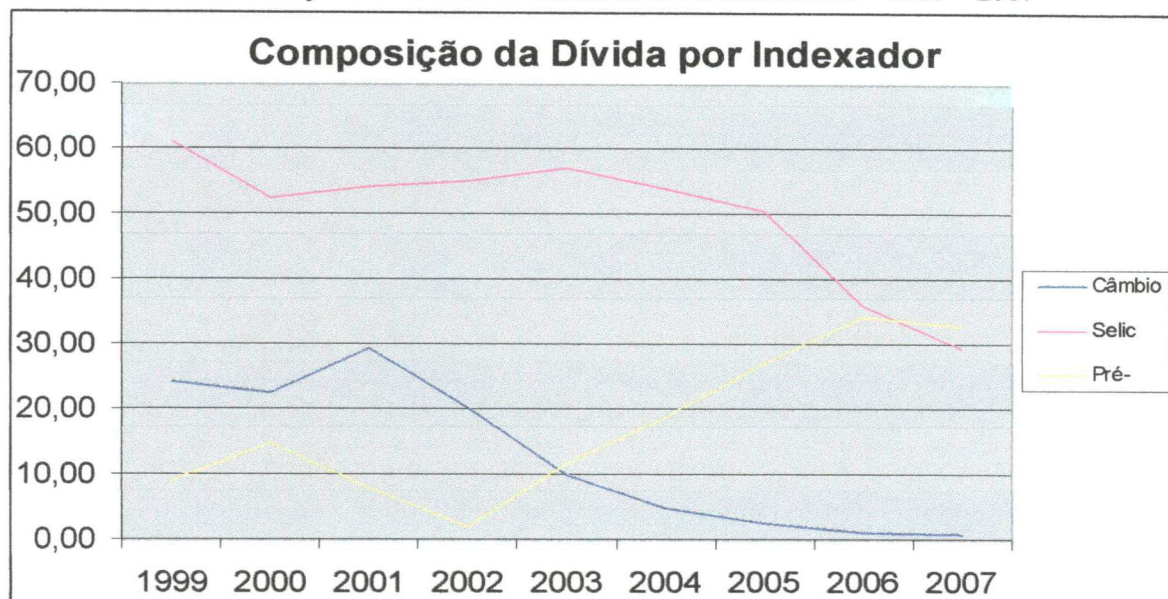
Desta forma, com a manutenção do regime de metas cada vez as incertezas diminuem mais, pois as condutas das políticas econômicas se tornam mais transparentes, o que reduz as incertezas em relação as condutas que serão tomadas pelo governo. Logo é de conhecimento do mercado que a conduta da política monetária seria de redução da taxa de juros, assim como uma valorização do Real estava acontecendo e ainda seria intensificado, pois com a redução das incertezas o capital estrangeiro voltaria em grande escala para o país.

Com esse cenário, os investidores que possuíam papéis indexados a taxa Selic ou ao câmbio, estavam desejosos de trocá-los por papéis pré-fixados. Neste momento o movimento dos agentes econômicos foi no sentido contrário daquele ocorrido no final da década de 1990.

Ora, parece óbvio que se você tem em mão um papel indexado a determinado índice e que se a tendência desse índice é de queda, então sua posição será de vender o referido papel e comprar um papel que lhe garanta um

retorno maior do que será obtido após a queda do índice. E no momento a oferta do governo para a substituição dos papéis indexados a Selic e ao câmbio eram os papéis pré-fixados.

GRÁFICO 8 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA POR INDEXADOR – 1999 – 2007



FONTE: Banco Central do Brasil

Como se pode observar no Gráfico 8, de fato a partir de 2003 há um grande aumento da participação de títulos pré-fixados em detrimento da participação de títulos indexados à Selic e a taxa cambial. Em 2006 a participação do câmbio no total da dívida é muito pequeno, em torno de 1%, enquanto que a participação de papéis indexados a Selic é quase a mesma de papéis pré-fixados, cerca de 35%. E 2007 é o ano que marca a superação dos títulos pré-fixados sobre os títulos indexados à Selic, enquanto que o câmbio se torna praticamente insignificante, com menos de 1% de participação no total da dívida pública brasileira.

Aparentemente este novo perfil, no qual a maior parte da dívida está atrelada a títulos públicos pré-fixados, torna o país e, especificamente, o endividamento da economia, menos vulnerável à choques externos, como os que ocorreram no final da década de 90. De acordo com GIAMBIAGI (2006, p. 17), “um dado importante a ser ressaltado é a redução da exposição cambial dos títulos da dívida interna, claramente um elemento que distingue o que aconteceu antes e depois de 2003”.

Como podemos observar os autores da teoria convencional mostram que o perfil da dívida pública mudou e que este fato é muito relevante. Porém, não explicam de maneira satisfatória as razões para as mudanças do perfil da dívida. Este trabalho apresenta com base na teoria keynesiana (itens 2.1 e 2.2) as razões pelas quais a dívida pública brasileira estava, no ano de 1994, com um determinado perfil e chegou a 2007 com outro perfil. Vale salientar aqui que essas razões se enquadram na preferência pela liquidez e na visão de títulos públicos como instrumentos para drenar a liquidez do sistema e servir de *hedge* ao setor privado.

De fato, a mudança no perfil da dívida pública brasileira é um fato muito importante a ser ressaltado. Com a maior parte da dívida atrelada a títulos pré-fixados se torna mais fácil a administração desta dívida, bem como o país está um pouco mais protegido de crises internas ou externas que venham a modificar algumas variáveis da economia brasileira. Como por exemplo, se houver necessidade de elevação da taxa de juros em função de uma crise internacional ou até uma variação que corresponda a uma desvalorização cambial.

Em síntese podemos concluir que o atual perfil da dívida pública é melhor do que aquele que observamos durante a segunda metade da década de 90 e o início do século XXI.

Saliento também que a teoria convencional explica o crescimento da DLSP no período de 1994 a 2007 através, principalmente, do déficit. Porém, este trabalho mostra que a elevação da dívida pública neste período se deve, principalmente, ao perfil que a dívida pública possuía. Sendo assim, explicamos o crescimento da dívida por meio da própria dívida. Quero dizer que o fato do perfil da dívida permitir que esta fosse muito vulnerável a choques externos fez com que, em função das crises e mudanças nas políticas econômicas do período, a DLSP aumentasse. Cada aumento na taxa de juros repercutia diretamente no montante do endividamento, via aumento de encargos financeiros. As variações cambiais da mesma forma atingiam diretamente a dívida pública. Conclui-se então que o aumento da dívida pública no período se deve, principalmente, ao perfil da dívida pública brasileira.

## 5. CONCLUSÃO

Todo o estudo aqui realizado visando entender as mudanças no perfil da dívida pública, bem como quais as repercussões que tal perfil teve na economia e no montante do endividamento, nos leva a conclusão de que a evolução da DLSP no período de 1994 a 2007 se deve, na sua quase totalidade, ao perfil que a dívida pública possuía.

Concluimos também, que a visão da teoria convencional de que a dívida cresce em função, principalmente, dos déficits públicos está equivocada. Além disso, esta teoria não traz explicações a respeito do perfil da dívida pública. No desenvolvimento deste trabalho se conseguiu explicar, dentro da teoria keynesiana, as razões da composição da dívida pública, e esta composição explica o crescimento da dívida a partir do ano de 1994.

Com a primeira parte deste trabalho concluimos que os agentes econômicos definem a forma como guardarão sua riqueza futura, com base em suas expectativas. Sua preferência pela liquidez irá aumentar ou diminuir de acordo com a incerteza com relação ao futuro. Verificamos também que os títulos públicos têm como finalidade drenar o excesso de liquidez e manter a taxa de juros da economia no patamar definido pelas autoridades econômicas, ou seja, é uma alternativa rentável para os agentes conservarem suas riquezas para gastos futuros, enquanto é utilizado como instrumento de política econômica.

Além desta finalidade, os títulos públicos são utilizados como instrumento de *hedge* para o setor privado. Essa proteção serve para acalmar os agentes privados em momentos de crise, garantindo-lhes que não terão perda de sua riqueza. Por exemplo, se o país está a ponto de entrar em uma crise cambial com grande desvalorização da moeda, o governo poderá emitir títulos indexados à taxa de câmbio para que os agentes privados não tenham prejuízo. Este fato ocorreu no Brasil no final da década de 90. Sendo assim, os títulos públicos são usados como *hedge* do mercado para momentos de turbulência e, em momentos mais tranquilos têm como função drenar a liquidez da economia. Por esta razão é que chegamos a explicação do perfil da dívida pública brasileira.

Em síntese, podemos dizer que em função das crises que atingiram as economias emergentes na década de 90, assim como as políticas adotadas pelo

Brasil e a campanha eleitoral de 2002, determinaram o perfil da dívida pública brasileira nestes momentos. Pois, para dar garantias aos agentes privados o governo emitiu títulos que descem garantias a esses agentes, neste caso títulos indexados ao câmbio e títulos pós-fixados. A partir do ano de 2003 com as incertezas reduzidas e com um ambiente econômico favorável, o governo intensificou o processo de mudança no perfil da dívida pública que passa a ser de títulos pré-fixados.

Em função desta utilização dos títulos é que o perfil da dívida pública variou neste período e, em cada fase repercutiu de alguma forma no total da dívida pública. Mais uma vez mostramos que a visão da teoria convencional que tenta explicar o crescimento da dívida pública e o montante desta dívida, apenas por meio das NFSP (Necessidade de Financiamento do Setor Público) está equivocada. Pois como vimos os títulos públicos não tem a função de financiar o déficit público, mas pelo contrário, ou servem como *hedge* ou como instrumento para enxugar o excesso de liquidez.

Além disso, verificamos que a dívida pública não teve um aumento pontual, mas sim teve um crescimento constante. Este fato sustenta a nossa alegação de que o aumento da dívida se deve a própria dívida, à forma como ela está indexada. A trajetória do aumento da dívida equivale com a trajetória da taxa Selic e da taxa cambial, exatamente quando o perfil da dívida mostrava que esta era indexada em sua maior parte à títulos cambiais e pós-fixados. Após esta análise, pode-se dizer que o perfil da dívida pública explica o montante da dívida, porém o contrário (o montante explicar o perfil) não acontece.

Por fim concluímos que o atual perfil da dívida pública brasileira (com a maior parte dos títulos sendo pré-fixados) tende a ser melhor do que o perfil anterior no qual a maior parte dos títulos era pós-fixado. Isto em razão de que com títulos públicos pré-fixados a economia se torna menos vulnerável a choques e, por consequência, o montante da dívida não sofrerá grandes elevações em momentos de instabilidade.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/> Acesso em: 15 jul. 2008.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002.  
Citação: CARNEIRO (2002)

CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.  
Citação: CARVALHO *et al.* (2000)

CARVALHO, C. E. *et al.* **Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social**. São Paulo: Manole, 2005.  
Citação: CARVALHO *et al.* (2005)

CARVALHO, C. E. **Finanças Públicas e Estabilização no Plano Real: Uma Reinterpretação**. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Textos para discussão 04/01. São Paulo, 2001. Disponível em: <[www.ie.ufu.br/ix\\_enep\\_mesas/Mesa%2013%20.../Finanças%20Públicas%20no%20Plano%20Real.pdf](http://www.ie.ufu.br/ix_enep_mesas/Mesa%2013%20.../Finanças%20Públicas%20no%20Plano%20Real.pdf)> Acesso em: 13. set. 2008.

CANUTO, O.; CURADO, M. **Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina**. Economia e Sociedade, Campinas (16): 43-64, jun. 2001. Disponível em: <[www.eco.unicamp.br:8888/seer/ojs/include/getdoc.php?id=184&article=133&mode=pdf](http://www.eco.unicamp.br:8888/seer/ojs/include/getdoc.php?id=184&article=133&mode=pdf)> Acesso em: 26. abr. 2008.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 14ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.  
Citação: FORTUNA (2000)

FRANCO, G.H.B. **Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs**. Puc-Rio, 2006. Disponível em: <[www.econ.puc-rio.br/gfranco/LFTs\\_final\\_revista.PDF](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/LFTs_final_revista.PDF)> Acesso em: 24. out. 2008.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005  
Citação: GIAMBIAGI *et al.* (2005)

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.  
Citação: GIAMBIAGI e ALÉM (2000)

GIAMBIAGI, F. **A Política Fiscal do Governo Lula em Perspectiva Histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?** IPEA. Rio de Janeiro, mar. 2006. Disponível em: <[www.ipea.gov.br/pub/td/2006/td\\_1169.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2006/td_1169.pdf)> Acesso em: 20. out. 2007.

GREMAUD, A. P. *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

Citação: GREMAUD *et al.* (2007)

KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

Citação: KEYNES (1983)

WRAY, L. R. **Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.

Citação: WRAY (2003)

WRAY, L. R. **A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos**. *Revista de Economia*, v. 32, n. 2 (ano 30), p. 43-62, jul./dez. 2006. Editora UFPR. Disponível em: <[ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/economia/article/viewPDFInterstitial/7727/5500](http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/economia/article/viewPDFInterstitial/7727/5500)>. Acesso em: 29. set. 2008.