

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

IVAN LOPES BEZERRA FERRAZ

Um estudo sobre a estrutura e análise de risco da dívida pública no período pós-plano Real

ORIENTADOR: PROF. RUDINEI TONETO JÚNIOR

Ribeirão Preto
2007

IVAN LOPES BEZERRA FERRAZ

Reitora da Universidade de São Paulo
Prof^a. Dr^a. Suely Vilela

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior

Chefe do Departamento de Economia
Prof. Dr. Sérgio Kannebley Júnior

UM ESTUDO SOBRE A ESTRUTURA E ANÁLISE DE RISCO DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-PLANO REAL.

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rudinei Toneto Jr.

RIBEIRÃO PRETO

2007

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

FICHA CATALOGRÁFICA

Ferraz, Ivan Lopes Bezerra

**Um estudo sobre a estrutura e análise de risco da dívida pública no período pós-plano Real. Ribeirão Preto, 2007.
78 p. : il. ; 30cm**

**Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Economia Aplicada.
Orientador: Toneto Jr., Rudinei.**

1. dívida pública. 2. composição patrimonial. 3. volatilidade.

ERRATA

| Folha | Linha | Onde se lê | Leia-se |
|-------|-------|--------------------|-----------------------|
| 23 | 20 | atrelado-a títulos | atrelando-a a títulos |
| 32 | 1 | Bacen | BACEN |
| 32 | 2 | Bacen | BACEN |
| 37 | 8 | Petrobras | PETROBRAS |
| 37 | 14 | Cide | CIDE |
| 42 | 16 | Bacen | BACEN |
| 43 | 15 | do >PIB | do PIB |
| 46 | 15 | EsSas | Essas |
| 46 | 17 | EsSe | Esse |
| 49 | 22 | Petrobras | PETROBRAS |
| 52 | 2 | pré-fixados | prefixados |
| 56 | 19 | atrelada a taxa | atrelada à taxa |
| 59 | 22 | títulos dívida | títulos da dívida |
| 65 | 8 | (LTN para meses) | LTN para 9 meses |
| 73 | 4 | fator destaque | fator de destaque |

FOLHA DE APROVAÇÃO

Ivan Lopes Bezerra Ferraz

Um estudo sobre a estrutura e análise de risco da dívida pública no período pós-plano Real.

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre. Área de concentração: economia.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. (a) Dr.(a) _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. (a) Dr.(a) _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. (a) Dr.(a) _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

Aos meus pais e, pela eterna dedicação.

**E à minha noiva,
pela compreensão e amor.**

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a Deus que me concedeu a graça de poder fazer este mestrado.

Agradeço aos meus pais, Roberto e Iraci, por terem me dado todo o apoio em meus estudos além de terem me ensinado grandes valores morais.

Agradeço à minha noiva, Sandra, por ter me incentivado a prestar o mestrado, fazer vários sacrifícios e me apoiar em todos os momentos de minha vida. Obrigado pelo estímulo, pela confiança e por você existir.

A minha vó, Izaura, por rezar e sempre pensar no melhor para mim.

Agradeço ao meu orientador, o professor Rudinei Toneto Júnior, pela orientação ao longo da minha dissertação.

Gostaria também de agradecer ao professor Renato Leite Marcondes por ter me ensinado a preparar uma excelente aula durante o programa PAE, além de me incentivar e estar sempre disponível para trocar idéias. Agradeço também ao professor Júlio Manuel Pires pelo bom contato desde os tempos em que fiz iniciação científica na PUC-SP e muito me ajudou com as suas críticas à minha dissertação.

Agradeço aos colegas de mestrado e graduação que fiz ao longo do mestrado, especialmente: Paulo, Mara, Priscila, Manella, Flávio e Flávio Glette.

Agradeço aos professores e colegas da PUC-SP, onde fiz a minha graduação, conheci minha noiva e outras pessoas maravilhosas e dei os meus primeiros passos rumo ao mestrado ao fazer dois anos iniciação científica. Gostaria de ressaltar o nome de alguns deles: o professor Samuel Kilsztajn, que foi o meu orientador de iniciação científica, a professora Regina Gadelha que é uma pessoa extremamente culta e amiga e o professor Waldecy, que ministrou aulas fantásticas e no mínimo muito curiosas, além de ter um grande senso de humor.

Gostaria de agradecer aos funcionários da Casa de Hóspedes da USP e da secretaria da FEA-RP pela organização e pelo bom atendimento prestado. Gostaria de agradecer à bibliotecária Maria Cristina pela paciência e ajuda em me auxiliar a deixar a minha dissertação dentro do correto padrão.

E por último gostaria de agradecer a algumas pessoas que me ajudaram a tornar mais fácil a vida longe de casa, por terem uma energia muito positiva: à professora do CEFER Maria Ângela, ao funcionário do CEFER Fausto e às funcionárias da biblioteca e COMUT.

ΕΠΙΓΡΑΦΕ

“Epi ta deipna ton philon bradeos poreuou.

Epi de tas atychias tacheos.”

Quilon.

RESUMO

FERRAZ, Ivan Lopes Bezerra Ferraz. **Um estudo sobre a estrutura e análise de risco da dívida pública no período pós-plano Real**. 2007. 78 f. Dissertação (mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

A dívida pública apresentou uma profunda deterioração a partir do início do plano Real, destacando-se os dois choques cambiais: de 1999 e 2002. De acordo com a literatura sobre o tema as questões institucionais e a composição patrimonial desempenham um importante papel para explicar o comportamento da dívida. O presente trabalho pretende avaliar os fatores que levaram ao aumento da dívida pública no período recente, pós-plano Real. Para tal busca-se entender o arcabouço regulatório e macroeconômico em que se insere a dívida pública brasileira. Feito isto, busca-se compreender não só o montante da dívida, mas também a sua composição e os seus prazos de vencimento. Assim, pretende-se evidenciar como a composição, prazos de vencimentos e arcabouço regulatório afetam o desempenho fiscal. Alguns fatores mostram que a concentração da dívida atrelada a indexadores como a taxa de câmbio e a taxa SELIC tornam o comportamento da dívida muito volátil em momentos de crise e, por conseguinte, provocariam uma deterioração fiscal. A redução do risco sistêmico e a migração de títulos pós-fixados para prefixados levaria a uma redução do risco (volatilidade) da dívida. Por outro lado, a utilização de títulos prefixados pode significar custos maiores em momentos de estabilidade e prazos menores, devido aos riscos inerentes à economia brasileira. Os resultados obtidos evidenciam um grande aumento da volatilidade da dívida em 1999 e em 2002, períodos que foram marcados pela elevada participação de títulos atrelados ao câmbio e à taxa SELIC. A partir do governo Lula evidencia-se um melhor resultado das contas públicas em virtude da evolução do arcabouço institucional, iniciado no Plano Real, e a redução da volatilidade da dívida. Destaca-se também a volta de uma participação significativa dos títulos prefixados, o que não se observava desde os anos iniciais do plano-Real.

Palavras-chave: dívida pública, composição patrimonial, volatilidade.

ABSTRACT

FERRAZ, Ivan Lopes Bezerra Ferraz. **An essay about the structure and risk analysis of the public debt after Real plan.** 2007. 78 f. Dissertation (Master`s Degree) - Faculty of Economics, Business Administration and Accounting of Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

The public debt has presented a profound deterioration since the implementation of the Real plan, emphasizing the two shocks that affected the Brazilian exchange rate in 1999 and in 2002. In accordance with the literature concerning this theme institutional issues and the public debt index composition have an important role in order to explain public debt`s evolution. This paper intends to evaluate the factors that caused the recent public debt`s increase after the Real plan. In order to achieve it, this dissertation tries to explore the regulatory and the macroeconomic environment embodied in Brazil. After that, it tries to comprehend not only public debt`s amount, but also its composition and debt term. So, this dissertation intends to provide evidence how public debt`s composition, debt term and regulatory issues affect the fiscal result. Some factors provide evidence that debt indexed by the exchange rate and the interest rate SELIC cause a volatile behavior during crisis resulting in a fiscal deterioration. The systemic risk reduction and the migration from not fixed indexed bonds to fixed indexed bonds would reduce debt`s risk (volatility). However, the utilization of fixed indexed bonds can represent higher costs and larger debt term during stability moments due to the risks associated to the Brazilian economy. The results obtained provide evidence on the great increase in the debt`s volatility in 1999 and in 2002, periods that were distinguished by strong participation of bonds indexed to the exchange rate and SELIC rate. Since president Lula government it`s perceived a better fiscal result due to the evolution of the institutional environment, after the Real plan implementation, and also public debt`s volatile reduction. We emphasize also the return of a significant participation of fixed bonds, a fact that wasn`t observed since initial years of the Real plan implementation.

Keywords: public debt, public debt index composition, volatility.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|-----------|
| Tabela 1 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB) | 27 |
| Tabela 2 - NFSP com Desvalorização Cambial (em % do PIB)..... | 29 |
| Tabela 3 - Evolução da DLSP (%PIB) desagregado pelas 3 Esferas..... | 34 |
| Tabela 4 - Títulos Públicos Federais: participação por indexador (em % do PIB) | 40 |
| Tabela 5 - Características dos Principais Títulos Negociados..... | 57 |
| Tabela 6 - Principais Títulos e seus Indexadores (Nov/06 – Out/07 em R\$ Milhões)..... | 60 |
| Tabela 7 - Títulos Adquiridos por Instituições Financeiras Estrangeiras (R\$ Milhões) . | 64 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|--|-----------|
| Gráfico 1. Dívida externa x dívida interna (% do PIB) | 28 |
| Gráfico 2. NFSP: operacional x nominal (% do PIB) | 30 |
| Gráfico 3. Déficit nominal (% do PIB) | 36 |
| Gráfico 4. NFSP pelo conceito primário (% do PIB) | 37 |
| Gráfico 5. Evolução da DLSP (em % do PIB) | 39 |
| Gráfico 6. Evolução da taxa de câmbio (ptax) e da taxa de juros (selic) | 48 |
| Gráfico 7. Composição da DPMFi | 52 |
| Gráfico 8. Emissões líquidas da DPF (R\$ milhões) | 61 |
| Gráfico 9. Prazo médio da DPMFi (meses) | 64 |
| Gráfico 10. Perfil dos adquirentes em ofertas públicas: instituições financeiras nacionais e estrangeiras | 65 |
| Gráfico 11. Detentores de títulos públicos federais em poder do público – posição da carteira própria em dez/2006 | 66 |
| Gráfico 12. Evolução da volatilidade da DLSP/PIB (em % do PIB) | 69 |
| Gráfico 13. Composição da DPMFi por indexador em outubro de 2007 | 69 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 13 |
| 2 REVISÃO DA LITERATURA E CONCEITOS TEÓRICOS..... | 15 |
| 3 DESCRIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA..... | 26 |
| 3.1 Evolução da Dívida no 1º Governo FHC | 26 |
| 3.2 Evolução da Dívida no 2º Governo FHC | 35 |
| 3.3 Evolução da Dívida no 1º Governo Lula..... | 47 |
| 4 ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA | 51 |
| 4.1 Composição da Dívida..... | 51 |
| 4.2 Características e Análise de Risco da Dívida Pública Mobiliária Interna (DPMFi) | 57 |
| 5 CONCLUSÃO..... | 71 |
| REFERÊNCIAS | 75 |

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho pretende avaliar os fatores que levaram ao aumento da dívida pública no período recente, pós-plano Real. Para tal busca-se entender o arcabouço regulatório e macroeconômico em que se insere a dívida pública brasileira. Feito isto, busca-se compreender não só o montante da dívida, mas também a sua composição e os seus prazos de vencimento. Assim, pretende-se evidenciar como a composição, prazos de vencimentos e arcabouço regulatório afetam o desempenho fiscal. Alguns fatores mostram que a concentração da dívida atrelada a indexadores como a taxa de câmbio e a taxa SELIC tornam o comportamento da dívida muito volátil em momentos de crise e, por conseguinte, provocariam uma deterioração fiscal.

O objetivo geral deste trabalho é avaliar a evolução da dívida e mostrar como a sua composição patrimonial e o arcabouço institucional afetam o desempenho fiscal. A hipótese aqui levantada é que o fortalecimento do arcabouço institucional e a mudança na composição patrimonial de títulos pós para títulos prefixados minimizam o risco (volatilidade) da dívida. Cabe destacar que a minimização de risco da dívida é um dos objetivos da estratégia de gestão da dívida por parte do Tesouro. Por outro lado, a utilização de títulos prefixados pode significar custos maiores em momentos de estabilidade e prazos menores, devido aos riscos inerentes à economia brasileira; e também a exigência de prêmios maiores na aquisição de tais títulos por parte dos demandantes. O estudo realizado neste trabalho pretende evidenciar que, levando-se em questão o ambiente institucional, a migração de títulos pós-fixados para prefixados leva a uma redução da volatilidade da dívida, ou seja, cria-se uma espécie de *hedge* para o custo dessa em momentos de “choque” (grande aumento nas variáveis taxa e câmbio e de juros) na economia. Destacam-se como fatores de elevação da volatilidade da dívida, no período em análise, os dois momentos de crises cambiais 1999 e 2002.

Os objetivos específicos são: analisar o desempenho das contas públicas a partir do período pós-plano Real. Abordar como era o arcabouço institucional: medidas, reformas e políticas adotadas com o intuito de se reduzir o risco sistêmico. Pretende-se, também, discutir o funcionamento do mercado da dívida pública: mercado primário e secundário e mostrar o perfil dos demandantes dos títulos da dívida e dos títulos adquiridos nas ofertas públicas, além de se analisar a composição patrimonial da dívida e como essa afeta o desempenho fiscal. Este trabalho também pretende mensurar a evolução do risco da dívida ao longo do tempo.

A contribuição prática que este trabalho traz é evidenciar as medidas adotadas no período para se melhorar o desempenho das contas públicas e reduzir o risco sistêmico presente na economia brasileira. Além de mensurar a volatilidade da dívida em diferentes períodos e discutir questões referente à negociação, perfil dos adquirentes da dívida e as vantagens de se migrar de títulos pós para prefixados.

Este trabalho está dividido em três seções, além da introdução e conclusão. A segunda seção faz uma revisão da literatura e aborda conceitos teóricos referentes ao tema; a terceira seção descreve a dívida pública dividindo-a por períodos de governo e enfatizando os seguintes conceitos: a dívida líquida do setor público em relação ao PIB (DLSP/PIB), a separação da dívida entre interna e externa, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), as chamadas questões patrimoniais e pelo lado da receita o papel das privatizações e da arrecadação tributária. Já a quarta seção analisa a estrutura da dívida pública e para tal a subdivide em um estudo da composição, características e análise de risco da dívida.

2 REVISÃO DA LITERATURA E CONCEITOS TEÓRICOS

Este trabalho objetiva entender a estrutura e composição da dívida pública brasileira. E para tal é necessário entender a que variáveis a dívida está atrelada e quais motivos levam a dívida a ter uma maior instabilidade. Um dos fatores que afetam o risco da dívida; além da sua estrutura, ou seja, do seu montante em relação ao PIB (dívida/PIB), da sua composição e dos seus prazos e perfil de vencimentos; é a incerteza jurisdicional que padece a economia brasileira. Essa impacta diretamente as taxas internas de juros, que são um forte componente a afetar a dívida.

Antes de se discutir as questões institucionais e como essas influenciam a dívida, faz-se importante entender alguns conceitos referentes à dívida pública como: restrição orçamentária intertemporal do governo e Equivalência Ricardiana e quais são as condições em que essa é válida.

A restrição orçamentária intertemporal do governo estabelece que o valor presente das compras de bens e serviços por parte do governo sejam menores ou iguais à riqueza inicial mais o valor presente das receitas de impostos (líquido do pagamento de transferências) (ROMER, 2006). A restrição orçamentária intertemporal do governo não se altera se o valor da renda for igual ao valor presente do fluxo de caixa futuro de receitas e despesas.

$$\int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} G(t) dt \leq -D(0) + \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} T(t) dt$$

Em que $G(t)$ e $T(t)$ denotam as compras reais do governo e impostos no período t e $D(0)$ seu nível inicial real de dívida. E $R(t)$ significa a taxa real de juros no período t .

Assim, a dinâmica da dívida seria dada da seguinte forma: a taxa de mudança no estoque real da dívida deve ser igual a diferença entre as compras e receitas do governo mais a taxa real de juros que incide sobre a dívida.

$$\dot{D}(t) = [G(t) - T(t)] + (r)(t)D(t)$$

Em que $r(t)$ representa a taxa real de juros no período t e o termo entre parênteses representa o déficit primário. Portanto o superávit primário é: $[T(t) - G(t)]$.

Ao reescrever a restrição intertemporal do governo, obtém-se que o governo deve incorrer em superávits primários suficientemente grandes em valor presente para ofuscar a sua dívida inicial.

$$\int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [T(t) - G(t)] dt \geq -D(0)$$

Dividindo-se a equação da dinâmica da dívida pelo PIB e considerando-se as seguintes variáveis: r representa as taxas de juros reais, g crescimento do PIB, sp superávit primário, l reconhecimento de dívidas inicialmente não registradas (chamados de “passivos ocultos”), p fluxo de privatizações no período e a outros ajustes patrimoniais, ligados fundamentalmente às variações cambiais (que podem ser positivas ou negativas), tem-se a seguinte equação abaixo para explicar a dinâmica da dívida:

$$\dot{d} = (r - g)d(t) - sp + l - p + a$$

A Equivalência Ricardiana diz que: levando-se em conta a restrição intertemporal do governo, nem os déficits, nem a dívida têm efeito sobre a atividade econômica. Por exemplo: se o governo financiar uma dada trajetória de gastos por meio de déficits, o resultado será que a poupança total ficará inalterada, bem como o investimento. Ao longo do tempo a dívida pública cresce, mas esse aumento não virá à custa da acumulação de capital. A Equivalência Ricardiana é expressa da seguinte forma:

$$\int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} C(t) dt \leq K(0) + D(0) + \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [w(t) - T(t)] dt$$

Em que $C(t)$ é o consumo em t , $W(t)$ é a renda do trabalho e $T(t)$ os impostos; $K(0)$ e $D(0)$ são as quantidades de capital e títulos do governo no período 0.

Assumindo que o governo satisfaz a sua restrição orçamentária, tal hipótese implica que o valor presente dos impostos se iguala à dívida inicial mais o valor presente das compras do governo. Assim, a equação ficará da seguinte forma:

$$\int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} C(t) dt \leq K(0) + \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [w(t) - G(t)] dt$$

A equação acima expressa a restrição orçamentária das famílias em termos de valor presente das compras governamentais sem referência à divisão do financiamento dessas entre impostos e títulos. São as compras governamentais que afetam a acumulação de capital, desde que o investimento iguala o produto menos a soma do consumo e das compras governamentais. Assim, o resultado chave é que apenas a quantidade das compras governamentais, e não a divisão do financiamento dessas compras entre impostos e títulos, afeta a economia.

Sob a hipótese de Equivalência Ricardiana, os déficits fiscais são irrelevantes para afetar a alocação de recursos e o bem-estar. Dada a restrição orçamentária intertemporal do governo, a redução de impostos e o déficit público maior hoje exigem aumentos de impostos no futuro. Na restrição orçamentária das famílias, a redução corrente e o aumento futuro dos impostos são percebidos como iguais em valor presente. As famílias, conseqüentemente, não mudam os seus padrões de consumo. Elas poupam o aumento na renda disponível, compensando exatamente a despoupança do governo. Somente uma mudança intertemporal na restrição intertemporal das famílias afeta o seu padrão de comportamento¹, não importando o caminho de sua renda após os impostos (ROMER, 2006).

Não se pode esquecer de enfatizar que a hipótese da Equivalência Ricardiana só é válida nas seguintes condições: só vale para impostos do tipo *lump-sum* e para agentes de horizonte infinito, ou seja, os mesmos agentes que se beneficiam da redução de impostos irão pagá-los futuramente. Pois, se caso houvesse o ingresso de novos agentes ou famílias, a dívida seria deixada para as gerações futuras.

Porém, as condições em que a Equivalência Ricardiana é válida são muito restritas e não muito realistas. A partir de tal fato justifica-se uma abordagem pelo entendimento de como os aspectos institucionais afetam a dívida.

As hipóteses sob as quais a gestão da dívida é irrelevante para melhorar o bem-estar social são: Equivalência Ricardiana, a inexistência de distorções tributárias e, por último, a existência de mercados completos e informação simétrica. Contudo, tais hipóteses não são suficientemente realistas, o que justifica, portanto, a preocupação da autoridade fiscal com a estrutura da dívida eficiente (GOLDFAJN; PAULA, 1999).

A persistência de elevados déficits nos países desenvolvidos e em desenvolvimento ao longo das últimas décadas os torna incompatíveis com as estratégias fiscais ótimas como a do

¹ Conhecida como Hipótese da Renda Permanente.

*tax smoothing*². Assim, as tentativas recentes de se explicar porque os governos incorrem em déficits têm focado em explicações relacionadas a como fatores políticos e institucionais afetam os resultados fiscais. Vários países adotaram mudanças institucionais ao longo dos anos 80 e 90 com o intuito de se impor uma maior disciplina fiscal, dentre os quais destacam-se: Nova Zelândia, Dinamarca, Suécia e Irlanda dentre outros. Um marco institucional importante foi o Tratado de Maastricht para a União Monetária Européia (UME), depois reforçado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento assinados em Amsterdã em junho de 1997, que deu grande importância à relação entre as regras fiscais e aos resultados das políticas fiscais. Tal tratado impunha que os países membros da UME evitassem incorrer em elevados déficits, mais especificamente esses não poderiam incorrer em déficits superiores a 3% do PIB, para evitar situações em que, devido aos elevados déficits de um país membro, o Banco Central Europeu tivesse que socorrê-lo, de acordo com Poterba e Von Hagen³ (1999 apud GOLDFAJN; PAULA, 1999).

Goldfajn e Guardia (2003) enfatizam a importância dos aspectos macroeconômicos e institucionais implementados na economia brasileira ao fim do primeiro mandato do governo Fernando Henrique, 1998. Neste ano a ótica da política fiscal mudou drasticamente com o anúncio do Programa de Estabilização Fiscal que propunha uma grande reforma institucional, destacando-se o aumento do superávit primário do setor público consolidado. De acordo com os autores, as duas principais mudanças no arcabouço institucional brasileiro, desde a constituição de 1988, foram o contrato de refinanciamento da dívida assinado com estados e municípios e a introdução de regras fiscais, no contexto da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) promulgada em maio de 2000. Essa proibia o governo federal de financiar os governos

² Sob o *tax smoothing* o objetivo do governo é minimizar as distorções associadas às receitas obtidas via impostos, pois tais distorções podem aumentar mais do que proporcionalmente que o aumento da receita.

³ POTERBA, J., M.; VON HAGEN, J. *Fiscal institutions and fiscal performance*. Chicago: University of Chicago Press. 1999

estaduais e municipais e trouxe a inovação de impor tetos de dívida para cada nível do governo. O resultado é que esse conjunto de medidas foi responsável por uma profunda transformação do comportamento do setor fiscal.

Os autores também analisam a sustentabilidade da dívida em relação ao PIB e concluem que o recente aumento desta relação não deva ser usado como indicativo para desempenho futuro. Pois, eventos não recorrentes, que levaram a um grande aumento da dívida, explicam em boa parte o comportamento passado, como: o reconhecimento de passivos ocultos em quase 10% do PIB, e o ajuste na taxa de câmbio real. Além disso, fatores como a mudança para a obtenção de superávits primários consistentes desde 1998 alteraram o panorama fiscal brasileiro. E somando-se ao fato de que se vislumbra uma redução nas taxas reais de juros reais no longo prazo; e não havendo mais nenhum grande ajuste na taxa de câmbio e com a continuidade da política de manutenção de superávits fiscais sustentáveis; a conclusão dos autores é a de que a relação dívida/PIB, provavelmente, declinará no futuro.

A economia brasileira sofre de um problema que é a inexistência de um mercado doméstico de crédito de longo prazo. Tal resultado é consequência da incerteza jurisdicional presente na economia brasileira. Os governantes vêem tal inexistência como uma falha de mercado, requerendo, portanto, uma intervenção estatal. O resultado é que tal intervenção leva a um aumento do impacto negativo da incerteza jurisdicional sobre as taxas de juros de curto prazo. Assim, conjetura-se que as altas taxas de juros, que compõem a maior parte da composição patrimonial da dívida pública mobiliária brasileira, têm como raiz a incerteza jurisdicional que paira sobre essa.

Arida, Bacha e Resende (2004) levantam três hipóteses para explicar as altas taxas de juros vigentes no Brasil “Three hypotheses that have been offered to explain this phenomenon. These can be labeled as the ‘bad equilibrium’, the ‘insufficient fiscal adjustment’, and the ‘sequence of negative shocks’ hypotheses” (ARIDA; BACHA;

RESENDE, 2004 p.2). Para esses autores é a incerteza jurisdicional o que dá substância ao chamado pecado original.

Para entender mais a dinâmica da dívida pública, é necessário entender alguns conceitos que afetam o risco da dívida. Os agentes não olham apenas o montante da dívida ou a relação dívida/PIB, mas também: o histórico de *defaults* do país emissor da dívida, a estrutura macroeconômica e das contas públicas do país dentre outros fatores. Assim, um nível de dívida que seria aceitável para um dado país para outro poderia não o ser, devido às características da economia do país em estudo. Neste contexto, é de suma importância estudar conceitos como: intolerância da dívida, pecado original e dominância fiscal.

O chamado pecado original é definido como a incapacidade de emissão de dívida externa em moeda nacional (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2003). Segundo os autores os conceitos de pecado original e de “intolerância da dívida” (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003) são diferentes. Aquele pode ser uma das causas deste, e não o único determinante.

Baseando-se no conceito de “pecado original”, sugere-se que as economias emergentes apresentam maior volatilidade em suas variáveis macroeconômicas porque elas têm dificuldade de denominar suas obrigações em unidades que representem a melhor forma de pagar, como a sua moeda doméstica ou uma cesta de consumo doméstica. O problema é traçado pela ótica da estrutura global dos portfólios e dos mercados financeiros internacionais, em que há a concentração daqueles em poucas principais moedas e o pouco apetite limitado dos investidores internacionais em adicionar mais moedas aos seus portfólios. Os autores utilizaram um índice para captar quais países teriam o maior grau de pecado original. O resultado foi que os países que são os principais centros financeiros e os que adotaram o euro obtiveram o menor grau de pecado original, já os países em desenvolvimento obtiveram o

maior nível de pecado original, apresentando o pior resultado os países latino-americanos (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2003).

Já a chamada intolerância da dívida é definida como a incapacidade das economias emergentes gerenciarem níveis da dívida que são gerenciáveis para países desenvolvidos. Essa está intimamente ligada ao histórico de *defaults* que o país teve ao longo da história (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003). Os autores quantificam o limite de intolerância da dívida, incluindo delineadores de clubes de devedores e regiões de vulnerabilidade, baseando-se no histórico de crédito de um banco de dados de 100 países desde 1820. O estudo mostra que para os países que sofrem da intolerância da dívida, o limite seguro da razão entre a dívida externa e o PIB é baixo, em torno de 15% . Tal limite depende do histórico de inflação e de *default* do país (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003).

Para Blanchard (2004) em uma economia aberta, em que o aumento da taxa real de juros pode levar ao aumento da probabilidade de *default* da dívida, o efeito pode ser o contrário do desejado, que seria o de tornar a dívida pública mais atrativa. Tal resultado levaria, então, a uma depreciação cambial, desencadeando um aumento da inflação. Ainda segundo o autor, tal resultado é mais provável de acontecer quanto maior for o nível inicial da dívida, quanto maior for a proporção da dívida denominada em moeda estrangeira e quanto maior for o prêmio pelo risco da dívida.

De acordo com o mesmo autor em um contexto como o referido, uma política de metas de inflação teria efeitos perversos. Em que um aumento das taxas de juros reais em resposta a um aumento da inflação levaria a uma depreciação real do câmbio e essa levaria por sua vez a uma maior inflação. Tal cenário ilustraria o quadro da chamada dominância fiscal, em que o autor acredita que a economia brasileira estaria nas eleições presidenciais de 2002, ao final do Governo Fernando Henrique. Assim, a política fiscal, e não a monetária seria o instrumento correto para combater a inflação.

Blanchard conclui que, em 2002, o nível e a composição da dívida pública brasileira, e o nível de aversão ao risco nos mercados financeiros mundiais foram tais que implicaram em efeitos perversos da taxa de juros sobre a taxa de câmbio e inflação. Contudo, o resultado de tal estudo é que não houve um aumento da taxa real de juros ao final de 2002, pois os aumentos de inflação nesse período não foram seguidos pelo aumento da taxa de juros nominais na mesma proporção. Os aumentos só ocorreram no governo seguinte em 2003. Porém, a austeridade fiscal de tal governo, provavelmente, dominou qualquer efeito perverso potencial do aumento das taxas de juros reais sobre a dinâmica da dívida pública.

Já Loyo⁴ (2004) relativiza a hipótese da dominância fiscal levantada por Blanchard para o Brasil no período 2002/2003 por este desconsiderar o canal da demanda agregada e gerar um possível viés de estimação ao considerar a Selic como uma taxa de juros livre de risco.

Figueredo e Megale (2006) também argumentam que a hipótese de dominância fiscal perdeu boa parte da sustentação empírica com os acontecimentos observados entre 2003 e 2005. Segundo estes, nesse período os altos juros nominais brasileiros, num ambiente de baixa aversão internacional, representaram um importante fator de atração de recursos externos, o que ajudou a taxa de câmbio a se apreciar no período.

O presente trabalho também pretende abordar a análise de risco da dívida. Em que um dos objetivos do gestor da dívida, o Tesouro Nacional, é minimizar o impacto da dívida na ocorrência de choques na economia, ou seja, minimizar o risco da dívida, atrelado-a títulos prefixados e indexados a índice de preços. A obra de referência é a de Markowitz (1952) intitulada *Portfolio Selection* que trata da escolha entre risco e retorno que o investidor pode fazer ao selecionar uma carteira de ativos. Para o caso da dívida pública o gestor da dívida

⁴ LOYO, E. *Comment on Olivier Blanchard's "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil"*. Mimeo. 2004

poderia ter um custo esperado assumindo a variância ou risco como dados, ou reduzir o risco para um dado custo da dívida.

Na análise da composição ótima da dívida de longo prazo, um objetivo a ser alcançado é o da redução da volatilidade da dívida. Tem-se como resultado, pelo estudo das correlações entre as variáveis que compõem a dívida, que a volatilidade da inflação (IGPM) diminuiu em comparação ao período anterior ao Plano Real até a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999, já a da taxa de câmbio real aumentou a partir da adoção do regime de câmbio flutuante em relação ao regime anterior de *crawling peg*. Um dos resultados a que se chega é que o governo deveria no longo prazo, com o intuito de minimizar a volatilidade, aumentar a parcela da dívida em títulos prefixados em moeda nacional, levando-se em conta as questões de sinalização e credibilidade das políticas adotadas (GOLDFAJN; PAULA, 1999).

Giavazzi e Missale (2004) derivam a composição ótima da dívida pública brasileira olhando para o impacto relativo do risco e custo de instrumentos alternativos da dívida em relação à probabilidade de se perder a meta de estabilização, predefinida pelos autores como uma razão entre a dívida e o PIB. Desta forma os autores conseguem precificar o risco e custo esperado do serviço da dívida e, então, encontrar a combinação ótima do *trade off* entre o custo da dívida e a minimização do risco.

A evidência empírica que os autores obtêm sugere que uma grande parte da dívida brasileira deveria estar indexada a índice de preços. Os títulos indexados a índice de preços, especialmente, o novo programa de indexação do IPCA, proporcionam um *hedge* natural contra o impacto da inflação tanto no superávit primário quanto na razão da dívida. Já os títulos prefixados deveriam ser preferidos em relação aos títulos indexados à taxa SELIC, ao passo que a parte dos títulos indexados ao dólar deveriam ser reduzidos da composição atual da dívida pública. A vantagem dos títulos prefixados é que eles evitam altos pagamentos de juros quando a taxa SELIC sobe durante períodos de crise ou reage a choques negativos de

oferta e, então, quando a estabilização da dívida é posta em perigo por causa do baixo crescimento da economia, ou seja, minimiza-se o risco para um dado custo da dívida. Tal medida reduz a volatilidade da dívida e serve como um hedge para períodos em que há choques na economia.

Garcia (2002) mostra que o risco da dívida cresceu muito após a flutuação da moeda em 1999, quando a volatilidade cresceu muito. O risco da dívida continuou crescendo com a seqüência de choques que assolou a economia brasileira: a recessão da economia norte-americana, o contágio da crise argentina e a crise energética. Todos esses fatores aumentaram a volatilidade da dívida. Ao medir o resultado de impactos sobre o orçamento, os resultados obtidos mostraram que os choques em variáveis como: taxa de juros, taxa de câmbio, taxa de crescimento do PIB e inflação tiveram o efeito de aumentar a dívida. A conclusão foi que a estrutura corrente da dívida pública é extremamente arriscada porque a volatilidade aumenta precisamente quando a economia se enfraquece, drenando os recursos fiscais que servem a dívida quando eles são mais necessários.

3 DESCRIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Esta seção tem por objetivo discorrer sobre a dinâmica da dívida pública ao longo dos governos Fernando Henrique e o primeiro mandato do governo Lula. Ela se divide em três subseções: na primeira é discutida como a relação dívida líquida do setor público em relação ao PIB (DLSP/PIB) se comportou ao longo do primeiro mandato do governo FHC. Depois discute-se a abertura da dívida entre externa e interna, as NFSP e por último as questões patrimoniais. Na segunda e terceira subseções faz-se a mesma decomposição para o segundo mandato do governo FHC e para o primeiro mandato do governo Lula, respectivamente.

3.1 Evolução da Dívida no 1º Governo FHC

Ao longo do primeiro governo FHC verificou-se um aumento da DLSP/PIB, que passou de 30% em 1995 para 39% do PIB em 1998.

Deve-se destacar que tal aumento significa uma reversão em relação ao que vinha ocorrendo no período imediatamente anterior, 1991-1994, no qual a senhoriagem era elevada, o que colaborou para o país apresentar elevados superávits primários e reduzir a DLSP/PIB no período (GIAMBIAGI; ALÉM, 2000).

Esse processo pode refletir uma série de fatores: a deterioração fiscal, as operações quase-fiscais, o impacto das operações externas, entre outros fatores. Nesta subseção serão apresentados os principais determinantes do crescimento da dívida neste período.

O primeiro aspecto a ser considerado é a própria evolução da dívida líquida do setor

público. Pode-se perceber que a partir de 1996 reverteu-se o processo de retração da DLSP e essa começa a se ampliar. Pode-se ver claramente na tabela 1 que o grande salto se dá em 1998, quando a DLSP atinge 38,94% do PIB (aumento de 7 p.p. em relação ao ano anterior).

Tabela 1 - Evolução da dívida líquida do setor público (% do PIB)

| Ano | Externa | Interna | Total |
|------|---------|---------|-------|
| 1994 | 8,69 | 21,32 | 30,01 |
| 1995 | 5,11 | 22,86 | 27,98 |
| 1996 | 3,61 | 27,12 | 30,71 |
| 1997 | 3,97 | 27,86 | 31,83 |
| 1998 | 5,77 | 33,17 | 38,94 |
| 1999 | 9,38 | 35,15 | 44,53 |
| 2000 | 9,00 | 36,54 | 45,54 |
| 2001 | 9,60 | 38,84 | 48,44 |
| 2002 | 12,99 | 37,47 | 50,46 |
| 2003 | 10,69 | 41,66 | 52,35 |
| 2004 | 6,81 | 40,17 | 46,99 |
| 2005 | 2,33 | 44,12 | 46,45 |
| 2006 | -2,68 | 47,58 | 44,91 |

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

O segundo aspecto a ser destacado refere-se à distribuição da dívida do governo entre o seu componente externo e interno. Verifica-se que o aumento da DLSP concentrava-se, basicamente, na dívida interna que passou de 23% do PIB em 1995 para 33% em 1998. Já a dívida externa do setor público ficou relativamente estabilizada passando de 5,1% para 5,7% do PIB no mesmo período. Essa foi em parte beneficiada pela valorização cambial do plano Real, pela negociação de parte da dívida no início do plano e pelo processo de acúmulo de reservas pelo governo. O gráfico 1 apresenta a divisão entre dívida interna e externa.

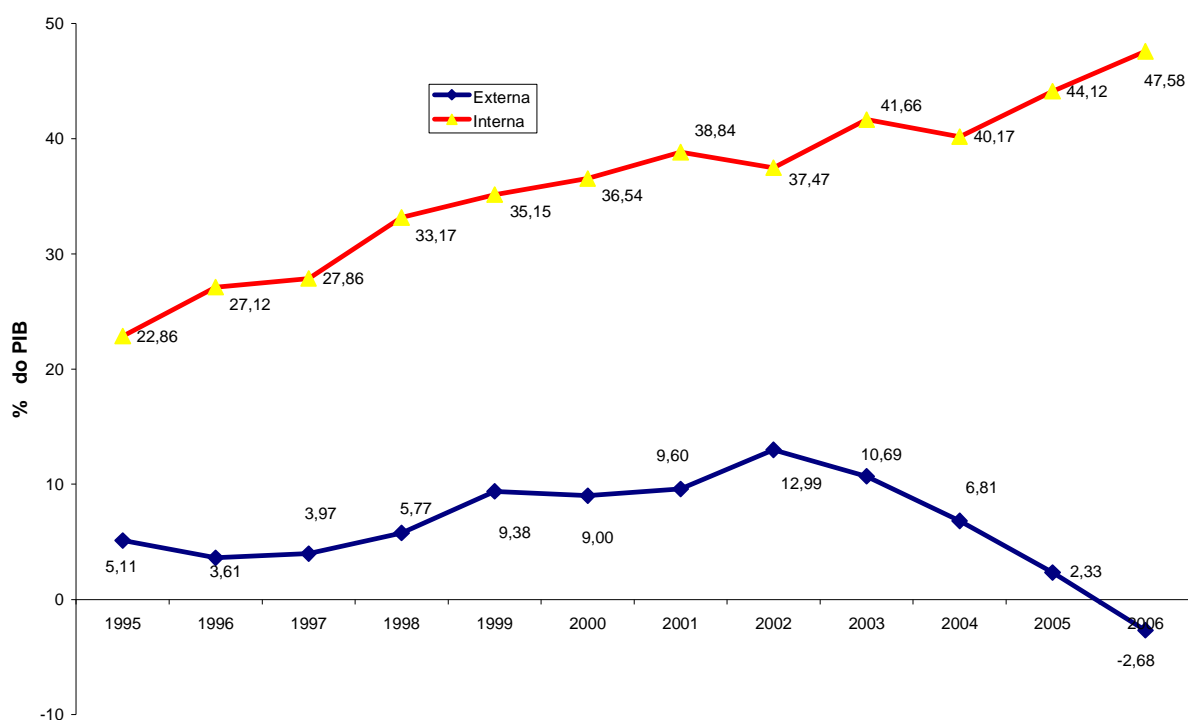


Gráfico 1. Dívida externa x dívida interna (% do PIB).

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IPEA (BRASIL).

O próximo passo é entender o que levou à expansão da dívida no período. Como se sabe a variação da dívida corresponde ao déficit nominal do governo em dado período mais o efeito das variações patrimoniais, na qual se inserem as chamadas operações quase-fiscais (por exemplo: os chamados passivos contingentes e o resultado das privatizações) (REZENDE, 2006).

Em relação ao déficit do governo pode-se verificar na tabela 2 comparativamente em relação à 1994 uma profunda retração do déficit nominal. Mas, este não pode ser levado em conta, pois o déficit nominal é fortemente relacionado com a taxa de inflação. Assim, não é possível traçar comparações do déficit nominal pós 1994 com o anterior.

Tabela 2 – NFSP com desvalorização cambial (em % do PIB)

| Discriminação | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-----------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Operacional | -1,57 | 5,00 | 3,40 | 4,31 | 7,40 | 3,41 | 1,17 | 1,28 | -0,01 | 0,81 | -1,83 | 2,22 | 1,38 |
| Gov. Central | -2,00 | 2,00 | 1,00 | 2,00 | 5,00 | 3,00 | 1,00 | 1,00 | 0,00 | 1,00 | -1,00 | 3,00 | 2,00 |
| Estados e Municípios | 0,80 | 2,37 | 1,81 | 2,26 | 1,78 | 0,50 | 0,69 | 0,43 | -0,24 | 0,53 | 0,01 | 0,04 | 0,19 |
| Empresas Estatais | -0,37 | 0,88 | 0,32 | 0,29 | 0,50 | -0,26 | -0,82 | -0,49 | 0,00 | -0,61 | -0,72 | -0,70 | -0,90 |
| Nominal | 26,97 | 7,28 | 5,88 | 6,11 | 7,93 | 9,97 | 4,47 | 4,75 | 9,36 | 3,31 | 2,26 | 2,75 | 2,91 |
| Gov. Central | 10,15 | 2,38 | 2,56 | 2,63 | 5,40 | 6,87 | 3,13 | 3,41 | 5,87 | 2,32 | 1,22 | 3,20 | 3,11 |
| Estados e Municípios | 12,08 | 3,57 | 2,71 | 3,03 | 2,01 | 3,17 | 2,08 | 1,86 | 3,48 | 1,59 | 1,75 | 0,25 | 0,71 |
| Empresas Estatais | 4,74 | 1,33 | 0,61 | 0,45 | 0,52 | -0,07 | -0,74 | -0,52 | 0,01 | -0,60 | -0,71 | -0,70 | -0,91 |
| Primário | -5,64 | -0,27 | 0,10 | 0,96 | -0,01 | -3,23 | -3,45 | -3,34 | -3,55 | -3,89 | -4,18 | -4,34 | -3,87 |
| Gov. Central | -3,68 | -0,52 | -0,37 | 0,27 | -0,55 | -2,36 | -1,85 | -1,68 | -2,16 | -2,28 | -2,70 | -2,59 | -2,21 |
| Estados e Municípios | -0,77 | 0,18 | 0,54 | 0,74 | 0,19 | -0,21 | -0,54 | -0,80 | -0,72 | -0,81 | -0,90 | -0,99 | -0,84 |
| Empresas Estatais | -1,19 | 0,07 | -0,07 | -0,05 | 0,35 | -0,66 | -1,06 | -0,86 | -0,67 | -0,80 | -0,58 | -0,76 | -0,82 |
| Juros Nominais | 32,61 | 7,54 | 5,77 | 5,15 | 7,95 | 13,21 | 7,95 | 8,11 | 12,90 | 7,21 | 6,43 | 7,10 | 6,79 |
| Juros Reais | 4,07 | 5,26 | 3,30 | 3,35 | 7,42 | 6,64 | 4,64 | 4,64 | 3,54 | 4,70 | 2,34 | 6,58 | 5,26 |

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

Analisando-se o déficit operacional, que desconsidera os efeitos inflacionários, pode-se verificar uma significativa piora no período pós 94. Enquanto no biênio 93-94 esse representou um superávit de 0,4 % do PIB, já em 1995 saltou para um déficit de 5% do PIB e manteve-se elevado, ou seja, apresentou elevados déficits, ao longo de todo o mandato, como observado na tabela 2. Como o plano Real levou a economia brasileira ao controle do processo inflacionário, o déficit operacional e o nominal convergiram ao longo do tempo. Portanto, a partir de 1995 não há uma diferença significativa entre os dois. À exceção dos anos de 1999 e 2002, que apresentaram um aumento significativo da inflação, como observado no gráfico 2.

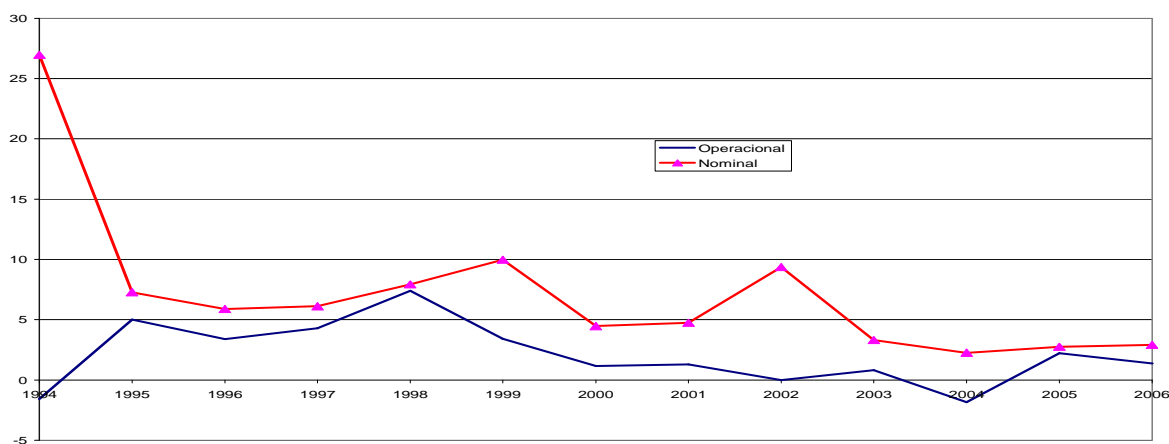


Gráfico 2. NFSP: operacional x nominal (% do PIB).

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IPEA (BRASIL).

O déficit operacional corresponde à soma das NFSP conceito primário mais as despesas com juros reais. Portanto, o seu comportamento reflete as duas variáveis.

Em relação aos juros reais esses se comportaram da seguinte forma: na média do período foram de 4,8 % do PIB, destacando-se que no caso de 1998 esses tiveram uma forte elevação, chegando a 7,4% do PIB, o que contribuiu para o aumento do déficit operacional (e nominal) neste ano. Segundo Rezende (2006) os três primeiros anos do governo FHC foram marcados pelo impacto do processo de esterilização das reservas internacionais que entraram no país no período referido. A dinâmica do processo se dava da seguinte forma: a taxa de câmbio era mantida fixa ou em suave queda ao mesmo tempo em que uma política de juros elevados atraía capitais externos e levava ao acúmulo de reservas internacionais para financiar os déficits em transações correntes, provocadas em parte pela valorização cambial que foi a estratégia utilizada para a estabilização. As reservas eram depois esterilizadas com a emissão de títulos públicos. Contudo, os juros pagos pela emissão da dívida mobiliária eram muito superiores aos recebidos pela aplicação das reservas internacionais, o que era, portanto, desfavorável ao setor público.

Configuram-se assim as elevadas taxas reais de juros praticadas no primeiro governo FHC. Nesse contexto, nos momentos de maior dificuldade de captações externas as taxas de juros tinham de ser elevadas fazendo com que os gastos com juros se elevassem (BEVILAQUA; GARCIA, 2000).

Este foi o caso no ano de 1998, em que a crise asiática do final de 1997 e a crise russa de 1998 impuseram crescentes dificuldades na captação de recursos no exterior. A partir da crise asiática em (outubro de 1997) houve uma reversão na entrada de capitais, que vinha se observando no período citado. A partir de tal período ocorreu uma série de altos e baixos nos mercados financeiros internacionais, que afetaram os mercados emergentes e também a dívida pública (BEVILAQUA; GARCIA, 2000). Segundo os autores, os principais motivos do desequilíbrio fiscal neste período foram: a fragilidade do quadro fiscal, as altas taxas de juros e os seus pagamentos associados às taxas de juros. Vale destacar que os gastos com juros também são influenciados pelo próprio montante da dívida, que era muito elevada à época.

O outro componente a explicar a NFSP operacional é a NFSP conceito primário. Neste caso verifica-se uma forte reversão de 1994 para 1995-1998. Enquanto no período anterior o governo apresentava elevados superávits primários, no primeiro governo FHC esses foram eliminados, situando-se em média em um déficit de 0,2% do PIB. As razões para tal reversão encontram-se na elevação das despesas públicas. Parcela disso decorre da própria estabilização e da impossibilidade de conter a despesa real pelos atrasos nos pagamentos (o chamado Efeito Bacha). Contudo, grande parte da deterioração primária, apesar do aumento da receita, decorre do: aumento das transferências a estados e municípios, o aumento do gasto de benefícios previdenciários do INSS e o aumento das outras despesas de custeio e capital (OCC) (GIAMBIAGI; ALÉM, 2000). Estas últimas são subdivididas, principalmente, em: despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) com seguro-desemprego, subsídios e subvenções econômicas, pagamentos assistenciais da Lei Orgânica da Assistência Social

(Loas) e das Rendas Mensais Vitalícias (RMV), transferências do Tesouro ao Bacen e despesas primárias do Bacen.

Cabe destacar que o aumento das transferências a estados e municípios se deu no contexto da chamada crise dos estados e municípios, que foi, principalmente, uma crise dos estados. As principais fontes de piora fiscal dos estados, depois de 1994, foram: o aumento inicial do gasto com funcionalismo associado à concessão de elevados reajustes salariais e o peso crescente dos inativos na composição da folha de pagamento dos estados. Com o intuito de conter tais fontes de despesa, o governo federal foi aperfeiçoando os seus mecanismos de controle sobre o déficit estadual e municipal. Entre as mudanças destacam-se: o fim do uso dos bancos estaduais para o financiamento dos tesouros estaduais; um maior controle das antecipações de receitas orçamentárias (AROs), que foram amplamente utilizadas até 1995 como forma de os tesouros estaduais se financiarem junto ao sistema bancário; a inibição do instrumento dos denominados “precatórios”; o fim do uso das empresas estatais estaduais para o financiamento dos tesouros estaduais como um resultado do processo de privatizações; a renegociação das dívidas mobiliárias estaduais e a aprovação da reforma administrativa.

Pelo lado da receita destacam-se desde 1994 quatro fatores como elementos temporários de contenção fiscal: a receita do imposto provisório sobre movimentações financeiras (IPMF), depois transformado em contribuição (CPMF); o fundo de estabilização fiscal (FEF); a receita de concessões e o aumento da receita de imposto de renda (IR) na fonte sobre aplicações financeiras.

Além do comportamento da NFSP o outro fator a explicar a evolução da dívida são as questões patrimoniais. Nesse sentido vale destacar o custo do governo com o reconhecimento de esqueletos e o conjunto de operações quase-fiscais.

O primeiro deles a ser destacado é a reestruturação do sistema financeiro após a crise bancária de 1995, que marcou os três primeiros anos do governo FHC (REZENDE, 1998) e

segundo Bevilaqua e Werneck (1998) foram o principal fator de deterioração da dívida pública neste período.

O governo aportou o volume de recursos e adotou medidas para o fortalecimento dos bancos, o que resultou em elevação da dívida pública. A combinação de taxas de juros altas e a súbita queda das altas taxas de inflação seguido pelo plano de estabilização no meio de 1994 aumentou, consideravelmente, a vulnerabilidade do sistema bancário. No ano seguinte houve a intervenção em um famoso banco brasileiro, o que levantou a crença de que outros bancos importantes poderiam ter a sua saúde financeira questionada. É nesse contexto, de que uma enorme crise financeira poderia acontecer, que é lançado em novembro de 1995 pelo Banco Central o Programa para Promover a Reestruturação do Sistema Financeiro (PROER), além de outras medidas, com o intuito de promover a reestruturação do sistema bancário privado. Cabe destacar que o socorro do Banco Central aos bancos privados chegou a R\$ 21 bilhões em novembro de 1997. Tal socorro deu-se da seguinte forma: o Banco Central assumia a parte “podre” do balanço dos bancos e forçava a venda da parte restante para uma renomada instituição, sendo que esta era persuadida a participar da transação pelo acesso de uma linha de crédito a taxas de juros baixas (BEVILAQUA; WERNECK, 1998).

Houve também uma substituição de dívida estadual por federal no processo de negociação de dívidas estaduais e salvação dos bancos estaduais. Observa-se na tabela 3 o aumento da dívida do governo federal que foi em 1994 de 12,9 % para 23,3 % do PIB em 1998.

Tabela 3: Evolução da DLSP (% PIB) desagregado pelas 3 esferas

| Ano | Estatais | | | Estados e Municípios | | | Governo Federal e Banco Central | | |
|------|----------|---------|-------|----------------------|---------|-------|---------------------------------|---------|-------|
| | Externa | Interna | Total | Externa | Interna | Total | Externa | Interna | Total |
| 1994 | 1,98 | 5,12 | 7,10 | 0,35 | 9,66 | 10,01 | 6,36 | 6,54 | 12,90 |
| 1995 | 1,63 | 4,49 | 6,12 | 0,30 | 9,42 | 9,73 | 3,18 | 8,95 | 12,13 |
| 1996 | 1,82 | 3,60 | 5,41 | 0,34 | 10,31 | 10,65 | 1,45 | 13,21 | 14,65 |
| 1997 | 1,73 | 0,83 | 2,56 | 0,44 | 11,52 | 11,96 | 1,80 | 15,51 | 17,31 |
| 1998 | 1,23 | 1,16 | 2,39 | 0,62 | 12,59 | 13,21 | 3,92 | 19,42 | 23,34 |
| 1999 | 1,40 | 1,15 | 2,55 | 0,81 | 13,91 | 14,72 | 7,17 | 20,09 | 27,26 |
| 2000 | 1,20 | 0,81 | 2,01 | 0,89 | 14,09 | 14,99 | 6,91 | 21,64 | 28,54 |
| 2001 | 1,07 | 0,36 | 1,43 | 0,96 | 15,87 | 16,83 | 7,57 | 22,61 | 30,18 |
| 2002 | 0,45 | 1,11 | 1,56 | 1,22 | 15,56 | 16,78 | 11,32 | 20,80 | 32,12 |
| 2003 | 0,41 | 0,60 | 1,01 | 1,09 | 17,07 | 18,16 | 9,19 | 23,99 | 33,18 |
| 2004 | -0,24 | 0,46 | 0,22 | 0,91 | 16,32 | 17,24 | 6,14 | 23,39 | 29,53 |
| 2005 | -0,54 | -0,01 | -0,55 | 0,70 | 15,52 | 16,22 | 2,17 | 28,61 | 30,78 |
| 2006 | -1,31 | -0,06 | -1,36 | 0,61 | 14,70 | 15,31 | -1,98 | 32,94 | 30,96 |

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

Foi depois lançado em 1996 um programa semelhante ao PROER, contudo, destinado aos bancos estatais insolventes. O destaque desse programa foi a capitalização do Banco do Brasil pelo Tesouro Nacional em 1996 no valor de R\$ 8 bilhões. O principal componente para explicar o aumento da relação DLSP/PIB no primeiro mandato do governo FHC, foi o aumento da dívida interna do governo federal e do Banco Central. Mais especificamente o aumento se deu no item com a rubrica de “outros ativos”, relacionados à reestruturação do sistema financeiro, segundo Bevilaqua e Werneck (1998).

Alguns esqueletos foram reconhecidos no período, destacando-se os referentes ao FGTS e os fundos de pensão.

As privatizações são consideradas efeitos patrimoniais positivos. Enquanto que as operações quase-fiscais elevam a DLSP, as privatizações permitem a sua redução. No balanço do período os efeitos patrimoniais foram negativos, com o reconhecimento de passivos superando a receita de privatização.

Assim, com base na análise precedente pode-se verificar que: houve uma forte elevação da dívida e o principal determinante foi a deterioração da NFSP primária na esfera do governo central, além do efeito da estabilização da inflação. Destacam-se: o aumento das transferências a estados e municípios, o aumento do gasto de benefícios previdenciários do

INSS e o aumento das OCC.

Também houve o efeito decorrente das elevadas taxas de juros e efeitos patrimoniais, destacando-se os gastos com reestruturação do sistema financeiro e o reconhecimento dos esqueletos. Do lado da receita destacam-se as novas fontes de arrecadação e aumento da carga tributária, além do efeito positivo das privatizações.

3.2 Evolução da Dívida no 2º Governo FHC

Esta subseção aborda o segundo mandato do governo FHC. Dá-se enfoque aqui à mudança de regime cambial e seus efeitos sobre a dívida. Em seguida, destaca-se o papel das instituições e as medidas que foram tomadas para melhorar o desempenho fiscal. Também, abordam-se os motivos que levaram a um maior aumento da dívida e questões referentes à dominância fiscal.

A partir de 1999 a situação da DLSP/PIB, que já vinha de uma grande deterioração no primeiro mandato do governo FHC, piorou ainda mais passando de 44,5 % para 50,5 % do PIB.

Um fato importante é que a dívida externa volta a crescer após uma relativa melhora no governo anterior. Tanto a dívida externa quanto a interna crescem nesse período. Os efeitos das desvalorizações cambiais de 1999 e posteriormente de 2002 afetaram não só a dívida externa, mas também o estoque da dívida interna atrelada ao câmbio, pois havia a existência de cláusulas da dívida indexadas ao dólar (BEVILAQUA; GARCIA, 2000).

As NFSP pelo conceito nominal são formadas pelas NFSP conceito primário mais os juros nominais. Essas na média do segundo governo FHC apresentaram um descolamento em relação ao conceito operacional em razão do aumento da inflação no segundo mandato. A

média do período para as NFSP pelo conceito nominal foi de 7,14 % do PIB, enquanto que pelo conceito operacional foi de apenas 1,46% do PIB, como observado no gráfico 3.

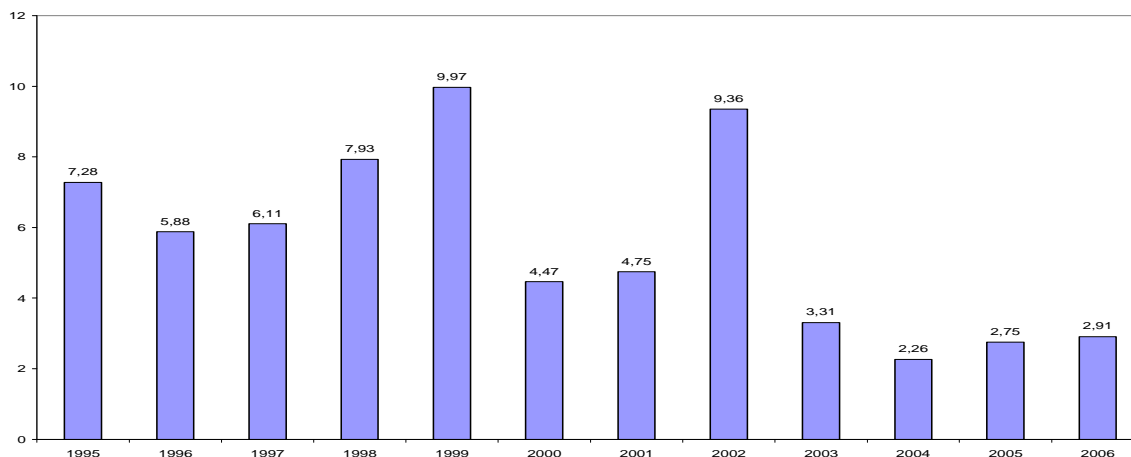


Gráfico 3. Déficit nominal (% do PIB)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

Esse aumento da inflação foi um resultado da mudança de regime cambial em 1999 e da desvalorização cambial ao longo de 2002 no contexto do risco eleitoral.

Como resposta ao aumento da inflação houve o aumento dos juros nominais que em 1999 representaram 13,21% do PIB e em 2002 12,9%, os maiores observados desde o início do plano Real. A partir de abril de 1999 o Banco Central do Brasil passou a divulgar os resultados fiscais a partir de duas metodologias. A primeira, tradicional, em que a dívida interna indexada à variação cambial recebe o mesmo tratamento das demais dívidas internas. Já a segunda, chamada de metodologia alternativa, em que a evolução da dívida interna indexada ao câmbio recebe o mesmo tratamento concedido à dívida interna. A diferença entre as duas aparece nos resultados nominais e nos juros nominais.

Já pelo conceito primário houve uma melhora dos seus resultados ao longo desse período, como pode se observar no gráfico 4. Esses apresentaram na média do período um superávit de 3,39 % do PIB em contraste aos déficits do período anterior, que na média do

período representaram um déficit de 0,2 % do PIB. A tendência aos superávits primários seria uma constante na economia brasileira como um resultado das imposições dos acordos com o FMI a partir de 1998, devido ao pacote de ajuda negociado após a crise russa que afetou a economia brasileira naquele ano, e o posterior acordo após a mudança do regime cambial logo após a reeleição em 1999.

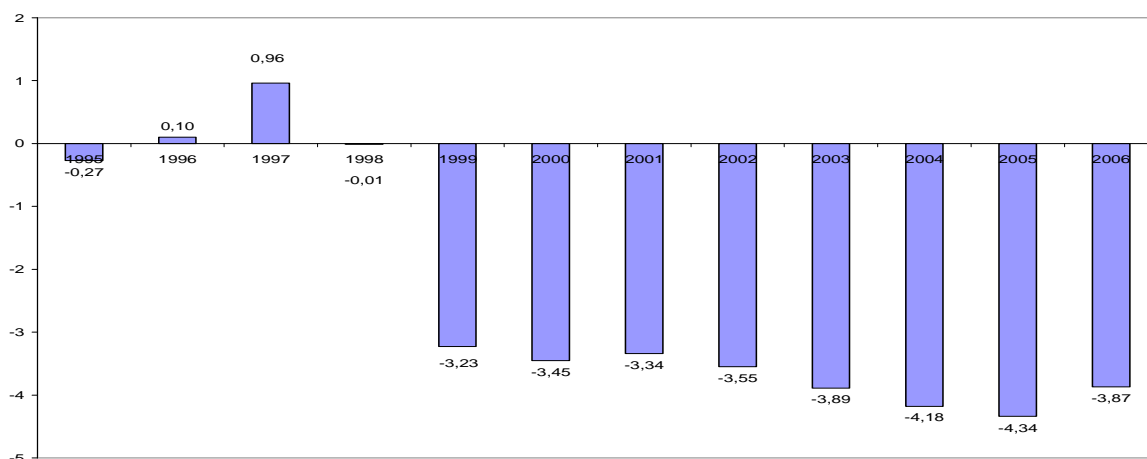


Gráfico 4. NFSP pelo conceito primário (% do PIB)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

Os fatores que levaram ao superávit primário foram: o melhor desempenho das empresas estatais como resultado, em parte, do impacto favorável dos preços dos combustíveis sobre o resultado da Petrobras e no caso dos governos regionais devido à aprovação da LRF, que consolidou o ajustamento das contas fiscais nas esferas sub nacionais. Além disso, houve também o surgimento de receitas extraordinárias no valor de R\$ 28,7 bilhões, decorrentes, principalmente, de medidas legais adotadas com o objetivo de recuperar débitos tributários em atraso, mais a arrecadação relacionada à tributação dos lucros obtidos por empresas do setor estatal, em razão da variação cambial e da alienação de títulos públicos. Adicionalmente, passou a vigorar em 2002 a cobrança da Cide, incidente sobre a importação e comercialização de petróleo e seus derivados, cuja arrecadação respondeu por R\$ 7,2 bilhões,

de acordo com o Relatório Anual do Banco Central (BRASIL, 2002).

Um fato importante a ser destacado no segundo mandato é o esgotamento da arrecadação do processo de privatizações, que foi um fator importante no primeiro mandato.

O próximo ponto a ser destacado refere-se às questões patrimoniais, que tiveram os efeitos do câmbio como um importante fator de deterioração das contas públicas para o segundo mandato FHC.

Já no final de 1998 após as sucessivas crises internacionais de desvalorização das moedas dos países do sudeste asiático e da crise russa, o resultado foi o esgotamento das fontes de crédito externo. Em tal contexto, o Brasil apresentava-se como o próximo país a ter que deixar a sua moeda flutuar, pois se enxergava uma grande sobrevalorização da taxa de câmbio brasileira.

Em tal cenário o Brasil começou a ter uma perda acentuada de reservas internacionais e a crise era iminente. Assim, iniciaram-se as negociações para conseguir um pacote assistencial com o FMI. Uma das condições impostas pelo acordo era a manutenção de um ajuste fiscal destinado a obter um superávit consolidado de 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3,0% em 2001 (GIAMBIAGI; ALÉM, 2000).

Já do ponto de vista de gestão da dívida pública, o governo central acumulou dívida em títulos indexados ao dólar ao final de 1998. A estratégia era tentar convencer os agentes econômicos de que o governo não deixaria flutuar a moeda nacional, além de permitir às empresas nacionais fazer *hedge*, sem pressionar a procura por dólares. Contudo, a desvalorização ocorreu no início de 1999 e o resultado foi o aumento da relação DLSP/PIB, como mostrado no gráfico 5. Tal deterioração, segundo os mesmos autores, ocorreu devido tanto aos efeitos do câmbio sobre a dívida, quanto pela estagnação do PIB neste período.

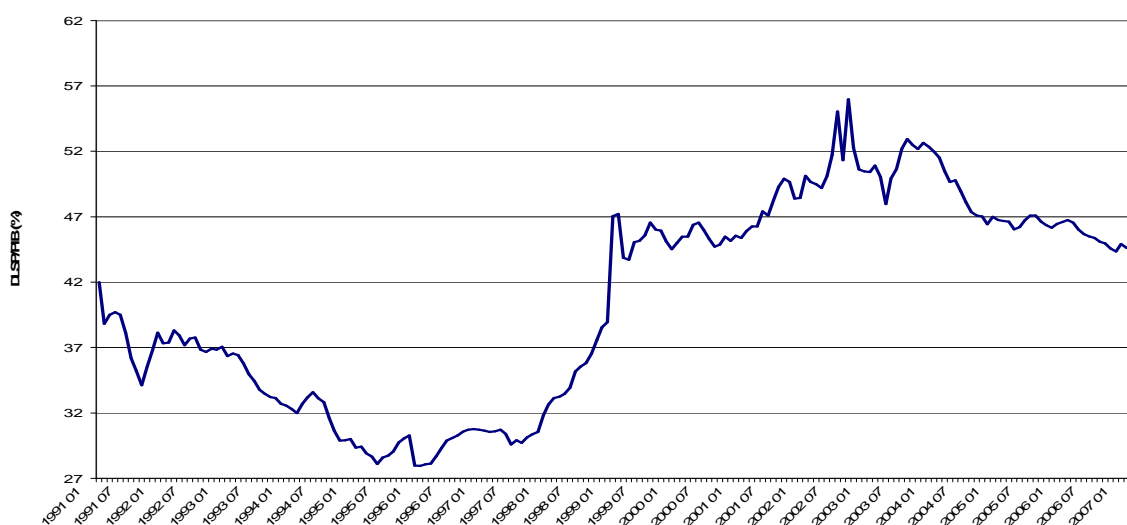


Gráfico 5. Evolução da DLSP (em % do PIB)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (BRASIL).

O aumento da dívida após o *overshooting* cambial de janeiro de 1999 levou a um novo acordo com o FMI, em que as metas de superávit primário foram revistas para cima em relação às metas do final de 1998. Tal revisão deu-se por dois motivos: em virtude da diminuição da credibilidade do mercado em relação à economia brasileira e ao próprio crescimento da dívida após a desvalorização (GIAMBIAGI; ALÉM, 2000).

Vale destacar que a composição patrimonial da dívida interna, que será estudada na seção 4, sofre um grande aumento dos títulos atrelados ao câmbio, que vão de 8,3 % em relação ao PIB em 1994 para 24,2 % em 1999 e 22,4 % em 2002, de acordo com a tabela 4. Montantes esses extremamente elevados em relação aos anos de 1994 e de 2006 que foram respectivamente de 8,3 e 1,3%.

Tabela 4 - Títulos públicos federais: participação por indexador (em % do PIB)

| Índice de Correção | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Total - R\$ milhões | 61.782 | 108.486 | 176.211 | 255.509 | 323.860 | 414.901 | 510.698 | 624.084 | 623.191 | 731.858 | 810.264 | 979.662 | 1.093.495 |
| Câmbio | 8,3 | 5,3 | 9,4 | 15,4 | 21,0 | 24,2 | 22,3 | 28,6 | 22,4 | 10,8 | 5,2 | 2,7 | 1,3 |
| TR | 23,0 | 9,0 | 7,9 | 8,0 | 5,4 | 3,0 | 4,7 | 3,8 | 2,1 | 1,8 | 2,7 | 2,1 | 2,2 |
| IGP-M | 12,5 | 5,3 | 1,8 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 1,6 | 4,0 | 7,9 | 8,7 | 9,9 | 7,5 | 6,0 |
| Over/Selic | 16,0 | 37,8 | 18,6 | 34,8 | 69,1 | 61,1 | 52,2 | 52,8 | 60,8 | 61,4 | 57,1 | 51,8 | 37,8 |
| Prefixado | 40,2 | 42,7 | 61,0 | 40,9 | 3,5 | 9,2 | 14,8 | 7,8 | 2,2 | 12,5 | 20,1 | 27,9 | 36,1 |
| TJLP | - | - | 1,4 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| TBF | - | - | - | - | 0,5 | 0,0 | - | - | - | - | - | - | 0,0 |
| IGP-DI | - | - | - | - | 0,1 | 2,1 | 4,4 | 3,0 | 3,1 | 2,4 | 1,8 | 1,1 | 0,9 |
| INPC | - | - | - | - | - | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| IPCA | - | - | - | - | - | - | - | - | 1,5 | 2,4 | 3,1 | 6,9 | 15,6 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Banco Central (BRASIL, de 1997 a 2006).

A crise de 1998/1999 criou condições para a aprovação de medidas que há muito tempo eram proteladas: como a reforma constitucional da Previdência Social, a questão do fator previdenciário e a LRF. Dado que na literatura há muitas evidências de que as instituições afetam o resultado fiscal dos países (POTERBA; VON HAGEN, 1999), serão analisadas a partir de então importantes medidas que foram tomadas para o fortalecimento das instituições.

As medidas fiscais citadas acima causaram uma grande melhora na postura fiscal brasileira, destacando-se, principalmente, a LRF (GOLDFAJN; GUARDIA, 2003). Contudo, a crítica que se faz ao ajuste iniciado a partir de 1998 é que este é feito pelo aumento de receita, e não pela contenção do gasto público (GIAMBIAGI, 2002).

As reformas estruturais do período como a administrativa e da previdência só foram aprovadas em 1998 e, além disso, um fator a se destacar é que muitos de seus efeitos demoraram a aparecer, de acordo com Giambiagi (2002). Dentre as reformas estruturais, destacam-se: reforma da previdência social brasileira, a aprovação da Emenda Constitucional, a LRF e o amadurecimento do ajuste dos estados.

A reforma da previdência social brasileira deve ser entendida como feita gradualmente, com avanços sucessivos. Assim, as primeiras medidas tomadas para corrigir as fontes de desequilíbrio fiscal e atuarial foram: a aprovação da Emenda Constitucional da previdência social no primeiro mandato em 1998 e a aprovação do “fator previdenciário” em 1999.

Quanto à aprovação da Emenda Constitucional, ela permitiu tornar um pouco mais rígidas as regras para aposentadoria da administração pública, fechando assim as brechas para privilégios como: as aposentadorias muito precoces e sem maior tempo de contribuição prévio. O segundo fator foi que ela permitiu “desconstitucionalizar” o cálculo das aposentadorias do INSS, que para qualquer mudança exige quorum menor, pois o assunto precisa ser remetido para lei ordinária. Já quanto à questão da aprovação do “fator previdenciário”, este estabeleceu que para o cálculo da aposentadoria deveria tomar-se como base a média dos 80% maiores salários de contribuição a partir de julho de 1994, além disso ele definia que tal média deveria ser multiplicada por um fator, baseado em critérios atuariais, diretamente proporcional à idade da pessoa e ao seu tempo de contribuição, de acordo com Giambiagi (2002).

Outra reforma importante foi a aprovação pelo Congresso, em 2000, da chamada LRF, sendo essa baseada na experiência bem sucedida da Nova Zelândia no combate à inflação e aos elevados déficits e dívida fiscal. Essa serve como uma diretriz para guiar a administração das finanças públicas dos níveis central, estadual e municipal. Alguns dispositivos incluídos na LRF são: teto para a despesa com pessoal, definição de regras rígidas para o comportamento do gasto com pessoal no fim do mandato das autoridades, impedimento da possibilidade de refinanciamentos ou postergação de dívidas entre entes da federação e aplicação de sanções para os casos de não cumprimento das regras da lei. Apesar da LRF representar apenas um primeiro passo na definição de um marco institucional mais rígido, ela

foi considerada um avanço importante para o controle das contas públicas, segundo Giambiagi (2002).

Outro fator positivo para o ajuste fiscal foi o amadurecimento do ajuste dos estados. Levando-se em conta os resultados ruins do governo estadual no período anterior 1995/1998, e as medidas para melhorar tal situação, destacando-se a federalização das dívidas mobiliárias estaduais, lançam-se as bases para a melhora do quadro fiscal desses. Cabe destacar que até o governo de Minas Gerais, que decretou o célebre calote e deixou de pagar o governo federal, não afetou de forma alguma o governo federal em termos de caixa, pois este fez uso de garantias e reteve os recursos daquele em montantes similares às parcelas não pagas, segundo Giambiagi (2002).

O último ano do governo FHC, 2002, foi marcado por um novo aumento da dívida externa e interna, como resultado da pressão sobre o câmbio em decorrência do risco eleitoral. Houve, contudo, uma substituição da dívida externa privada por dívida pública. O mecanismo funcionava da seguinte forma: o Banco Central fornecia divisas aos devedores privados para quitarem seus compromissos no exterior, abastecendo o mercado de câmbio para não pressionar ainda mais a cotação do dólar. Para tal o Bacen endividou-se junto ao FMI (GIAMBIAGI, 2006).

Um dos resultados mais importantes do 2º governo FHC foi que desde 1999 o Brasil baseia-se no tripé que é considerado o mais eficiente em termos de política macroeconômica: câmbio flutuante, superávit primário (equilíbrio fiscal) e metas de inflação.

Contudo, alguns autores criticam a adoção de um regime de metas de inflação em uma economia aberta que ainda não fez o ajuste fiscal, pois em caso de aumento das taxas de juros reais o efeito pode ser o de não atrair investidores para comprar os títulos da dívida, a chamada dominância fiscal. Esses viriam uma maior probabilidade de *default* da dívida e ainda o risco de aumento de inflação como resultados de desvalorizações cambiais

(BLANCHARD, 2004).

Para se compreender este mecanismo para a economia brasileira deve-se pressupor algumas condições características dessa, como: alto nível da dívida pública, uma economia aberta com taxa de câmbio flexível e a adoção do regime de metas de inflação. Em uma economia como essa, em que o aumento da taxa real de juros pode levar ao aumento da probabilidade de *default* da dívida, o efeito pode ser o contrário do desejado, que seria o de tornar a dívida pública mais atrativa. As equações abaixo permitem entender tal dinâmica.

Curva de Phillips Aceleracionista Aumentada pelas Expectativas:

$$\pi_t = \pi_t^* + \lambda(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t) + \varepsilon_t^S; \lambda > 0$$

Em que: $\pi_t^* = \phi\pi_t^e + (1-\phi)\pi_{t-1}$; $\phi > 0$

π_t = inflação no período t

ϕ = parâmetro para captar o efeito da inflação esperada em t sobre a inflação atual

π_t^e = inflação esperada para o período t

π_{t-1} = inflação passada (um período imediatamente posterior à t)

λ = parâmetro para captar o efeito do $>$ PIB sobre a inflação

Y_t = PIB no período t

\bar{Y}_t = PIB potencial

ε_t^S = termo para capturar os efeitos de um choque de oferta

Regra de Taylor:

$$r = b(\pi_t - \pi^*) + c(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t); b > 0; c > 0$$

r = taxa de juros real

b = parâmetro para capturar o efeito da inflação sobre a taxa de juros

π^* = meta de inflação

c = parâmetro que capta o efeito do PIB sobre a taxa de juros

Equação de dinâmica da dívida:

$$\dot{d} = (r - g)d(t) - sp + l - p + a$$

\dot{d} = crescimento da dívida

g = crescimento do PIB

sp = superávit primário

l = passivos ocultos

p = receita de privatizações

a = ajustes patrimoniais (ex.: $\uparrow e$ = efeitos de uma depreciação cambial)

A partir das equações acima é possível fazer o seguinte exercício: caso π_t aumente acima da meta estipulada de inflação pelo Banco Central π^* , esse irá aumentar a taxa de juros r . As conseqüências serão: o aumento da dívida que está atrelada a taxa de juros, o que levará os investidores a perceberem uma maior chance de *default* da dívida. Esses, então, retirariam os recursos investidos resultando em uma depreciação cambial, que desencadearia uma maior inflação. E assim estaria configurada a chamada dominância fiscal.

Essa poderia ser representada, então, pelo esquema abaixo:

$$\uparrow \pi_t (\pi_t > \pi^*) \rightarrow \uparrow r \rightarrow \uparrow d(t) \rightarrow \uparrow \dot{d} \rightarrow \uparrow e \text{ (depreciação cambial)} \rightarrow \uparrow \pi_t \dots$$

Esse seria o cenário em que se encontraria a economia brasileira em 2002, ao final do governo FHC, segundo o mesmo autor. Nesse período houve o que ficou conhecido como “risco eleitoral” ou “risco Lula” a partir do segundo semestre de 2002, em que o medo de uma possível *default* na dívida levou o mercado a forçar grandes desvalorizações cambiais. O resultado foi mais um aumento da dívida externa e interna que já havia sofrido um aumento com a mudança de regime cambial de 1999 e da DLSP/PIB.

Contudo, a hipótese da dominância fiscal levantada por Blanchard para o Brasil no período 2002/2003 é de certa forma discutível e relativizada em razão do autor desconsiderar o canal da demanda agregada e gerar um possível viés de estimação ao considerar a SELIC como uma taxa de juros livre de risco (LOYO, 2004).

O regime de metas de inflação levaria, no caso do Brasil, a um alto custo fiscal devido a duas razões. A primeira é em virtude do uso da regra de Taylor, que não deveria apenas considerar a meta junto com a taxa de juros para um dado hiato de produto, mas também deveria considerar outras variáveis como a taxa de câmbio e de desemprego conjuntamente. A outra seria que o regime de metas deveria ser desenhado para gerenciar a política monetária, e não para mudar o regime da política monetária (BRESSER-PEREIRA; SILVA, 2006).

De acordo com Arida, Bacha e Resende (2004) a política monetária brasileira foi pega no chamado ‘bad equilibrium’ caracterizado pela dominância fiscal após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999. O chamado ‘good equilibrium’ só seria alcançado quando para se obter a mesma taxa de inflação, tudo o mais constante, fosse possível manter taxas de juros reais baixas e uma baixa percepção de risco para a dívida pública. Assim, quando a dívida

doméstica é muito alta, a tentativa de se controlar a inflação com base na política monetária pode resultar em um resultado perverso: o aumento das taxas de juros reais leva a uma piora do desequilíbrio fiscal, aumento da percepção de risco e aumento do prêmio de risco demandado pelos credores.

Os autores também criticam a obtenção de superávits primários por meio de impostos e outras fontes de receita governamentais devido à grande distorção que há no sistema tributário brasileiro. Além disso, os gastos do governo geram um forte efeito *crowding out*, forçando o aumento da taxa de juros. Uma redução e racionalização do gasto público seria o mais adequado, ao invés de se prezar apenas o aumento da receita via uma alta carga tributária.

Nesta subseção foi visto que o fim do segundo mandato FHC foi marcado pela contínua deterioração da relação DLSP/PIB, em que alguns autores chegam a definir um quadro de dominância fiscal na economia brasileira. Tal deterioração foi marcada tanto pelo aumento da dívida interna quanto da externa, devido, principalmente, às questões patrimoniais. Essas são um resultado do impacto do *overshooting* cambial de 1999 e da desvalorização cambial ao longo de 2002. Observa-se também um descolamento entre o resultado operacional e nominal devido ao aumento da inflação. Esse último piora em relação ao governo anterior passando na média do período do primeiro governo FHC de um déficit de 6,8% do PIB para 7,14% do PIB no segundo governo FHC.

O resultado positivo deste período em relação ao primeiro mandato é o início de uma trajetória de superávits primários. Esses ocorrem como resultado das novas medidas impostas pelo FMI nos acordos firmados em 1998 e 1999. Somando-se ao fato dessa nova postura de obtenção de superávits primários, destaca-se o papel das instituições ao implementar um conjunto de medidas para melhorar o desempenho fiscal, especialmente a LRF.

3.3 Evolução da Dívida no 1º Governo Lula

O início do governo Lula é marcado pelo seguinte contexto: inflação elevada, forte pressão no câmbio e um elevado risco-país. Este cenário era resultado do que ficou conhecido como risco eleitoral ou risco Lula que passou a vigorar com a proximidade das eleições de 2002.

Logo após os efeitos negativos do risco eleitoral sobre a dívida pública; no primeiro ano do governo, que chega ao seu ponto mais elevado desde o plano Real: 52% do PIB; inaugura-se uma reversão da evolução da DLSP/PIB. Diminuição essa que marcará o primeiro mandato do governo.

Um fato marcante no primeiro governo Lula é a reversão na trajetória de crescimento da dívida externa. Um dado importante a ser destacado em 2004 é a redução da exposição cambial dos títulos da dívida interna. A política adotada pelo governo Lula foi a de não renovar os títulos cambiais e substituí-los por outros papéis. Além disso, adotou-se uma política de recomposição de reservas internacionais, em que eram colocados títulos da dívida interna para enxugar a liquidez. O resultado de tal política foi o virtual desaparecimento da dívida externa líquida (GIAMBIAGI, 2006). Já a dívida interna continuou em uma trajetória ascendente.

Analisando-se as NFSPs observa-se que dado que a inflação, passado o risco eleitoral de 2002, foi baixa no período, as NFSPs pelo conceito nominal e operacional convergiram. Cabe destacar a grande melhora nas NFSPs pelo conceito nominal em relação ao governo anterior, que passou de um déficit de 7,2% para 2,8% do PIB. Houve uma melhora tanto pelo

lado das despesas com juros nominais e menor incidência do efeito dos juros, reflexo da queda da SELIC passada a crise eleitoral, quanto pelo maior superávit primário quando comparados ao governo anterior. No gráfico 6 pode-se ver a evolução do taxa SELIC, juntamente com a taxa de câmbio PTAX.

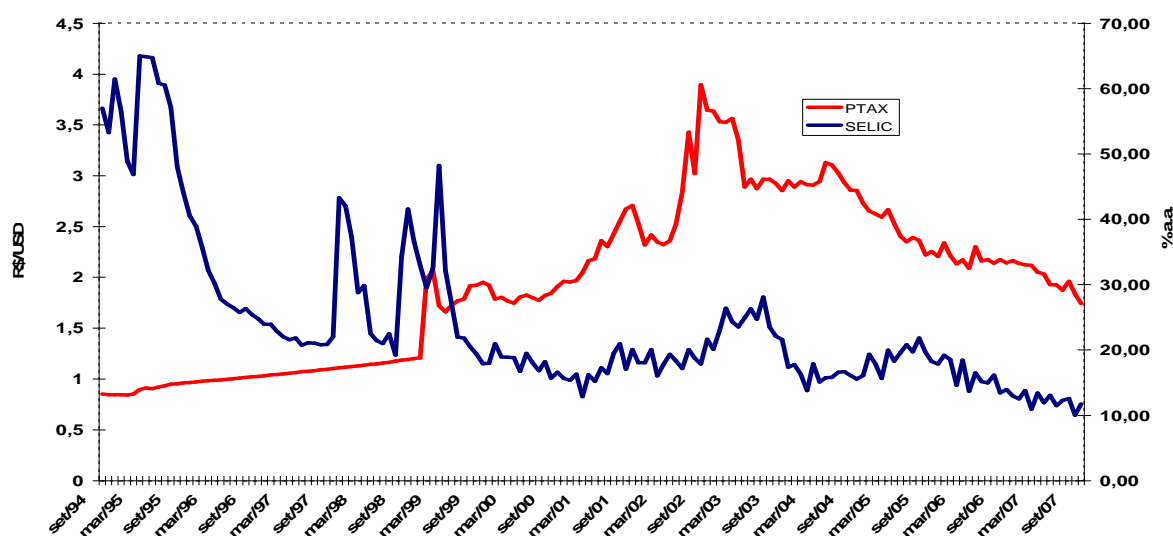


Gráfico 6. Evolução da taxa de câmbio (PTAX) e da taxa de juros (SELIC)

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IPEA.

A média das despesas de juros nominais caiu em relação ao governo anterior de 10,5% do PIB para 6,9%. O outro fator para explicar as NFSPs pelo conceito nominal são os superávits primários do período.

O primeiro mandato do governo Lula é marcado pela melhora do superávit primário em relação ao segundo governo FHC. O novo governo tomou logo no início de seu mandato as seguintes medidas para superar os resquícios da crise de 2002: anunciou as metas de inflação revistas (IPCA) de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004; com o intuito de debelar a ameaça inflacionária aumentou para 26,5% a taxa de juros nominal SELIC; elevou de 3,75% para 4,25% do PIB a meta de superávit primário do setor público em 2003; comprometeu-se, na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) encaminhada ao Congresso em abril daquele ano, a

conservar a mesma meta de 4,25% do PIB de superávit primário durante todo o período de governo; e submeteu à apreciação do Congresso duas Propostas de Emenda Constitucional (PEC) referentes à previdência social e ao sistema tributário, que foram posteriormente aprovadas (GIAMBIAGI, 2006).

Na análise da contribuição dos diversos segmentos do setor público, houve uma melhora no superávit como proporção do PIB em todas as esferas do governo.

O governo central obteve uma melhora expressiva do superávit primário em relação ao governo anterior, dando continuidade às metas de se fazer superávit primário negociadas com o FMI já pelo governo anterior. O superávit primário observado foi decorrência tanto de níveis mais altos de despesa quanto de receita (como proporção do PIB) em relação à média do governo anterior. Pelo lado da despesa destacam-se: o novo aumento da despesa primária total do Governo Central incluindo as transferências para estados e municípios; o peso crescente das despesas do INSS (que foram pressionados pelo crescimento real do salário mínimo e da quantidade mensal de benefícios pagos devido ao aumento da expectativa de vida dos brasileiros e extensão desses benefícios aos segmentos carentes da população), que aumentaram em todos os anos; redução da despesa com pessoal e o maior peso de OCC.

Os estados e municípios também apresentaram um superávit (em relação ao PIB) crescente em relação ao governo anterior. Tal aumento se deu em parte graças à maior receita do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e em virtude das maiores transferências do governo Central para estados e municípios (GIAMBIAGI, 2006).

Para as empresas estatais o seu resultado primário está ligado, em geral, à trajetória das empresas federais, em que a Petrobras responde pela maior parte do resultado. Já no caso das estatais estaduais e municipais a maior parte do ajuste já ocorrera antes devido, principalmente, à privatização dessas, de acordo com Giambiagi (2006).

Já ao se analisar o lado da receita houve um forte aumento da carga tributária, destacando-se: o aumento da Cofins em 2004, a receita do PIS-Pasep e o aumento da tributação sobre as pessoas jurídicas via Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) em 2005.

Com respeito às questões patrimoniais destaca-se o papel dos efeitos positivos do câmbio sobre a dívida. A reversão se dá em virtude da valorização cambial (gráfico 6), após o fim do risco eleitoral, que resulta em ajustes patrimoniais positivos a partir de então.

Conclui-se que: o primeiro mandato do governo Lula é marcado pela melhora da relação DLSP/PIB e pela reversão do aumento da dívida externa. Destacando-se o virtual desaparecimento dessa em 2006.

Já quanto às NFSPs, houve uma melhora das NFSPs pelo conceito nominal em relação ao período anterior. Houve uma melhora tanto pelo lado das despesas com juros nominais quanto pelo maior superávit primário quando comparados ao governo anterior.

Destaca-se no período o aumento dos superávits primários. Na análise da contribuição dos diversos segmentos do setor público, houve melhora no superávit como proporção do PIB em todas as esferas. O superávit primário apresentou o seu resultado mais significativo, depois do resultado de 1994. Tal fato evidencia a continuidade do esforço fiscal com o intuito de garantir a sustentabilidade da dívida pública. Este aumento do superávit primário veio tanto pelo aumento da receita quanto da despesa.

Finalmente, vale enfatizar que o primeiro governo Lula não teve nenhum fator negativo significativo de ajuste patrimonial. Contrariamente ao segundo governo FHC, houve um ajuste patrimonial positivo em virtude da valorização cambial que se seguiu após os efeitos remanescentes do risco eleitoral de 2002.

4 ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA

Feita a contextualização do histórico do desequilíbrio fiscal brasileiro a partir do Plano Real, faz-se importante agora discutir nesta seção a questão patrimonial ou da composição da dívida. Pois, tão importante quanto o tamanho da relação DLSP/PIB é o seu prazo de maturidade e a sua composição, ou seja, a que variáveis os títulos da dívida estão indexados. Para realizar tal análise, deve-se estudar o comportamento da dívida pública mobiliária federal (DPMF), cujos títulos estão indexados a variáveis como: câmbio, juros, inflação, índice de preços etc., considerando-se que esses podem ser pós-fixados ou prefixados. Mais especificamente será abordada a dívida mobiliária federal interna (DPMFi) por representar a maior parte da dívida, uma vez que a dívida pública federal externa (DPFe) constitui parcela minoritária da dívida total.

O próximo passo será analisar o risco da dívida, que pode ser dividido em três tipos de riscos: de refinanciamento, de mercado e de estratégia. Aborda-se, finalmente, o estudo da volatilidade da dívida, destacando-se os dois períodos de “choque” cambial, 1999 e 2002, como os períodos de maior volatilidade. Esta seção divide-se em duas subseções: a primeira estuda a composição da dívida e a segunda analisa as características e risco da dívida pública.

4.1 Composição da Dívida

Hoje, discute-se que um dos entraves à diminuição do custo da dívida é que essa é de curto prazo e está indexada a variáveis que são muito voláteis em períodos de choque na

economia, como a taxa de câmbio e a taxa de juros *Over*/SELIC pós-fixada. Portanto, o aumento da participação de títulos pré-fixados e de prazos mais longos seria uma proposta defendida por muitos economistas em um cenário em que a política econômica aponta para a redução dos juros. Contudo, o que se observa foi que no início de 1999 (fim do regime de *crawling peg*) e fim de 2002 (risco eleitoral), houve um significativo aumento da taxa de câmbio e da taxa de juros, esta última como resposta ao aumento da inflação. O resultado foi que a dívida passou a ter uma maior participação de títulos pós-fixados e indexados ao câmbio.

De acordo com o gráfico 7 é possível perceber, claramente, a queda na participação de títulos indexados ao câmbio e mais recentemente de títulos indexados pós-fixados, como um reflexo da atual política monetária de sinalização de queda na taxa SELIC, e um aumento da participação de títulos indexados a índice de preços e títulos prefixados.

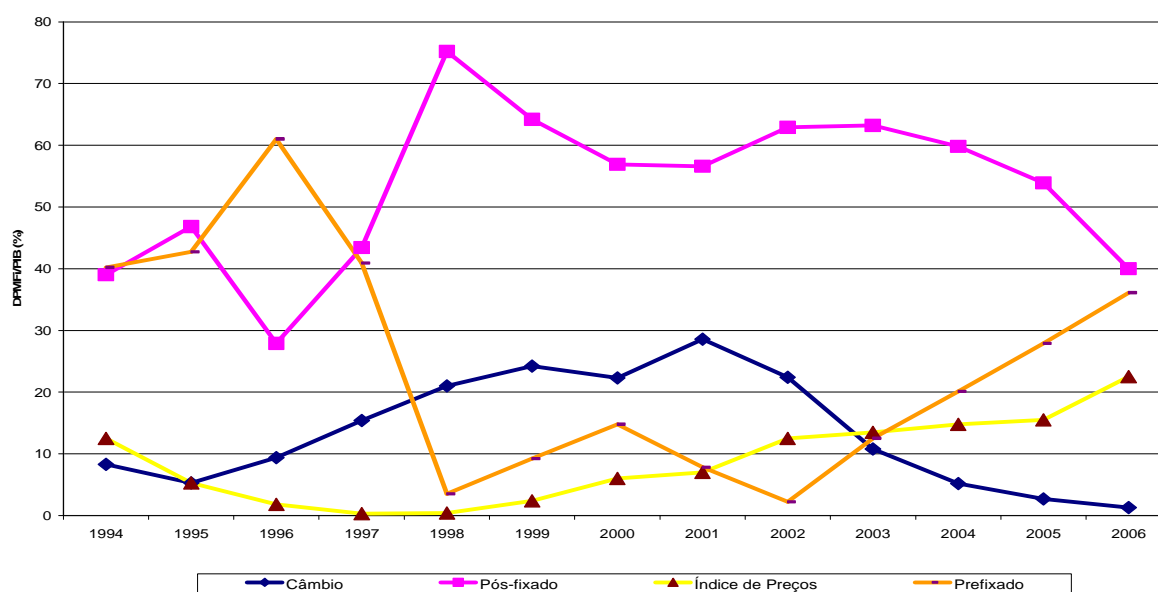


Gráfico 7. Composição da DPMFi

Fonte: elaboração própria a partir de dados do Banco Central (BRASIL, de 1997 a 2006).

Uma das dificuldades para se alongar e gerenciar o perfil da dívida, além da exigência por parte do mercado de prêmios mais altos pelo elevado risco sistêmico que eles vêem nas contas públicas e nas instituições brasileiras, é que após as crises (asiática e russa) e os “choques” cambiais (depreciação cambial de 1999 e eleições de 2002), houve uma maior dificuldade em se diminuir o custo da dívida, além da dificuldade em se mudar a sua composição e alongar o seu perfil.

Nesse sentido, o Brasil, apesar de seu esforço fiscal, acaba sofrendo “choques” (grande aumento nas variáveis taxa e câmbio e de juros) e, conseqüentemente, vê o custo de sua DPMF aumentar por ser considerado um país com elevado risco sistêmico e um histórico de *defaults*. Daí surge a chamada *intolerância da dívida* (REINHART, ROGOFF; SAVASTANO, 2003), que significa que níveis de dívida considerados aceitáveis para países desenvolvidos, não o são para países em desenvolvimento devido ao seu histórico de *defaults*.

O Brasil em 1995 logo após o início do Plano Real, sofreu com os efeitos da crise mexicana, o chamado “efeito Tequila”⁵. Em um contexto de regime de *crawling peg*, ao logo do primeiro governo FHC, utilizou-se a taxa de juros para manter a taxa de câmbio fixa. O resultado foi uma mudança na composição da dívida pública, gerando o aumento de títulos indexados à taxa de juros (as LFTs). Posteriormente, em outro contexto, logo após a reeleição de FHC em 1999, não foi mais possível manter o regime de *crawling peg* e o câmbio foi fortemente desvalorizado, mudando-se para um regime de câmbio flexível.

O resultado de tais ataques especulativos sobre a economia brasileira foi que eles geraram uma alta volatilidade em variáveis como o câmbio e taxa de juros e, conseqüentemente, à dívida pública que se tornara mais atrelada a essas.

Tais choques levaram à diminuição na colocação de títulos prefixados, que caíram de 61 % na composição dos títulos públicos federais em 1996 para apenas 2,2 % em 2002, e a

⁵ O México foi vítima dos chamados *ataques especulativos auto-realizáveis* (SACHS; TORNELL; VELASCO, 1996), em que uma das variáveis a ser olhada é se a taxa de câmbio está muito sobrevalorizada.

volta do aumento da participação das LFTs (*Over/SELIC*) na composição da DPMFi, que são títulos com taxas de juros flutuantes (também chamados títulos pós-fixados) cujos preços são reajustados diariamente de acordo com a taxa SELIC, que passaram de 18,6 % em 1996 para 61,1 % em 1999 e 60,8 % em 2002, atingindo o seu maior pico em 1998 (69,1 %), no que se refere ao período abordado na tabela 4. Além disso, observa-se claramente o grande aumento da participação de títulos atrelados ao câmbio antes da grande desvalorização de 1999 e antes das eleições de 2002. Períodos esses em que os demandantes da dívida pública anteciparam grandes desvalorizações cambiais como sendo inevitáveis.

As LFTs e as LBCs, que foram as suas antecessoras criadas na época do Plano Cruzado, foram concebidas como uma solução financeira engenhosa para enfrentar aquele período de forte aceleração inflacionária, em que a provável fuga de moeda e de ativos financeiros era muito grande. Nesse ambiente, a demanda por títulos prefixados era praticamente inexistente devido à crescente incerteza com relação à taxa de inflação e à taxa nominal de juros (MORAES, 2006). Nesse contexto, a criação das LFTs garantiu naquele momento uma demanda pela dívida pública. Contudo, a grande crítica feita às LFTs é a sua rigidez em relação às decisões de política monetária. Pois, ao contrário dos países desenvolvidos, boa parte da dívida pública no Brasil está atrelada ao *overnight* e, assim, quando há aumento da taxa de juros básica não se consegue o impacto desejado dessa política monetária, que é o de contração de riqueza. Essa perda de força da política monetária explicaria para muitos as elevadas taxas de juros apresentadas nos últimos anos na economia brasileira.

Uma questão que está em debate como uma forma de se diminuir a DPMFi, que hoje é composta em sua maior parte por LFTs, é como se alongar o perfil da dívida e diminuir o seu custo em períodos de choque. Segundo Garcia e Salomão (2006) para se reduzir o risco do endividamento público e o risco sistêmico da economia, dever-se-ia diminuir a participação

das LFTs na DPMFi. Para esses autores, ao se indexar a dívida ao dólar ou à taxa SELIC, o governo tornaria a dívida mais arriscada. Ainda segundo esses autores, há vários obstáculos para se fazer uma mudança na composição da dívida “O mais evidente advém do fato de nosso mercado financeiro ter ficado ‘viciado’ em taxas diárias, como a SELIC e o Certificado de Depósito Interbancário (CDI)” (GARCIA; SALOMÃO, 2006, p.143). Para os autores, o alongamento da dívida deve passar, necessariamente, pela alteração da demanda final dos fundos e tal mudança envolve tanto aspectos culturais quanto regulatórios. Levando-se em conta que a expectativa é que a trajetória futura da SELIC decline, agora seria um momento propício para tais mudanças (GARCIA; SALOMÃO, 2006).

De acordo com (GIAVAZZI; MISSALE, 2004) as evidências empíricas sugerem que a DPMFi deveria ter, em sua composição, menos títulos pós-fixados indexados à SELIC (como as LFTs), e mais títulos indexados a índice de preços assim como a parcela de títulos prefixados deveria aumentar. Portanto, tal estratégia serviria como uma espécie de seguro ou *hedge* para períodos em que houvesse um aumento da SELIC como resposta a choques na economia “Fixed-rate debt avoids large interest payments when the Selic rate rises during a crisis or reacts to negative supply shocks and thus when debt stabilization is endangered by slow output growth” (GIAVAZZI; MISSALE, 2004, p. 2). Os autores ainda defendem a idéia de que se o prêmio a termo exigido pela obtenção dos títulos prefixados não for alto, a emissão desses aumentará a probabilidade de estabilização da dívida “We provide evidence on the term premium which suggests that such a strategy is indeed optimal. The empirical evidence strongly supports the funding strategy of Brazilian Treasury in 2003 of relying heavily on fixed-rate LTN bonds” (GIAVAZZI; MISSALE, 2004, p. 3).

Segundo o Plano Anual de Financiamento (PAF) da STN (BRASIL, 2006a), a sua estratégia de emissão da DPMFi visa “[...] o aumento da participação de títulos prefixados e remunerados a índices de preços, com correspondente redução da participação dos títulos

remunerados pela SELIC e pelo câmbio.” (BRASIL, STN, 2006a, p. 20). Para a gestão do STN, tal composição diminui bastante o risco de mercado, que reflete variações no valor do estoque da DPF decorrentes de variações nas condições de mercado, tais como variações nas taxas de juros, na inflação e no câmbio. Os benefícios dessa composição da DPMFi, especialmente a maior participação dos prefixados, seriam notáveis em situações extremas de tensão financeira ou de choques econômicos, de acordo com tal relatório do STN.

Já para Resende (2006), o que leva a economia brasileira hoje a ter uma dívida curta e composta principalmente por LFTs é porque o risco sistêmico ou risco jurídico do país é alto. Portanto, a relação de causalidade é que a redução da incerteza levaria ao alongamento, e não o contrário, principalmente se o alongamento for artificialmente induzido. Assim, uma política econômica que reduza a incerteza, conseqüentemente, reduzirá a preferência do público por liquidez diária e levará ao seu alongamento. Nessa lógica, a redução das LFTs na composição da dívida resultaria, naturalmente, desse processo, da menor percepção do risco e de incerteza sobre a dívida por parte dos investidores, e não, artificialmente, por uma imposição regulatória.

Assim percebe-se que grande parte da dívida está atrelada a variáveis mais voláteis como o câmbio e a taxa de juros (LFTs). Destacando-se principalmente esta última devido ao elevado risco sistêmico presente na economia brasileira e a aspectos culturais como o mercado ter ficado viciado em remuneração diária atrelada a taxa de juros SELIC. Já os títulos atrelados ao câmbio apresentaram maior participação em períodos em que o mercado antecipou ou previu grandes desvalorizações cambiais.

A questão que foi enfatizada nesta subseção é que a dívida atrelada às variáveis como câmbio e juros tornam a dívida pública muito arriscada devido aos grandes choques observados na economia brasileira nessas duas variáveis no período a que se refere este estudo. Uma das questões levantadas por muitos autores, além de fazer parte da política

recente de gestão da dívida pelo Tesouro, é a idéia de se fazer uma espécie de seguro contra “choques” na dívida, ou seja, minimizar o custo da dívida em períodos de tensão financeira, atrelando a dívida a variáveis menos voláteis, que seriam os títulos prefixados e indexados a índice de preços. O intuito dessa medida é reduzir o chamado risco de mercado sobre a dívida.

Diante desse grande aumento da DPMFi no período recente e da dificuldade de se alongar a dívida e reduzir sua vulnerabilidade a choques, tendo grande peso nesse fato a participação das LFTs, torna-se clara a importância de se aprofundar o debate sobre questões relacionadas à área.

4.2 Características e Análise de Risco da Dívida Pública Mobiliária Interna (DPMFi)

Para se entender a estrutura da dívida pública, deve-se estudar além de sua composição, como foi feito na seção anterior, a forma de emissão e negociação dos títulos da dívida e os tipos de riscos que afetam a dívida. Esta subseção abordará essas questões, e ao final evidenciará os períodos de maior volatilidade da dívida.

Faz-se importante saber quais são os principais títulos negociados e quais são seus indexadores (tabela 5).

Tabela 5 – Características dos principais títulos negociados

| Título | Indexador | Descrição | Juros | Atualização do Valor Nominal | Pagamento de Juros |
|--------|------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--|--------------------|
| LTN | prefixado | Letras do Tesouro Nacional | Não há, estão implícitos | Não há | Não há |
| NTN-F | prefixado | Notas do Tesouro Nacional Série F | Cupom semestral de juros: 10% a.a. | Não há | Semestralmente |
| NTN-B | índice de preços | Notas do Tesouro Nacional Série B | Cupom semestral de juros: 6% a.a. | IPCA | Semestralmente |
| NTN-C | índice de preços | Notas do Tesouro Nacional Série C | Cupom semestral de juros: 6% a.a. | IGPM | Semestralmente |
| NTN-D | dólar | Notas do Tesouro Nacional Série D | Cupom semestral de juros: 6% a.a. | pela variação da cotação de venda do dólar | Não há |
| LFT | SELIC | Letras Financeiras do Tesouro | Não há | SELIC | Não há |

Fonte: elaboração própria.

A emissão dos títulos da DPMFi por oferta pública é feita por meio de leilões sob forma competitiva com preços múltiplos, à exceção dos leilões de LFT e NTN-B, que são realizados na modalidade de leilão holandês ou chamado preço único. O leilão tradicional é a principal forma de negociação dos títulos e é feito da seguinte forma: são realizados em sistema eletrônico do Banco Central em que cada participante (bancos, corretoras, distribuidoras e outras instituições registradas no SELIC) pode propor até cinco ofertas para cada um dos títulos ofertados, conforme definido em Portaria. Os leilões de títulos prefixados (LTN e NTN-F), por exemplo, são realizados semanalmente, sempre às quintas-feiras, com emissão e liquidação financeira às sextas-feiras.

Desde 2002 o Tesouro implementou o Programa Tesouro Direto, que tem por objetivo facilitar o acesso das pessoas físicas ao mercado de títulos públicos. Neste caso, adota-se o sistema *tap system*, em que o administrador da dívida pública fixa o preço de venda dos títulos. Esse sistema é utilizado tanto para a compra quanto para a venda dos títulos, cujos preços de referência são estipulados a partir dos parâmetros observados no mercado primário e secundário.

No leilão as propostas são listadas obedecendo-se ordem decrescente de preços (ordem crescente de taxas), no caso dos leilões de venda (ocorrendo o inverso nos leilões de compra). A seleção das propostas vencedoras efetua-se com base em um dos seguintes critérios: melhor preço para o Tesouro Nacional (leilão tradicional); ou preço único (leilão holandês) para todas as propostas aceitas, sendo que serão acatadas aquelas de preços iguais ou superiores ao mínimo aceito, no caso de leilões de venda, e preços iguais ou inferiores ao máximo aceito, no caso dos leilões de compra.

A partir de Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional tornam-se públicas as condições específicas de cada leilão, dentre as quais: tipo; quantidade; prazo; taxa de juros e

data-base (quando couberem), que servirá como data de referência para atualização do valor nominal dos títulos; data da emissão; liquidação financeira; vencimento dos títulos e demais características de cada título ofertado.

Além da realização dos leilões em sua forma tradicional, o Tesouro Nacional realiza também outros três tipos de leilão: oferta firme, leilão de compra e leilão de troca.

A chamada oferta firme é utilizada para se emitir em mercado títulos mais longos, em que ainda não haja forte consenso de taxas.

No leilão de compra o Tesouro Nacional adquire títulos em circulação no mercado. Dois são os objetivos deste leilão: a desconcentração de vencimentos e o incentivo à liquidez do mercado secundário. Já o leilão de troca apresenta os mesmos objetivos do leilão de compra. Entretanto, o Tesouro coloca à venda novos títulos e recebe como pagamento títulos em circulação no mercado, previamente definidos na portaria do leilão (BRASIL, 2007a).

Além das emissões por ofertas públicas existem as emissões diretas de títulos da DPMFi. Definem-se como emissões diretas de títulos da DPMFi aquelas destinadas a atender finalidades específicas, definidas em Lei. Caracterizam-se pela colocação direta de títulos públicos sem a realização de leilões ou outro tipo de oferta pública. Alguns exemplos de emissões diretas são: securitização de dívidas, pagamento de equalização de taxa de juros do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX); caução de recursos financeiros depositados em conta judicial (FUNAD); financiamento a estudantes do ensino superior e garantia de recebimento de dívidas previdenciárias das Instituições de Ensino Superior (FIES); emissões para fins de reforma agrária (TDA), dentre outros (BRASIL, 2007b).

Segue abaixo na tabela 6 a emissão e resgate no mercado primário dos títulos dívida por tipo de indexador abertos em DPMFi e DPFe.

Tabela 6 – Principais títulos e seus indexadores (nov/06 – out/07 em R\$ milhões)

| | Emissão | | Resgate | | Emissão Líquida |
|---------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| DPMFi | 540.267,00 | 97,79% | 543.961,00 | 93,54% | -3.694,00 |
| Prefixados | 298.901,00 | 54,10% | 279.517,00 | 48,07% | 19.384,00 |
| Índice Preços | 113.447,00 | 20,53% | 72.760,00 | 12,51% | 40.687,00 |
| Selic | 122.655,00 | 22,20% | 184.489,00 | 31,73% | -61.834,00 |
| Câmbio | 402,00 | 0,07% | 4.150,00 | 0,71% | -3.748,00 |
| TR | 4.862,00 | 0,88% | 3.045,00 | 0,52% | 1.817,00 |
| Outros | 0,00 | 0,00% | 0,00 | 0,00% | 0,00 |
| DPFe | 12.203,00 | 2,21% | 37.558,00 | 6,46% | -25.355,00 |
| Dólar | 8.008,00 | 1,45% | 27.586,00 | 4,74% | -19.578,00 |
| Euro | 147,00 | 0,03% | 7.016,00 | 1,21% | -6.869,00 |
| Real | 4.047,00 | 0,73% | 906,00 | 0,16% | 3.141,00 |
| Iene | 0,00 | 0,00% | 1.420,00 | 0,24% | -1.420,00 |
| Outros | 1,00 | 0,00% | 630,00 | 0,11% | -629,00 |
| DPF | 552.470,00 | 100,00% | 581.519,00 | 100,00% | -29.049,00 |

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

Destaca-se o peso da dívida indexada aos títulos prefixados, indexados a índice de preços e à SELIC; essa última tendo um resgate maior do que a sua emissão. O mesmo ocorrendo para a parcela da DPFe atrelada ao dólar, apesar de ter pouca representatividade em relação à DPF. Entretanto, dado que o percentual da dívida emitida e resgatada por indexador pode mudar significativamente ao longo dos meses, elaborou-se um gráfico para mostrar tal evolução das emissões líquidas (gráfico 8).

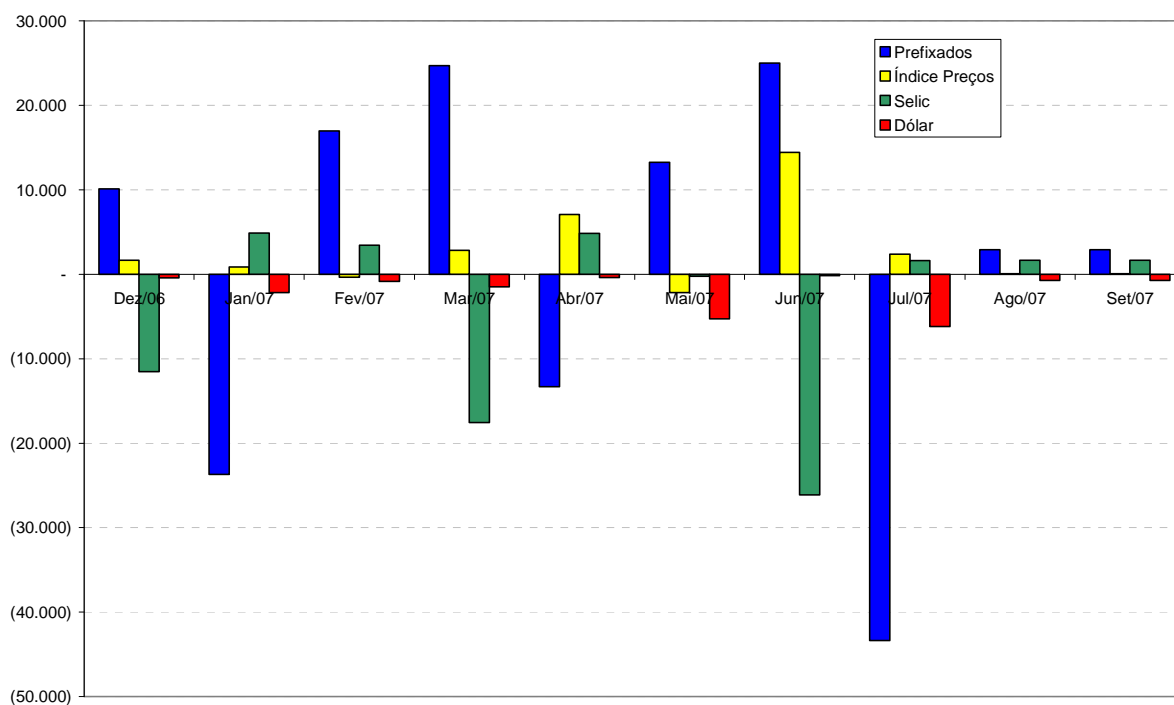


Gráfico 8. Emissões Líquidas da DPF (R\$ milhões)

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

No mercado secundário o volume médio diário de títulos negociados chegou a R\$ 13,2 bilhões, em setembro, um aumento de 20,17% em relação ao mês anterior. Os títulos prefixados continuaram sendo os mais negociados, representando 55,51% do total.

Os principais riscos sob constante avaliação e para os quais o Tesouro Nacional desenvolve estratégias de mitigação são: o risco de refinanciamento, risco de mercado e risco de estratégia de acordo com o Plano Anual de Financiamento (PAF) da STN (BRASIL, 2006a).

O risco de estratégia diz respeito à capacidade de cumprimento das metas apresentadas no PAF por parte do Tesouro Nacional. Avalia-se se as estratégias necessárias para o cumprimento das metas são consistentes com as emissões recentes realizadas, que objetivam alongar o perfil da dívida e indexá-la mais a títulos prefixados e indexados a índice de preços.

Assim, o risco de estratégia comporta o acompanhamento de se a estratégia traçada para se diminuir o risco de mercado e de refinanciamento da dívida estão sendo cumpridos.

O risco de refinanciamento se relaciona com a possibilidade de o Tesouro Nacional ter que suportar elevados custos para se financiar no curto prazo. Esse risco está associado ao perfil de vencimentos da dívida. A avaliação desse risco utiliza indicadores como o percentual vencendo em 12 meses e o prazo médio. Para se reduzir o risco de refinanciamento da dívida, o Tesouro tenta reduzir a concentração de vencimentos e alongar a dívida para prazos maiores. Levando-se em consideração emissões feitas em 2006; mais de 80% das emissões em títulos prefixados e indexados a índice de preços, e que esse padrão continue para 2007; o Tesouro projeta que a meta para a composição da DPMFi, que representa em torno de 90% da DPF, será cumprida de forma natural.

De acordo com Figueredo e Megale (2006) as dificuldades de alongamento não se restringem à estratégia da política monetária, mas também a: aspectos regulatórios, a estrutura do mercado de fundos mútuos e a própria volatilidade macroeconômica do país. Para esses autores a solução de tal problema deve combinar políticas econômicas que reduzam a volatilidade macroeconômica com medidas microeconômicas de incentivo à demanda por riscos nos mercados financeiros domésticos. Tais medidas seriam: reformas para tornarem sustentáveis os sistemas de previdência pública e privada, uma ampla desvinculação das receitas orçamentárias e uma mudança na estrutura tributária do país. Somando-se a essas, segundo os mesmos autores, deve-se persistir no arcabouço de políticas que vêm sendo adotadas desde 1999, cuja base é o tripé: metas de inflação, superávits primários e câmbio flutuante. Essas seriam algumas reformas estruturais pelas quais o país deveria passar para diminuir o risco sistêmico que leva às altas taxas de juros reais de curto prazo apresentadas no país. Ademais, devem-se manter políticas de incentivo à demanda de ativos de longo prazo a serem adquiridos pelos fundos de pensão e seguradoras, fundos multimercado e investidores

estrangeiros. Para os fundos de pensão e seguradoras tais medidas incluem modificações na legislação para que esses contabilizem da mesma maneira seus ativos e parte mais relevante de seu passivo atuarial a preços de mercado e reformas para fazer com que os fundos sejam estimulados a buscar o maior rendimento possível, e não apenas ultrapassar uma dada meta. Para os fundos multimercado deveria haver uma distinção tributária para fundos de curto prazo (até 30 dias) e fundos com resgate de longo prazo, destacando-se que a legislação só deveria permitir alavancagem apenas nos fundos de longo prazo. O resultado esperado seria o aumento do número de fundos agressivos assumindo efetivamente o seu papel de tomadores de risco e também colaboraria para a disseminação de uma cultura de investimentos de longo prazo entre os poupadores brasileiros. E por último para os investidores estrangeiros devem ser adotadas medidas de incentivo ao ingresso de investidores estrangeiros.

Com tais medidas o resultado esperado é a atração de uma massa de investidores dispostos a assumir riscos em busca de retornos maiores no longo prazo.

Uma das estratégias traçadas pelo Tesouro é a de se alongar o prazo médio da dívida interna. No gráfico 9 evidencia-se a contínua elevação no prazo médio da dívida interna no período recente. Observa-se que em 2001 o prazo médio alcançou o mais alto valor. Contudo, tal estratégia se mostrou perversa com a “crise da marcação a mercado” em maio de 2002, em que os títulos pós-fixados de longo prazo em carteira nos fundos de investimento passaram a ter um elevado prêmio de risco, o que levou a grandes saques dos fundos mútuos. E, posteriormente, com as desconfianças geradas pela transição eleitoral que, praticamente, levou à paralisação na colocação de títulos públicos entre junho e setembro de 2002 (FERREIRA; ROBOTTON FILHO; DUPITA, 2004).

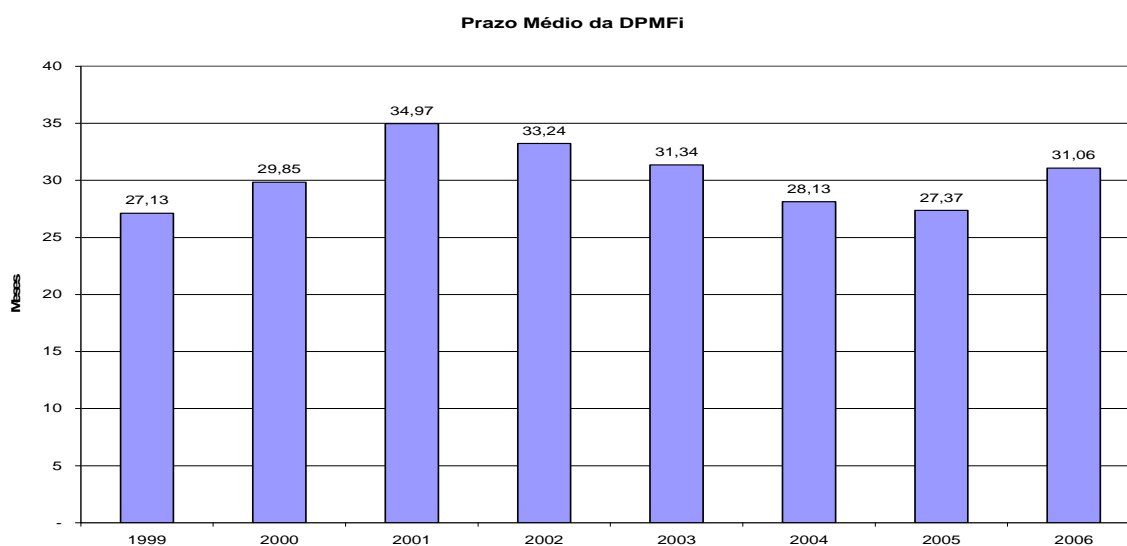


Gráfico 9. Prazo médio da DPMFi (meses)

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

Quanto às questões institucionais cabe destacar uma importante medida tomada no período recente, que foi a Medida Provisória 281. Esta reduziu a zero o Imposto de Renda a ser pago por investidores estrangeiros na compra de títulos públicos no mercado doméstico. Tal medida, apesar de ter gerado uma pressão cambial, estimulou o aumento da aquisição de títulos públicos por parte das instituições financeiras estrangeiras, como observado na tabela 7.

Tabela 7 - Títulos adquiridos por instituições financeiras estrangeiras (R\$ milhões)

| Títulos | 2005 | 2006 |
|------------------|-----------|-----------|
| Prefixados | 28.684,00 | 40.382,00 |
| Índice de Preços | 8.745,00 | 11.104,00 |
| LFT | 4.168,00 | 2.427,00 |
| Total | 41597 | 53.913,00 |

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

Essa medida, também, foi importante no sentido que os investidores estrangeiros estão mais familiarizados com títulos de prazos mais longos e tendem a ser menos avessos ao risco que os investidores locais (FIGUEREDO; MEGALE, 2006). O gráfico 10 ilustra a distribuição dos adquirentes da dívida pública entre investidores nacionais e estrangeiros. O gráfico dividi-se em títulos prefixados, representados pelas LTNs e NTFs; títulos indexados a índice de preços, representados pelas NTN-Bs e NTN-Cs; e por último por títulos pós-fixados indexados à taxa SELIC: LFTs. Percebe-se a maior participação estrangeira na aquisição de títulos prefixados com vencimento de nove meses (LTN para meses) e nos títulos indexados a índice de preços com prazos maiores que 10 anos (NTN-B com prazo superior a 10 anos).

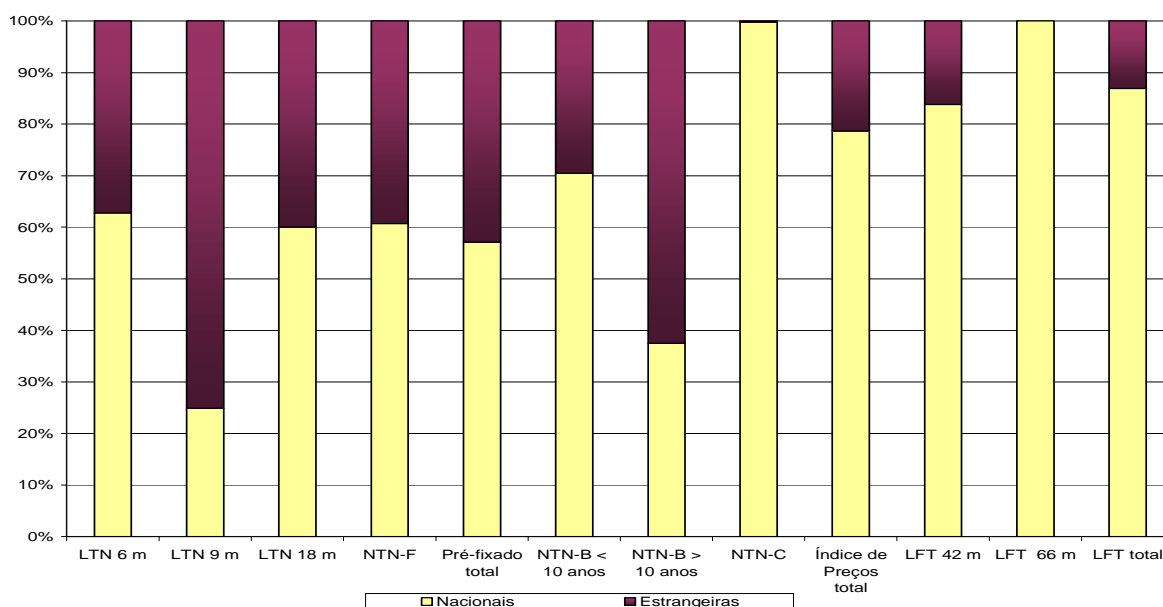


Gráfico 10. Perfil dos adquirentes em ofertas públicas: instituições financeiras nacionais e estrangeiras

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

Destacam-se como os principais detentores dos títulos federais os bancos comerciais nacionais (82,4% do total) seguidos pelos bancos comerciais estrangeiros (14,4%). Depois

vêm os bancos de investimento e em último lugar as corretoras, sendo respectivamente as nacionais e depois as estrangeiras em grau de importância, conforme o gráfico 11.

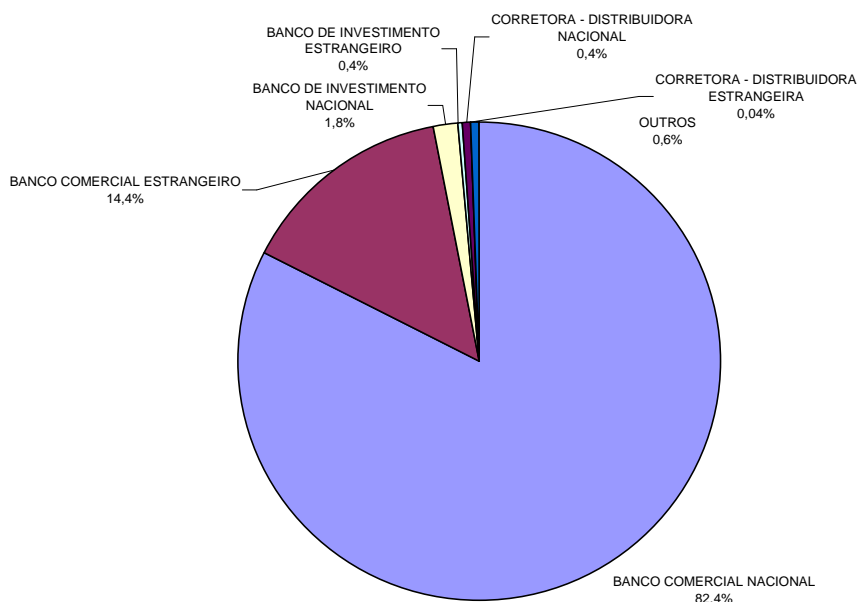


Gráfico 11. Detentores de Títulos Públicos Federais em Poder do Público – Posição da Carteira Própria em dez/2006

Fonte: elaboração própria a partir de dados do STN (BRASIL, 2006b).

O risco de mercado, por sua vez, associa-se a variações no custo de financiamento dos títulos públicos em função das mudanças nas variáveis que fazem parte da composição patrimonial da dívida, como: taxas de juros de curto prazo, de câmbio, de inflação ou na estrutura a termo das taxas de juros. Como cada tipo de título impacta de uma maneira particular a dívida pública, a composição da dívida pública revela-se um dos parâmetros mais relevantes para a administração do risco de mercado. Para reduzir o risco de mercado, o Tesouro busca atrelar a dívida a variáveis que reduzam a sua volatilidade ou variância, dando preferência à maior composição de títulos prefixados, conforme estudado e citado na subseção anterior do presente trabalho.

Markowitz em seu seminal trabalho intitulado *Portfolio Selection* escreveu sobre o *trade off* entre o retorno e a variância de uma carteira de ativos. O autor explica que existe uma taxa pela qual o investidor pode ganhar um retorno esperado assumindo a variância como dada, ou reduzir a variância para um dado retorno.

The portfolio with maximum expected return is not necessarily the one with minimum variance. There is a rate at which the investor can gain expected return by taking on variance, or reduce variance by giving up expected return (MARKOWITZ, p.9; 1952).

Do ponto de vista do gestor da dívida, o Tesouro Nacional, o objetivo é reduzir a variância ou volatilidade da dívida para um dado retorno, que no caso do Tesouro seria um retorno negativo, ou seja, o custo da dívida pública.

Uma das formas de se reduzir a volatilidade da dívida é atrelá-la a títulos prefixados, funcionando, então, como uma espécie de *hedge* em períodos que há choques na economia, como foi evidenciado no estudo feito para o caso brasileiro por Giavazzi e Missale (2004).

Goldfajn e Paula (1999) também concluem que o governo deveria no longo prazo, com o intuito de minimizar a volatilidade, aumentar a parcela da dívida em títulos prefixados em moeda nacional.

Para se captar a volatilidade da dívida, utilizou-se uma média móvel ponderada de maneira exponencial. Em que a previsão da volatilidade para o instante t é a média ponderada da previsão da volatilidade anterior, à qual se atribui peso λ , e a do quadrado da última inovação da variação da dívida, à qual se atribui peso $(1-\lambda)$. Sendo: h a volatilidade e r a variação da dívida de um período para o outro.

Segue o modelo abaixo:

$$h_t = \lambda h_{t-1} + (1-\lambda)r_{t-1}^2$$

Tal modelo atribui pesos que declinam geometricamente conforme se recua no tempo. Assim, dá-se mais importância às observações mais recentes (JORION, 2003). Neste trabalho foi utilizado um peso ou fator de decaimento $\lambda = 0,94$.

A partir deste modelo foi feito um gráfico da DLSP/PIB para se captar a volatilidade desta última. Observando-se o gráfico 12, é possível evidenciar que a mudança de regime cambial, de *crawling peg* para câmbio flutuante, em janeiro de 1999 e o risco eleitoral de 2002, foram os dois períodos que apresentaram uma maior volatilidade e, portanto, risco da dívida no período recente, atingindo a marca de 4,69% de volatilidade em abril de 1999 e 3,77% em novembro de 2002. No período citado houve uma queda significativa nos títulos prefixados na composição da dívida e o aumento dos títulos atrelados ao câmbio e à *over/SELIC* (tabela 4), que foram variáveis mais voláteis neste período. Em 1999 a dívida tinha apenas 9,2% de títulos prefixados, já os atrelados ao câmbio e à *over/SELIC* foram de: 24,2% e 61,1%. E em 2002 as participações foram respectivamente de: 2,2%, 22,4% e 60,8%.

Passada a crise eleitoral de 2002 a dívida segue com uma trajetória de risco declinante, tendo hoje uma volatilidade inferior a 1,5%. No gráfico 13, é possível ver como hoje os títulos prefixados voltaram a exercer grande presença na composição patrimonial da dívida, correspondendo a 35,2% da dívida.

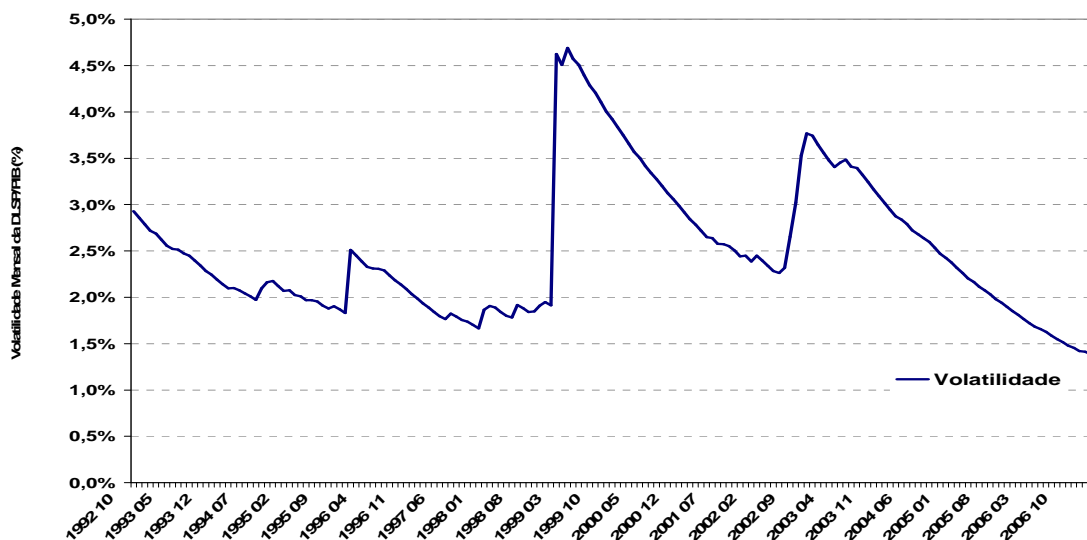


Gráfico 12. Evolução da volatilidade da DLSP/PIB (em % do PIB)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA.

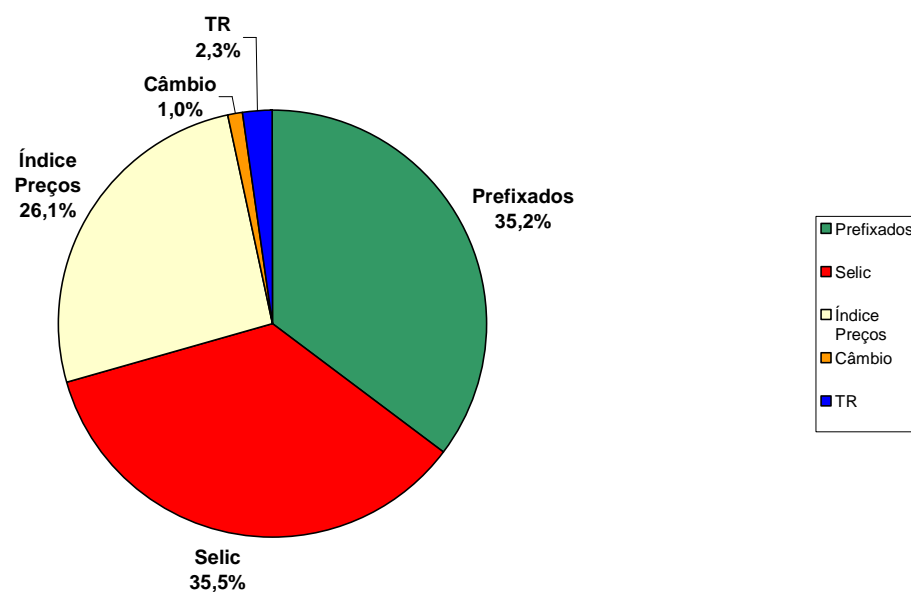


Gráfico 13. Composição da DPMFi por indexador em outubro de 2007

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do STN (BRASIL, 2007c)

Esta subseção abordou como é emitida e negociada a dívida pública. No mercado primário o Tesouro emite títulos via: oferta pública (leilão tradicional, leilão holandês, oferta firme e Tesouro Direto) e, também, via emissões diretas, que têm objetivos mais específicos (financiamento a estudantes do ensino superior; emissões para fins de reforma agrária etc.). Já no mercado secundário o Tesouro negocia os títulos já emitidos no mercado primário, compra e vende títulos, via: leilão tradicional, leilão de compra e leilão de troca, além da figura Tesouro Direto.

Depois, abordaram-se questões referentes aos riscos que afetam a dívida: o de mercado, o de refinanciamento e de estratégia.

E por último foi calculada a volatilidade da dívida, para se medir o risco dessa, com o intuito de evidenciar quais foram os períodos em que a dívida apresentou maior risco. Obteve-se que a mudança de regime cambial, de *crawling peg* para câmbio flutuante, em janeiro de 1999 e o risco eleitoral de 2002, foram os dois períodos que apresentaram uma maior volatilidade e, portanto, risco da dívida no período recente. Já passada a crise eleitoral, observa-se uma contínua queda da volatilidade da dívida desde o início do governo Lula até o período recente, parte explicada pela volta da maior participação de títulos prefixados, que tinham diminuído muito sua participação a partir da crise asiática (1997) e russa (1998), e devido a diminuição dos títulos indexados ao câmbio e à *over*/SELIC. Hoje a dívida voltou a ter uma forte presença de títulos prefixados e o seu risco, medido pela volatilidade, tem apresentado uma trajetória declinante.

Tal queda do risco ocorreu em razão de fatores internos como: evolução do quadro fiscal e institucional desde 1999 (obtenção de superávits primários consistentes, LRF dentre outras medidas). Passado o risco eleitoral de 2002, no cenário externo não houve nenhum grande efeito contágio das crises externas que assolaram a economia brasileira, ao contrário do que ocorreu durante os dois mandatos do governo FHC.

5 CONCLUSÃO

A dívida pública apresentou uma dinâmica preocupante no período recente, com uma trajetória ascendente, tendo a deterioração das contas públicas e o serviço da dívida um papel crucial. Levando-se em consideração que se trata de uma economia em desenvolvimento, níveis da dívida que seriam aceitáveis para países desenvolvidos, não o são para economias como a brasileira. Ademais, o risco sistêmico observado na economia brasileira, a grande presença dos títulos indexados à taxa de juros SELIC, fruto da época da hiperinflação, e o seu curto prazo de vencimento tornam a composição patrimonial da dívida brasileira com um elevado risco de mercado. Isto gera uma alta vulnerabilidade da dívida em resposta às oscilações de juros e do câmbio, como foi observado durante os dois mandatos do governo FHC e meses iniciais do primeiro governo Lula, como resquício do chamado risco eleitoral.

Este trabalho abordou as medidas institucionais tomadas no período pós-plano Real e como se comportaram variáveis como: DLSP/PIB, NFSP, dívidas interna e externa dividindo-as por período de governo, que foram bem característicos. Depois, fez-se uma análise da estrutura da dívida, dividindo-a em um estudo sobre a sua composição patrimonial e depois sobre a análise de risco da dívida e mensuração de sua volatilidade.

O objetivo geral deste trabalho foi avaliar a evolução da dívida e mostrar como a sua composição patrimonial e o arcabouço institucional afetam o desempenho fiscal. Já os objetivos específicos foram: analisar o desempenho das contas públicas no período pós-plano Real, abordar como era o arcabouço institucional, discutir o funcionamento do mercado da dívida pública, analisar a composição patrimonial da dívida e como essa afeta o desempenho fiscal e por último mensurar a evolução do risco da dívida ao longo do tempo. Tais objetivos foram alcançados ao longo das seções escritas no presente trabalho.

Na seção 3, referente à descrição da dívida, obteve-se que uma característica marcante do primeiro governo FHC foi a forte elevação da dívida tendo como principal determinante a deterioração da NFSP primária na esfera do governo central. Destacam-se: o aumento das transferências a estados e municípios, o aumento do gasto de benefícios previdenciários do INSS e o aumento das OCC. Também houve o efeito sobre a dívida decorrente das elevadas taxas de juros praticadas como sustentação para o regime cambial, além dos efeitos das crises externas e o seu contágio na economia brasileira: crise mexicana (1994), crise asiática (1997) e crise russa (1998). Além disso, houve os efeitos patrimoniais, destacando-se os gastos com reestruturação do sistema financeiro e o reconhecimento dos esqueletos. Do lado da receita destacam-se o aumento da carga tributária, além do efeito positivo das privatizações. Do ponto de vista institucional, o PROER representou um grande avanço por fortalecer o sistema financeiro.

Já no segundo mandato FHC destaca-se que o final do mandato foi marcado pela contínua deterioração da relação DLSP/PIB, em que alguns autores identificariam um quadro de dominância fiscal na economia brasileira. Contudo, não foi objetivo deste trabalho analisar se houve ou não dominância fiscal. Tal deterioração deu-se via os efeitos patrimoniais do câmbio sobre a dívida externa e sobre a parcela da dívida interna atrelada ao câmbio, observadas em 1999 (mudança e regime cambial) e em 2002 (risco eleitoral). Observa-se também um descolamento entre o resultado operacional e nominal devido ao aumento da inflação. Por outro lado inicia-se uma trajetória de superávits primários. Esses ocorrem como resultado das novas medidas impostas pelo FMI nos acordos firmados em 1998 e 1999. Destaca-se, também, o papel das instituições ao implementar um conjunto de medidas para melhorar o desempenho fiscal, especialmente a LRF.

Já o governo Lula é marcado pela melhora da relação DLSP/PIB, destacando-se o aumento dos superávits primários como proporção do PIB em todas as esferas, apresentando o

seu resultado mais significativo, depois do resultado de 1994. Este veio tanto pelo aumento da receita quanto da despesa. Contrariamente ao segundo governo FHC, houve um ajuste patrimonial positivo em virtude da valorização cambial que se seguiu após os efeitos remanescentes do risco eleitoral de 2002. Outro fator destaque foi o início de uma trajetória declinante da dívida externa como proporção do PIB ao longo do governo Lula, tornando-se credor em 2006.

Após a análise da evolução da dívida, abordou-se a estrutura da dívida na seção 4. Com respeito à composição da dívida o resultado foi que a dívida atrelada às variáveis como câmbio e juros tornam a dívida pública muito arriscada devido aos grandes choques observados na economia brasileira nessas duas variáveis no período a que se refere este estudo. Uma questão que foi abordada foi a idéia de se fazer uma espécie de seguro contra “choques” na dívida, ou seja, minimizar o custo da dívida em períodos de tensão financeira, atrelando a dívida a títulos prefixados e indexados a índice de preços. O intuito dessa medida é reduzir o chamado risco de mercado sobre a dívida. Destacou-se também o grande aumento da DPMFi, o papel das LFTs e o risco sistêmico observado nas contas públicas e no ambiente institucional brasileiro, que embora tenha evoluído em construir regras críveis e sólidas, ainda se apresentam como um dos entraves em se alongar o perfil da dívida e reduzir a vulnerabilidade a choques.

Depois, analisaram-se as características e fez-se uma análise de risco da dívida.

Enfatizou-se como é emitida e negociada a dívida pública. Em seguida, abordaram-se questões referentes aos riscos que afetam a dívida: o de mercado, o de refinanciamento e o de estratégia. Fez-se, então, uma abertura do perfil de emissão da dívida por indexador e mostrou-se o perfil dos adquirentes da dívida em ofertas públicas, dividindo-os em investidores nacionais e estrangeiros.

Finalmente, calculou-se a volatilidade da dívida com o intuito de se medir o risco dessa e evidenciar quais foram os períodos em que a dívida apresentou maior risco. Obteve-se que a mudança de regime cambial, de *crawling peg* para câmbio flutuante, em janeiro de 1999 e o risco eleitoral de 2002, foram os dois períodos que apresentaram uma maior volatilidade e, portanto, risco da dívida no período recente. Com o início do governo Lula, passado o risco eleitoral, observa-se uma contínua queda da volatilidade da dívida, destacando-se a volta da maior participação de títulos prefixados e a redução dos títulos indexados ao câmbio.

Embora, o Tesouro tenha como meta minimizar o risco da dívida, atrelando-a a títulos prefixados e indexados a índice de preços, além de se alongar o seu perfil, deve-se levar em conta os prêmios exigidos na colocação de tais títulos. Este trabalho não fez esse tipo de análise e para próximas pesquisas ficaria a interessante sugestão de investigar como se dará esta evolução ao longo dos próximos governos.

REFERÊNCIAS

ARIDA, P.; BACHA, E.; RESENDE, A. L. *Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil*. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, 2004.

Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/PDF/seminario/2004/Paper%20Edmar%20Bacha.pdf>

Acesso em: 08 set. 2007.

BEVILAQUA, A. S.; GARCIA, M. G. P. Debt management in Brazil: evaluation of the real plan and challenges ahead. *Policy Research Working Paper 2402*. July, 2000.

Disponível em: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2000/11/04/000094946_0010200530431/Rendered/PDF/multi_page.pdf

Acesso em: 10 de outubro de 2006.

BEVILAQUA, A. S.; WERNECK, R., L. F. The quality of federal net debt in Brazil. Departamento de Economia da PUC-Rio, Rio de Janeiro, Texto para Discussão, n. 385, abril, 1998.

Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td385.pdf>

Acesso em: 10 de outubro de 2006.

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: *lessons from Brazil*. Cambridge, MA. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Cambridge, n.10389, March, 2004.

Available from: <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>

Acesso em: 26 set. 2006.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 1997.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual97/rel97-3p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 1998.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual98/rel1998cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 1999.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel1999cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2000.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2000/rel2000cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2001.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2001/rel2001cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2002.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2002/rel2002cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2003.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2003/rel2003cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2004.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2004/rel2004cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2005.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. Relatório Anual. 2006.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2006/rel2006cap4p.pdf>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. 2007.

Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?191281359>

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Dívida Pública Operações do Mercado Nacional. Operações por Oferta Pública. 2007a.

Disponível em: http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/emissoes_op.pdf

Acesso em: 1 out. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Dívida Pública Operações do Mercado Nacional. Oferta Direta. 2007b.

Disponível em: http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/emissoes_d.pdf

Acesso em: 1 out. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Plano Anual de Financiamento. 2006a.

Disponível em: http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/PAF_2006.pdf

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública. 2006b .

Disponível em:

http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/divida_publica/Tabelas_download_dez06.zip

Acesso em: 18 set. 2007.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública. 2007c.

Disponível em:

http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/divida_publica/Tabelas_download_out07.zip

Acesso em: 8 dez. 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; SILVA, C. G. da. *Inflation Targeting in Brazil: a keynesian approach*. 2006. In: 9th International Post Keynesian Conference. Kansas City, 2006, Missouri.

Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2007/07.4.InflationTargetinginBrazil-Completo.Abr.2.pdf>

Acesso em: 18 set. 2006.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Cambridge, n. 10036, Oct. 2003.

Available from: <http://www.nber.org/papers/w10036.pdf>

Acesso em: 24 set. 2006.

FERREIRA, C. K. L. ; ROBOTTON FILHO, M. e DUPITA, A. B. Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão. *Textos para Discussão. Departamento de Economia da PUC-SP*. São Paulo, out. 2004.

Disponível em:

<http://www.pucsp.br/pos/ecopol/admin/publicacoes/arquivos/textos/2004/TD0904.pdf>

Acesso em: Acesso em: 24 set. 2006.

FIGUEREDO, L. F. e MEGALE, C. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 93.- 144.

GARCIA, M. G. P. Public debt management, monetary policy and financial institutions. Departamento de Economia da PUC-RIO. Rio de Janeiro, PUC-Rio, jul. 2002.

Disponível em: www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Papers/PublicDMMMPFI.PDF

Acesso em: 15 abr. 2006.

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 93.- 144.

GIAMBIAGI, F. A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público? *Texto para Discussão do IPEA*. Rio de Janeiro, n. 1169, mar. 2006

_____. Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso- 1995/2002. *Texto para Discussão do BNDES*. Rio de Janeiro, n. 93, abr. 2002.

Disponível em: www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-93.pdf/

Acesso em: 16 fev. 2006.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A., C. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

GIAVAZZI, F.; MISSALE, A. Public debt management in Brazil. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Cambridge, n. 10394. Mar. 2004.

Available from: <http://www.nber.org/papers/w10394.pdf>

GOLDFAJN, I; GUARDIA, E., R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida pública. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*. Brasília, n. 39, jul. 2003.

Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/pec/NotasTecnicas/port/2003nt39RegraFiscSustentDivBrasilp.pdf>
Acesso em: 02 out. 2007.

GOLDFAJN, I.; PAULA DE, A. *Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública: reflexões para o caso brasileiro*. Texto para discussão, n. 411. Departamento de Economia da PUC-RIO. Rio de Janeiro, dez. 1999.

Disponível: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td411.pdf>

Acesso em: 09 set. 2006

JORION, P. *Value at risk: a nova fonte de referência para a gestão de risco financeiro*. São Paulo. BMF. 2003. 2 ed. p.165-183.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1., p. 77 – 91, Mar. 1952.

Aviável from: <http://www.jstor.org/view/00221082/di991846/99p0030q/0>

Acesso em: 20 set. 2007.

MORAES, P. L. B.. As letras financeiras do STN e o alongamento da dívida pública. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 255 - 259.

REINHART, C.; ROGOFF, K.; SAVASTANO, M. Debt Intolerance. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Cambridge, n. 9908, Aug. 2003.

Aviável from: <http://www.nber.org/papers/9908>

Acesso em: 24 set. 2006.

RESENDE, A. L. As letras financeiras do STN e o alongamento da dívida pública. In BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 255 - 259.

REZENDE, F. A. *Finanças públicas*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2006

ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. 3.ed 2006.

SACHS, J. D. et al. Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995. *Brookings Papers on Economic Activity*. v.1996, n.1, p. 147-215, 1996.

<http://www.jstor.org/view/00072303/di009474/00p01461/0>

Acesso em: 09 set. 2007