



ISSN 1519-7212

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**

**Número 42**

**Novembro de 2003**

**Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil**

**André Soares Loureiro e Fernando de Holanda Barbosa**

ISSN 1519-7212  
CGC 00.038.166/0001-05

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil	Brasília	nº 42	nov	2003	P. 1 - 28
--	----------	-------	-----	------	-----------

# Notas Técnicas do Banco Central do Brasil

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem a visão do Banco Central do Brasil, exceto no que se refere a notas metodológicas.

## Coordenação:

### Departamento Econômico (Depec)

(E-mail: [depec@bcb.gov.br](mailto:depec@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte:  
Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 42, novembro/2003.

## Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil  
Demap/Disud/Subip  
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º ss  
Caixa Postal 8670  
70074-900 Brasília – DF  
Tel: (61) 414-3165  
Fax: (61) 414-1359

## Convenções Estatísticas

- ... dados desconhecidos.
  - dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0** ou **0,0** menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.  
\* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

## Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Diate Edifício-Sede – 2º ss SBS – Quadra 3 – Zona Central 70074-900 Brasília – DF	Tels.:	(61) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
		DDG:	0800 99 2345
		Fax:	(61) 321-9453
Internet:	<a href="http://www.bcb.gov.br">http://www.bcb.gov.br</a>		
E-mail:	<a href="mailto:cap.secre@bcb.gov.br">cap.secre@bcb.gov.br</a>		

## **Apresentação**

---

A institucionalização da série Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, cuja gestão compete ao Departamento Econômico (Depec), promove a divulgação de trabalhos de elaboração econômica que tenham interesse não apenas teórico, mas também conjuntural e metodológico, refletindo desse modo o trabalho gerado por funcionários da instituição em todas as suas áreas de atuação. Igualmente, poderão fazer parte da série trabalhos que, embora realizados externamente, tenham recebido suporte institucional do Banco Central.

# Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil<sup>1</sup>

ANDRÉ SOARES LOUREIRO<sup>2</sup>

FERNANDO DE HOLANDA BARBOSA<sup>3</sup>

MAIO, 2003

**Resumo:** Este trabalho discute a evolução da dívida pública no Brasil, desde as Reformas do Sistema Financeiro Nacional, implementadas a partir de 1964, no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg). Conforme será destacado, a sucessiva quebra de regras contratuais e o desequilíbrio das finanças públicas levaram os agentes econômicos a exigir prêmios de risco crescentes para demandar os títulos públicos. Esse fato impediu que a taxa de juros doméstica, após a abertura financeira iniciada no começo dos anos 90, fosse situada em um nível compatível com um maior crescimento econômico.

**Palavras-chave:** dívida pública, prêmio de risco

---

1/ A visão apresentada no texto representa o ponto de vista dos autores e não reflete a do Banco Central ou de seus membros.

2/ Departamento de Estudos e Pesquisas, Banco Central do Brasil. *E-mail:* andre.loureiro@bcb.gov.br

3/ Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas. *E-mail:* fholanda@fgv.br

## Sumário

1. Introdução .....	9
2. Reformas do Sistema Financeiro Nacional: 1964/79 .....	9
3. Década de 80: perda de credibilidade do governo .....	12
4. O período 1990/94: abertura financeira .....	18
5. O Plano Real: estabilização versus endividamento .....	22
6. Conclusão .....	26
Referências bibliográficas .....	28

# Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil

ANDRÉ SOARES LOUREIRO  
FERNANDO DE HOLANDA BARBOSA

## 1. Introdução

Ao longo dos últimos anos, tem sido constante o debate sobre as causas das altas taxas de juros verificadas na economia brasileira, que além de encarecer o custo médio da dívida pública, colocam ainda uma restrição ao crescimento econômico. Essa questão está diretamente associada à evolução do risco soberano do país, dado que aumentos neste refletem-se nas taxas de juros via aumento do prêmio de risco exigido pelos agentes para demandar os títulos públicos.

O presente trabalho discute em que medida as políticas adotadas pelo governo no gerenciamento da dívida pública, a partir das Reformas do Sistema Financeiro Nacional, em 1964, levaram os agentes a exigir prêmios de risco crescentes para demandar os títulos públicos. A Seção 2 trata da reformulação institucional do referido sistema, promovida no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg), e da consolidação do mercado aberto no Brasil. A Seção 3 retrata a perda de credibilidade do governo durante a década de 80, diante do desequilíbrio fiscal das contas públicas e do desrespeito aos contratos firmados, com expurgos na correção dos títulos, troca de indexadores e moratórias. A Seção 4 trata da abertura financeira da economia brasileira no período 1990/94. Por fim, a Seção 5 destaca a administração da dívida pública durante o Plano Real, que, ao reintroduzir o respeito aos contratos firmados, marca uma ruptura em relação às administrações anteriores.

## 2. Reformas do Sistema Financeiro Nacional: 1964/79

Até o início da década de 60, o mercado de títulos públicos no Brasil era incipiente. Diante da aceleração dos preços, a ausência da correção monetária tornava os títulos públicos pouco atraentes, impossibilitando o governo de financiar o déficit público por meio da dívida pública e de utilizar as operações de mercado aberto como alternativa de política monetária<sup>4</sup>. A ausência de um mercado organizado que pudesse ser utilizado pelo governo como alternativa para o financiamento dos déficits públicos era uma das causas apontadas no Paeg para o aumento da inflação de 15 % para 80 % entre 1955 e 1964<sup>5</sup>.

---

4/ Um outro fator que dificultava a execução da política monetária e o financiamento de investimentos de médio e longo prazos era a Lei da Usura (Decreto 22.626/1933), que proibia contratos com taxas de juros nominais superiores a 12% a.a.

5/ Ver Garcia, M. (et alli., 1999)

A reformulação institucional do sistema financeiro começou pela criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, pela Lei 4.595/64<sup>6</sup>. Em seguida, foi promulgada a Lei 4.278/65, que regulamentou o mercado de capitais no país. Dentre as decisões tomadas na época, destaca-se a institucionalização da correção monetária, com a emissão das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), fato que abriu novas possibilidades para o mercado de títulos públicos federais que vinha perdendo credibilidade diante dos rendimentos reais negativos auferidos até então. Llussá (1998) destaca que a relevância dessas reformas estava no fato de indicarem a intenção de se organizar um mercado secundário de títulos da dívida pública, que além de facilitar o financiamento do Tesouro, poderia funcionar como um meio pelo do qual as políticas fiscal, monetária e cambial poderiam ser executadas.

Apesar do crescimento significativo da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI) no período 1965/68, conforme a Tabela 1, o mercado de títulos funcionava basicamente para atender as subscrições compulsórias e voluntárias e cobrir os déficits do Tesouro<sup>7</sup>. Além disso, havia também um enorme déficit no giro da dívida, uma vez que os títulos com prazo de 1, 2 e 5 anos não encontravam compradores finais, e não havia liquidez suficiente para a formação de um forte mercado secundário.

**Tabela 1 – Crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (%)**

Ano	D/Y *	Taxa de crescimento	
		Nominal	Real
1964	0,14	533,04	229,50
1965	0,54	536,26	373,97
1966	1,14	209,59	122,53
1967	1,52	75,73	40,57
1968	1,53	40,28	11,78
1969	3,88	66,36	39,44
1970	4,43	71,94	44,16
1971	4,67	52,74	27,86
1972	5,77	69,50	46,50
1973	6,67	46,47	26,74
1974	5,81	24,66	-7,35
1975	6,94	104,07	57,77
1976	7,80	57,76	7,85
1977	7,96	55,98	12,40
1978	8,24	48,94	5,75
1979	7,21	45,74	-17,76

\* D/Y = Dívida Pública Mobiliária Federal Interna / PIB

Fonte: Andima

6/ Até então, as funções de Banco Central eram desempenhadas pela Sumoc, o órgão normativo das políticas monetária e cambial; e pelo Banco do Brasil, o órgão executivo. Ainda que o governo não tenha levado até o fim a desvinculação do Banco do Brasil do papel de autoridade monetária, pois este permaneceu tendo acesso automático e discricionário aos fundos do Banco Central, a criação deste foi um enorme avanço na modernização do sistema financeiro e na condução da política monetária.

7/ Até 1968, as colocações de ORTNs não geravam receitas líquidas suficientes para cobrir esse déficit, que era complementado com a emissão das antigas LTNs, repassadas ao Banco Central sem serem negociadas em mercado.

Nesse contexto, o governo autorizou, a partir de 1969, a emissão de títulos do Tesouro com prazo decorrido, possibilitando a criação de um mercado secundário de títulos<sup>8</sup>.

Além disso, foram criadas pelo Decreto-Lei 599/69 as ORTNs com cláusula cambial, ampliando as alternativas de investimento no mercado de títulos públicos. Embora tenha conseguido ampliar o espaço para a colocação de títulos públicos federais, o governo ainda carecia de instrumentos mais adequados para um controle mais preciso da política monetária. Dessa forma, o Decreto-Lei 1.079/70 criou as Letras do Tesouro Nacional (LTNs), títulos prefixados de prazo inferior ao das ORTNs, que se mostravam mais apropriados para a execução das operações de mercado aberto por revelarem o consenso quanto à taxa de juros esperada num prazo definido em função da inflação<sup>9</sup>.

As medidas adotadas pelo governo impulsionaram a demanda pelos títulos públicos, observando-se já em 1971 um crescimento real de 249% das LTNs em poder do público, tendência que se manteve até 1973<sup>10</sup>. Esse crescimento na demanda pelas LTNs por parte do público foi, em parte, determinado pela substituição pelo Banco Central dos leilões primários a taxas fixas por lançamentos a taxas competitivas, que refletiam as pressões de oferta e demanda do mercado. Na Tabela 2, são apresentados os dados referentes ao crescimento da dívida em poder do público no período 1971/79 e a mudança na sua composição, com o aumento da participação das LTNs *vis a vis* as ORTNs.

**Tabela 2 – Crescimento e composição da DPMFI em poder do público**

Ano	Parcela da dívida em poder do público	Taxa de crescimento real		Participação*	
		ORTN	LTN	ORTN	LTN
1971	95,50	2,63	249,35	84,76	15,24
1972	92,90	19,33	236,29	66,37	33,63
1973	89,40	13,27	35,50	62,26	37,74
1974	90,50	17,78	-15,12	69,59	30,41
1975	90,40	37,02	18,81	27,47	72,53
1976	92,00	-5,29	99,98	55,56	44,44
1977	89,10	-13,31	18,16	47,84	52,16
1978	89,20	10,68	8,29	48,39	51,61
1979	89,50	-13,25	-42,90	58,75	41,25

\* Posição em dez

Fontes: Banco Central e Andima

No período 1973/74, houve um recrudescimento do processo inflacionário, agravado pelo primeiro choque do petróleo no início desse último ano, com a inflação passando de 15% para 35% pelo IGP-DI. Com a alta da inflação, o governo decidiu excluir do cálculo da correção monetária as altas dos preços provocadas por mudanças no clima e/ou na conjuntura econômica, de modo que, após várias revisões na metodologia de cálculo, essa

8/ Ver Araújo, C. (2002).

9/ A exemplo do que ocorreu quando do lançamento das ORTNs, o governo criou diversos mecanismos de subscrição compulsória e de isenção fiscal para garantir a colocação desses papéis no mercado.

10/ Ainda nesse ano, decidiu-se pela inclusão dos custos referentes aos encargos da dívida, antes cobertos por dotações orçamentárias, no seu giro; ainda que fosse um ajuste meramente contábil, contribuiu para o aumento do estoque dos títulos em circulação.

acabou se situando abaixo dos índices de preços divulgados na época, imputando perdas aos investidores, principalmente os detentores das ORTNs cuja participação em poder do público viria a cair de 69% em 1974 para 27% em 1975 (Tabela 2).

A política monetária restritiva, adotada pelo governo em 1975 para combater a inflação, e as conseqüentes crises de liquidez que ocorreram provocaram perdas para as instituições devido ao impacto sobre o custo de carregamento dos títulos<sup>11</sup>. Nesse contexto, o Banco Central editou a Resolução 366/76, que permitiu a realização de operações de recompra com títulos públicos federais e criou parâmetros de risco para as operações das instituições financeiras<sup>12</sup>. No período 1976/78, as operações com base nessa resolução passaram a corresponder a 74,6% das transações efetuadas com LTNs e a 78,4% das realizadas com outros títulos. O aumento do volume de negócios no mercado aberto e a crescente dificuldade para a liquidação das operações entre as instituições levaram à criação, em 1979, do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), mecanismo pelo qual os títulos públicos passaram a ser negociados sob a forma escritural, com as operações liquidadas via sensibilização da conta de reservas bancárias das instituições junto ao Banco Central.

Os últimos anos da década de 70 foram marcados por um novo recrudescimento da inflação, em um contexto de elevação dos preços do petróleo e das taxas de juros internacionais. O esgotamento do modelo de financiamento via recursos externos e os problemas enfrentados no balanço de pagamentos levaram o governo a promover uma maxidesvalorização do câmbio em dezembro de 1979, e a adotar uma série de medidas, a serem descritas na seção seguinte, que mais uma vez resultaram em perdas para os investidores.

Diante do exposto nesta seção, pode-se concluir que a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil ocorreu somente a partir do início dos anos 70, com a emissão das Letras do Tesouro Nacional (LTNs) e o aperfeiçoamento dos mecanismos responsáveis pelo desenvolvimento da intermediação financeira. Entretanto, a atuação do governo no gerenciamento da dívida pública, quebrando regras contratuais por meio de expurgos na correção monetária, acabou por afetar a confiança da sociedade em sua capacidade de pagamento, introduzindo o chamado “prêmio de risco” para a compra dos títulos públicos, terminologia que viria a ser muito usada nas décadas de 80 e 90.

### 3. Década de 80: perda de credibilidade do governo

Após a maxidesvalorização promovida em 1979, o governo optou pela prefixação dos juros, câmbio e correção monetária, medidas que estiveram em vigor até o final de 1980, quando o diferencial entre a correção monetária e a inflação, medida pelo

---

11/ Principalmente para os detentores das LTNs que, por serem títulos prefixados, sofriam imediatamente as conseqüências de bruscas elevações nas taxas de juros.

12/ Essa resolução foi a principal responsável pelo aumento da participação das LTNs nos *portfolios* privados na segunda metade da década de 70.

13/ A correção monetária variava de acordo com o Índice de Preços por Atacado (IPA), expurgado dos preços do petróleo e derivados.

IGP-DI, atingiu 28,28%<sup>13</sup>. Além de não terem conseguido debelar o processo inflacionário, essas medidas desestimularam a demanda pelos títulos públicos. Diante da baixa rentabilidade dos papéis públicos pré e pós-fixados, motivada, respectivamente, pelo recrudescimento da inflação e pelos expurgos na correção monetária, o governo decidiu, ainda em 1980, modificar o critério de cálculo da correção monetária, que passou a se basear na variação plena do INPC/IBGE; e liberar as taxas de juros. Essas mudanças na estratégia de política monetária acarretaram um significativo crescimento real da dívida em poder do público no ano de 1981, conforme a Tabela 3.

**Tabela 3 – Crescimento e composição da DPMFI em poder do público**

Ano	Parcela da dívida em poder do público	Taxa de crescimento real		Participação*	
		ORTN	LTN	ORTN	LTN
1980	82,30	-8,65	-49,84	72,18	27,82
1981	76,30	56,74	136,79	63,19	36,81
1982	63,30	51,72	-55,41	85,39	14,61
1983	48,90	-29,20	-83,11	96,08	3,92
1984	46,00	71,64	82,97	95,83	4,17
1985	63,10	46,47	19,90	96,56	3,44

\* Posição em dez

Fontes: Banco Central e Andima

A estratégia de combate aos preços por meio de uma política monetária austera foi mantida em 1982, mas ainda assim a inflação permaneceu elevada em virtude do desequilíbrio fiscal da União. A crise da dívida externa em setembro desse ano, resultado da deterioração da balança comercial e da impossibilidade de pagamento dos serviços da dívida, aumentou a demanda do governo por recursos no plano doméstico, elevando ainda mais as taxas de juros internas. A conjuntura de uma inflação ascendente e a expectativa de uma nova maxidesvalorização do câmbio, reduziram a demanda do público pelas LTNs e aumentaram a demanda pelas ORTNs cambiais. Em 1983, as expectativas quanto à maxidesvalorização se confirmaram, implicando em um aumento automático do saldo da dívida pública mobiliária federal interna.

**Tabela 4 – Crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (%)**

Ano	D/Y *	Taxa de crescimento	
		Nominal	Real
1980	5,12	62,72	-22,60
1981	7,32	264,22	88,61
1982	11,01	154,62	27,50
1983	13,70	223,52	4,02
1984	14,29	254,90	9,57
1985	16,56	346,11	33,17
1986	20,85	175,00	66,62
1987	27,63	648,68	45,14
1988	35,14	802,84	-20,63
1989	31,78	1 949,16	8,83

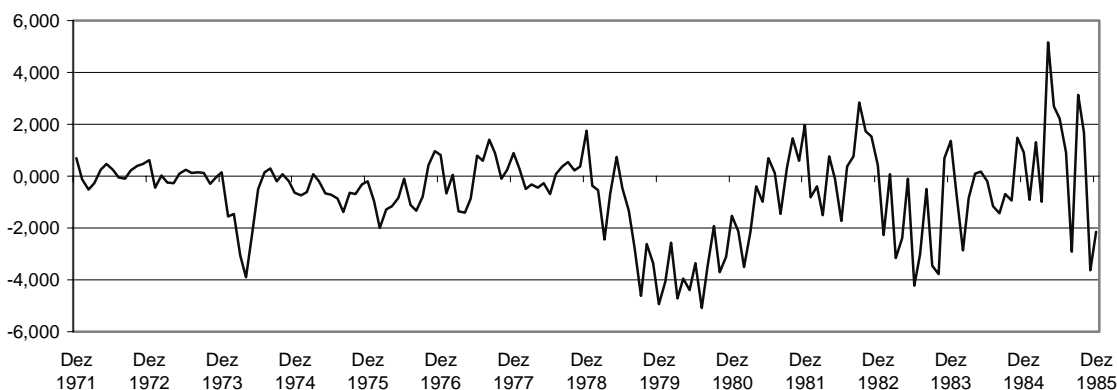
\* D/Y = Dívida Pública Mobiliária Federal Interna / PIB

Fonte: Andima

13/ A correção monetária variava de acordo com o Índice de Preços por Atacado (IPA), expurgado dos preços do petróleo e derivados.

Entretanto, após a maxidesvalorização, o governo editou o Decreto-Lei 2.014/83, que tributava em 45 % os rendimentos provenientes das ORTNs cambiais que excedessem a correção monetária, frustrando, novamente, a expectativa de ganho das instituições<sup>14</sup>. Ainda em 1983, houve nova alteração no índice de correção monetária, que passou a ser o IGP-DI, com reajuste trimestral e expurgo nos efeitos dos choques de oferta. Em relação às LTNs, a continuidade do processo inflacionário aumentou o desinteresse do público por esses papéis que, mesmo diante da elevação das taxas pagas nas colocações primárias, ainda apresentavam taxas reais negativas em meados de 1983, como mostra o Gráfico 1<sup>15</sup>. O período 1984/85 foi marcado pelo excesso de liquidez no mercado, resultado de vultosos superávits na balança comercial, e por um déficit público crescente, que exigiam uma maior captação de recursos via endividamento público, o que fica caracterizado pelo aumento real das ORTNs e LTNs em poder do público (Tabela 3).

**Gráfico 1 – Taxa de juros real (LTN)**



Fonte: Martins, M. (et al.)

Em 1985, o critério de cálculo da correção monetária foi alterado três vezes, e finalmente indexado ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE) do mês anterior. A evolução do processo inflacionário e as constantes mudanças na metodologia de cálculo da correção monetária afetavam a credibilidade do crédito público, reduzindo o prazo médio da dívida mobiliária de 24 meses e 21 dias em dezembro de 1980 para 10 meses e 11 dias em dezembro de 1985.

As constantes intervenções do governo na economia, com impacto sobre os contratos firmados; e os desequilíbrios macroeconômicos que caracterizaram a primeira metade da década de 80 levaram os agentes econômicos a cobrar prêmios de risco crescentes na aquisição de títulos públicos federais. No biênio 84/85, os juros reais, medidos pelas operações realizadas no mercado aberto, acumularam variação positiva de 23,33%,

14/ Para os títulos com vencimento em 1984, a alíquota aplicada foi de 30%. Com efeito, houve uma redução real de 29% das ORTNs em poder do público (Tabela 3).

15/ Embora tenha ocorrido uma significativa redução da parcela da DPMFI em poder do público, que passou de 63 % para 49% (Tabela 3), houve um aumento no estoque total da dívida de 4% em 1983 (Tabela 4), resultado da colocação de títulos públicos (principalmente de LTNs) na carteira do Banco Central, que efetivamente continuava financiando o Tesouro.

um recorde até então. O Gráfico 1 permite verificar que a partir do final de 1984, as observações sobre as taxas reais de rentabilidade das LTNs são, em sua maioria, positivas.

O início de 1986 é marcado pela extinção da conta movimento entre o Banco do Brasil e o Banco Central, o que na prática significava que o Tesouro não poderia mais se financiar por meio da utilização dos recursos do Banco Central repassados ao Banco do Brasil. No entanto, a principal medida adotada pelo governo nesse ano foi a edição do Plano Cruzado, que envolveu a extinção da correção monetária, o congelamento de preços e uma escala móvel para os salários<sup>16</sup>.

Com a adoção de um novo padrão monetário, os títulos e as obrigações expressos na moeda antiga, com cláusula de correção monetária, foram atualizados segundo o critério da ORTN pro rata, caracterizando mais uma intervenção do governo em contratos já firmados<sup>17</sup>.

Em maio desse mesmo ano, para fins de política monetária, o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua responsabilidade, as Letras do Banco Central (LBCs), ocasionando uma importante mudança no perfil de endividamento público<sup>18</sup>. No segundo semestre, esses títulos se mantiveram responsáveis por mais de 50% do total de títulos em poder do público, principalmente em virtude das perdas dos investidores no carregamento das OTNs e LTNs. O agravamento da situação inflacionária levou, em novembro de 1986, à edição do Plano Cruzado II que, entre outras medidas, determinou o descongelamento do valor nominal das OTNs a partir de 28 de fevereiro de 1987, e sua substituição pelas LBCs como indexador de ativos financeiros<sup>19</sup>.

O fracasso do Plano Cruzado não se refletiu apenas na retomada do processo inflacionário, mas também na queda do desempenho do setor externo e na significativa retração do nível de reservas internacionais, levando o governo a optar, em fevereiro de 1987, pela chamada moratória técnica, que consistiu na suspensão do pagamento dos juros relativos à dívida externa de médio e longos prazos junto aos bancos privados.

Com a entrada em vigor das medidas anunciadas no âmbito do Plano Cruzado II, a LBC passou a ter um duplo papel, de instrumento de política monetária e indexador da economia, gerando nova distorção nesta, pois o conceito de juros e preços acabou por se confundir<sup>20</sup>. Em junho de 1987, foi lançado o terceiro plano econômico do governo Sarney, o Plano Bresser, que promoveu novo congelamento de preços e aplicou um deflator sobre

---

16/ Novamente, o critério de cálculo do índice oficial de inflação foi alterado várias vezes ao longo do ano, assim como a forma de tributação dos ativos no mercado financeiro.

17/ As antigas ORTNs passaram a se chamar OTNs e tiveram seu valor nominal congelado por um ano.

18/ Esses títulos tinham prazo máximo de um ano e rendimento definido pela taxa média de financiamento dos títulos públicos negociados no Selic (taxa *overnight*).

19/ Entre os problemas enfrentados pelo Plano Cruzado, estavam as taxas reais de juros negativas praticadas pelo Banco Central, que desestimulavam as aplicações financeiras e geravam uma corrida ao consumo.

20/ Devido aos problemas enfrentados, o governo alterou a metodologia de cálculo das atualizações mensais das OTNs, passando a usar o IPC como indexador.

as operações financeiras. Novamente, a exemplo dos planos anteriores, houve uma redução nos índices de inflação nos meses seguintes ao plano, mas em apenas quatro meses a inflação voltou a crescer, atingindo novamente a casa dos dois dígitos. É interessante notar que as surpresas provocadas pelo comportamento dos preços ao longo de 1987 acabaram por tornar passiva a política de juros praticada pelo governo, assim como em 1986<sup>21</sup>.

A partir de 1988, o Banco Central deixou de emitir títulos, e o Tesouro Nacional lançou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos com as mesmas características das antigas LBCs, para financiar o déficit público<sup>22</sup>.

A partir de então, o Banco Central realizou diversos *go arounds* de compra de LBCs com o objetivo de reduzir o estoque desses títulos em poder do mercado, o que veio a ocorrer em setembro deste ano.

**Tabela 5 – Composição da DPMFI em poder do público**

Ano	Parcela da dívida em poder do público	Participação*			
		OTN	LTN	LBC	LFT
1986	46,70	41,39	2,25	53,36	0,00
1987	38,20	26,94	1,81	71,26	0,00
1988	34,30	31,47	0,00	0,00	68,53
1989**	47,40	0,11	0,00	0,00	97,93

\* Posição em dez

\*\* BTN = 1,96

Fontes: Banco Central e Andima

A partir do segundo semestre de 1988, a política de juros implementada pelo governo passou a acompanhar mais de perto o comportamento ascendente dos preços, e no acumulado do ano, as taxas reais alcançaram 1,77%. Entretanto, a promulgação da Constituição em outubro desse ano, fixando em 12% o teto máximo para a taxa de juros real praticada no país, contribuiu para aumentar a formação de expectativas negativas na economia, gerando dúvidas quanto à capacidade do governo de combater a espiral inflacionária que se formava<sup>23</sup>.

Em janeiro de 1989, foi anunciado o Plano Verão, cujas medidas incluíam a adoção de um novo padrão monetário, a total desindexação da economia, o congelamento de preços e salários e a troca de OTNs por LFTs. Novamente, poucos meses após o anúncio do plano, já havia sinais de descontrole inflacionário, o que resultou na volta da correção monetária, com a criação dos Bônus do Tesouro Nacional (BTNs), atualizados

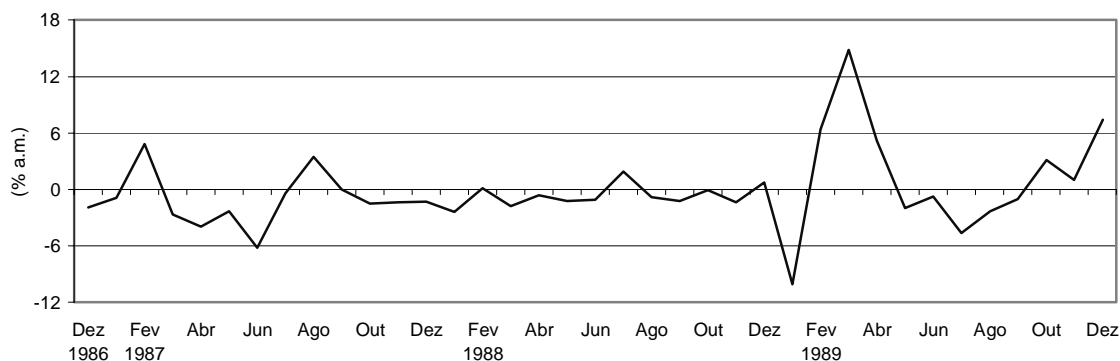
21/ Apesar do relativo consenso quanto ao fato de que o equilíbrio das finanças públicas federais representava o principal instrumento de combate à elevação dos preços, em nenhum momento houve apoio político suficiente para promover cortes significativos nos gastos públicos, com o governo financiando seus déficits por meio do endividamento público via Banco Central.

22/ Essa decisão traduziu a forma encontrada pelo governo para dar maior transparência às operações do Banco Central e às da Secretaria do Tesouro Nacional, criada em 1986.

23/ Essa questão foi resolvida pela Circular 1.365 do Banco Central, que esclarecia que o dispositivo não era auto-aplicável, e que sua regulamentação dependia de legislação complementar.

pelo IPC<sup>24</sup>. Em meados desse ano, as expectativas dos agentes quanto a uma possível centralização do câmbio e a moratória da dívida externa contribuíram ainda mais para desestabilizar a economia e alimentar movimentos especulativos. Em face do maior prêmio de risco exigido pelo mercado, o governo manteve uma política de juros reais elevados para manter a atratividade dos títulos públicos.

**Gráfico 2 – Títulos Públicos Federais – Banco Central**  
(rentabilidade real mensal líquida)



Fonte: Andima

A década de 80 consolidou um perverso processo de indexação da economia brasileira, que parecia caminhar para a hiperinflação. A necessidade de absorção doméstica de recursos gerada pelos desequilíbrios fiscais tornou parcela importante da poupança interna monopólio dos títulos públicos, fazendo com que o financiamento das contas públicas ficasse extremamente dependente das operações de mercado aberto. Entretanto, o encurtamento do prazo médio da dívida diante dos altos prêmios exigidos pelo mercado acabou por distorcer os próprios objetivos desse instrumento, principalmente na segunda metade dessa década, marcada por uma seqüência de choques heterodoxos.

**Tabela 6 – Prazo médio da DPMFI**

Ano	Tipos de títulos da dívida em poder do público	Prazo médio*
1980	LTN, ORTN	24m, 21d
1981	LTN, ORTN	24m, 16d
1982	LTN, ORTN	29m, 20d
1983	LTN, ORTN	25m, 29d
1984	LTN, ORTN	19m, 1d
1985	LTN, ORTN	10m, 11d
1986	LTN, OTN, LBC	8m, 12d
1987	LTN, OTN, LBC	11m, 10d
1988	OTN, LFT	4m, 23d
1989	BTN, LFT	18m, 8d

\* Prazo médio da dívida mobiliária total (em poder do público e na carteira do Banco Central)

Fonte: Andima

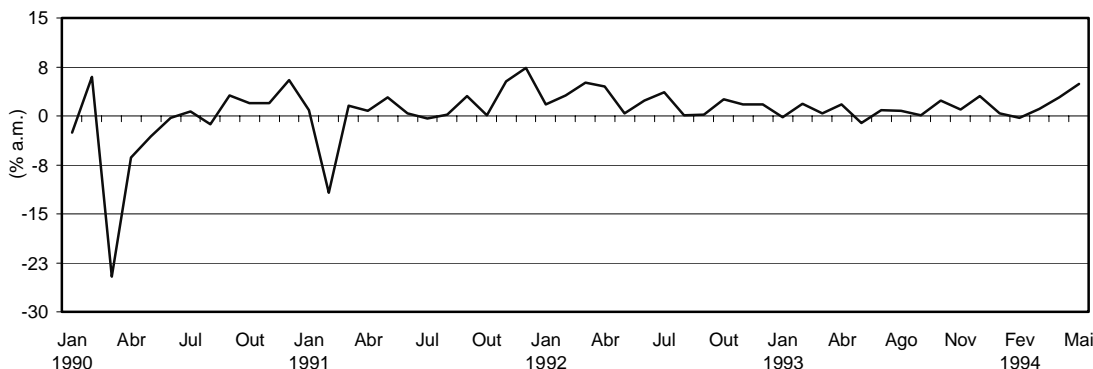
24/ Posteriormente, a indexação passou a ser diária, corrigida pelo BTN-F (Bônus do Tesouro Nacional Fiscal).

#### 4. O período 1990/94: abertura financeira

O lançamento do Plano Collor, em março de 1990, foi um marco na história da administração da dívida pública no Brasil. Com base na premissa de que o processo inflacionário decorria da dependência da política monetária em relação ao excessivo estoque de ativos financeiros líquidos, compostos basicamente por títulos de curto prazo em poder do público, foram implementadas as medidas mais audaciosas da história econômica do país. O governo confiscou 80% dos haveres financeiros, que ficaram congelados no Banco Central, rendendo BTN mais 6% a.a. (aplicação compulsória nos recém-criados BTN-Es)<sup>25</sup>. A adoção dessas medidas permitiu ao governo alongar compulsoriamente o prazo médio da dívida e reduzir seus encargos de forma substancial, uma vez que o rendimento dos BTN-Es era inferior ao das LFTs, indexadas à taxa do *overnight*. O total de títulos em poder do mercado caiu de 14,9% do PIB em 1989 para 4,87% em 1990 e 2,9% em 1991, dado que na prática os ativos com maturidade estendida ficaram esterelizados no Banco Central. Em dólar, houve uma redução de 79% da dívida pública mobiliária federal interna em poder do público entre dezembro de 1989 e dezembro de 1990.

A partir do segundo semestre de 1990, com o intuito de recuperar os instrumentos clássicos de política monetária, o Tesouro voltou a emitir as LTNs, trazendo novamente ao mercado o conceito de risco. A perda total de confiança na manutenção das regras e o crescimento dos índices de inflação levaram a uma exigência maior por prêmio de risco nas negociações primárias com títulos públicos, refletida no aumento das taxas referenciais de juros.

Gráfico 3 – Taxa de juros real (Selic / IGP-DI)



Fonte: Banco Central

Ainda no final de 1990, o Banco Central foi novamente autorizado a emitir títulos de sua responsabilidade, os Bônus do Banco Central (BBCs)<sup>26</sup>. O recrudescimento

25/ Os Bônus do Tesouro Nacional – Especial (BTN-Es) foram emitidos com vencimentos distribuídos em doze parcelas sucessivas, a partir de setembro de 1991. O Plano Collor marcou também a volta do Cruzeiro como nomenclatura da moeda.

26/ Cabe aqui destacar que o art. 11 da Lei 4.595/64, que estabelece as competências do Banco Central do Brasil, autoriza este a emitir títulos de sua responsabilidade, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, que por sua vez deve solicitar, por meio de Mensagem do Presidente da República, homologação do Poder Legislativo para as emissões realizadas.

da inflação gerou problemas para a colocação das LTNs no mercado, deixando claro que a solução adotada pelo governo Collor quanto à dívida pública tinha sido inócua, pois a necessidade de voltar ao mercado para se financiar colocou novamente em xeque a credibilidade do governo. O objetivo da colocação dos BBCs era reduzir os efeitos dos juros elevados das LTNs que encareciam o custo da dívida<sup>27</sup>.

**Tabela 7 – Composição e prazo médio da DPMFI em poder do público**

Ano	Tipos de títulos da dívida em poder do público	Títulos da dívida de responsabilidade do Tesouro	Títulos da dívida de responsabilidade do Banco Central	Prazo médio*
1990	LTN, BTN, LFT	100,00	0,00	43m, 21d
1991	OTN, LFT, BTN, BBC, NTN, LBC	78,10	21,90	30m, 4d
1992	LFT, BTN, BBC, NTN, LBC	41,50	58,50	22m, 24d
1993	LFT, BTN, NTN, LTN, BBC	78,00	22,00	7m, 22d
1994	LFT, BTN, NTN, LTN, LBC, BBC	57,20	42,80	4m, 1d**

\* Prazo médio da dívida mobiliária total (em poder do público e na carteira do Banco Central)

\*\* Não inclui os títulos em carteira do Banco Central

Fonte: Andima

As dificuldades do Banco Central em controlar os agregados monetários e a forte alta da inflação no início de 1991 levaram à edição do Plano Collor II, cujas principais medidas foram a extinção da correção monetária, a proibição de participação de pessoas físicas e jurídicas não financeiras nas operações de *overnight*, o congelamento de preços e salários e a criação dos Fundos de Aplicações Financeiras (FAFs) e da taxa referencial (TR). O término do *over* prejudicou a rolagem das dívidas estaduais, tornando necessária a intervenção do governo federal, que realizou uma troca das Letras Financeiras do Tesouro Estadual (LFTEs) por LBCs a prazo determinado, mas que acabou sendo prorrogada diversas vezes.

O comportamento da inflação passou a refletir as expectativas dos agentes quanto à liberação dos cruzados novos e ao descongelamento dos preços. A deterioração da situação cambial do país forçou uma mididesvalorização do cruzeiro, provocando novo salto da inflação, dessa vez em outubro, quando houve uma guinada no rumo da política monetária, com forte elevação das taxas de juros. A conjuntura inflacionária desestimulou o interesse por títulos prefixados, gerando novos problemas para o governo na rolagem da dívida. Essa situação levou o Tesouro a criar as Notas do Tesouro Nacional (NTNs), títulos pós-fixados, que poderiam ter diferentes séries indexadas ao IGP-M, à correção cambial ou à TR.

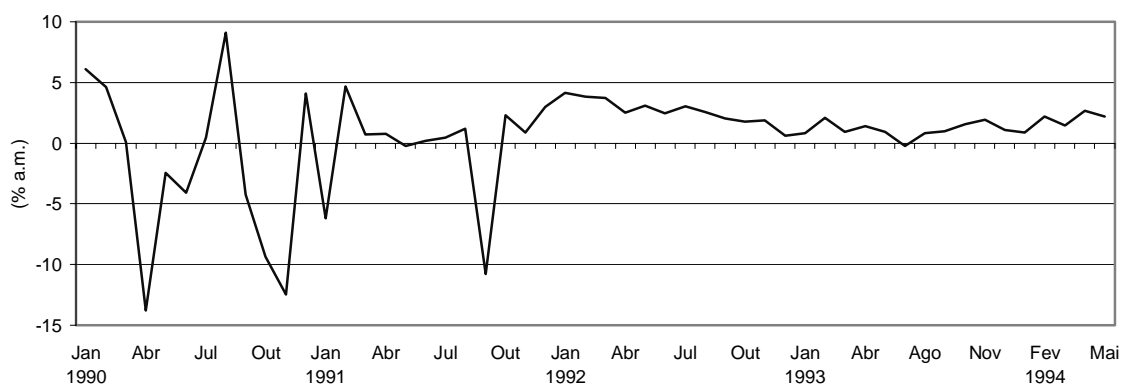
O forte movimento de ingresso de recursos externos ocorrido ao longo de 1991, em função da abertura da economia, iniciada no primeiro ano do governo Collor, e do diferencial entre os juros internos e externos, fez com que o crédito tradicional cedesse lugar às operações de financiamento externas<sup>28</sup>. O ingresso de investimentos no país, principalmente a partir do segundo semestre desse ano, representou o primeiro teste dos investidores estrangeiros em relação à política econômica brasileira.

27/ Os BBCs tinham as mesmas características das LTNs, porém menor rentabilidade.

28/ Em relação ao ingresso de recursos, tratava-se principalmente de linhas de curto prazo.

Em um estudo sobre o grau de abertura financeira da economia brasileira no período 1988/98, Magalhães (2000) conclui, a partir de um modelo que explica o comportamento da taxa de juros doméstica por meio de uma média ponderada da taxa de juros oriunda da condição de paridade coberta de juros (PCJ) e da taxa de equilíbrio do mercado monetário doméstico, que o comportamento da taxa de juros doméstica no período analisado é explicado principalmente pelo comportamento da PCJ, e que o grau de abertura da economia brasileira apresentou uma tendência crescente a partir de 1992. De fato, conforme o gráfico a seguir, percebe-se que o diferencial entre a taxa de juros interna (Selic), ajustada pela desvalorização cambial, e a Libor, passa a ser sempre positivo a partir do final de 1991. Esse diferencial, em um contexto de abertura financeira, deve ser entendido como o prêmio de risco pago pelos títulos públicos face à falta de credibilidade do governo na administração da dívida pública, marcada até então por quebras sucessivas de contratos firmados.

Gráfico 4 – Prêmio de risco



Fonte: Banco Central

Nesse contexto, 1992 foi marcado por forte influxo de capital estrangeiro, revertido apenas no segundo semestre, devido à crise política que resultou no *impeachment* do presidente Collor. Para conter o efeito expansionista sobre a base monetária, reforçado pela devolução mensal dos cruzados novos bloqueados, o Banco Central foi obrigado a promover megaleilões de BBCs, o que explica o aumento da parcela da dívida mobiliária composta de títulos de sua responsabilidade (Tabela 7). A rolagem de uma dívida crescente e de curto prazo, baseada principalmente em títulos prefixados, em um ambiente de instabilidade política e econômica, ficou cada vez mais difícil diante dos prêmios cada vez maiores e dos prazos cada vez menores exigidos pelo mercado<sup>29</sup>. A dinâmica da dívida refletia, assim, a maior aversão ao risco dos poupadores bem como a ausência de uma política fiscal mais austera.

29/ Com o intuito de alongar o perfil da dívida, o Banco Central foi autorizado, ainda em 1992, a emitir BBC Série Especial (BBC-E), com prazo mínimo de 84 dias e remuneração a taxas flutuantes, repactuadas a cada 28 dias. Entretanto, esses títulos jamais foram postos no mercado.

**Tabela 8 – Crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (%)**

Ano	D/Y *	Taxa de crescimento	
		Nominal	Real
1990	30,28	1 069,42	( 25,82)
1991	25,92	418,73	( 10,59)
1992	31,79	1 487,70	26,21
1993	20,97	2 236,66	( 16,80)

\* D/Y = Dívida Pública Mobiliária Federal Interna / PIB

Fonte: Andima

O início de 1993 foi um momento conturbado, diante da posição de parte do governo em reduzir os juros reais para promover o crescimento econômico. Esse movimento gerou problemas para o Banco Central na colocação dos BBCs em mercado, pois o prêmio de risco exigido pelas instituições financeiras para adquirir os papéis prefixados era incompatível com o abrandamento da política de juros reais elevados determinado pelo governo. Entretanto, diante do desequilíbrio das contas da União, o governo percebeu que uma política monetária austera era o único instrumento disponível no curto prazo para evitar a formação de bolhas de consumo e o descontrole da economia.

Em setembro desse ano, ocorreu uma importante mudança no perfil de endividamento público, com a separação das contas do Tesouro Nacional e do Banco Central. Em troca dos antigos papéis de sua carteira, o Banco Central adquiriu as NTN-L, que passaram a lastrear a dívida externa do governo federal<sup>30</sup>. Os títulos do Tesouro remanescentes na conta do Banco Central foram trocados por NTNs séries C e D<sup>31</sup>. Ainda nesse mês, boatos sobre a condução da política econômica criaram dificuldades para o mercado em relação à formação dos preços dos títulos públicos, gerando para o governo o temor de não conseguir rolar vultosas somas em títulos cambiais que estavam vencendo. Para garantir a rolagem da dívida, o Tesouro voltou a emitir as LTNs, vendendo-as ao mercado juntamente com as três séries de NTNs (C, D e H).

**Tabela 9 – Composição da DPMFI em poder do público**

Ano	Parcela da dívida em poder do público	Participação *				
		LTN	LFT	NTN	LBC	BBC
1990**	34,40	32,39	61,31	0,00	1,43	0,00
1991	27,00	0,00	61,26	12,57	5,91	16,06
1992	30,00	0,00	5,42	36,04	3,62	54,79
1993	33,20	4,51	3,77	69,59	0,00	22,03

\* Posição em dez

\*\* BTN = 4.85

Fontes: Banco Central e Andima

30/ As NTN-L são títulos inegociáveis em mercado, com prazo de dois anos e juros de 5% a.a., que serviam, exclusivamente, para lastro do passivo cambial a ser transferido para o Tesouro em 1994, nos termos do Acordo de Reestruturação da Dívida Externa de Médio e Longo Prazos com os Bancos Privados e o Clube de Paris.

31/ Os indexadores das NTNs séries C, D e H são, respectivamente, o IGP-M, o dólar oficial e a TR.

No final de 1993, foi anunciado o Programa de Estabilização Econômica, que criava a Unidade Real de Valor (URV) como indexador da economia. O entendimento das causas do crescimento da dívida pública interna a partir de 1994 passa pela análise das mudanças ocorridas nas políticas monetária e cambial a partir do novo plano de estabilização implantado nesse ano, o Plano Real.

## 5. O Plano Real: estabilização versus endividamento

No anúncio do programa de estabilização no fim de 1993, o governo deixava claro que a idéia era instituir a URV após a realização do ajuste fiscal<sup>32</sup>. Entretanto, as dificuldades políticas para a aprovação das reformas estruturais, a especulação em torno da própria URV e o calendário político apertado levaram o governo a inserir a URV no padrão monetário do país antes da implementação das medidas fiscais<sup>33</sup>. Ao longo do primeiro semestre de 1994, o governo manteve uma política de juros reais elevados, no intuito de combater a inflação em uma economia que convivía, simultaneamente, com duas moedas : a URV e o cruzeiro real. A abertura da economia e a política de juros altos resultaram em um ingresso de capital externo da ordem de 2 % do PIB a.a. entre 1992 e 1994, o que, dado o equilíbrio em conta-corrente, resultou em um aumento das reservas de cerca de 2,5% do PIB a.a. nesse período<sup>34</sup>. Conforme Franco (1995) *apud* Llussá (1998), esse processo teve duas consequências: por um lado, o significativo volume de reservas tornava menos provável uma crise cambial, permitindo, inclusive, que a nova moeda pudesse se ancorar no câmbio; e, de outro, o crescimento das reservas gerou um processo em que a esterilização das operações externas aumentava a dívida pública, que pressionava os juros internos, aumentava o diferencial de juros e, finalmente, estimulava mais entrada de capital e acumulação de reservas. No intuito de abortar esse processo, o governo retirou o Banco Central do mercado de câmbio no período imediatamente pós-Plano, o que resultou na apreciação nominal da taxa de câmbio, reduzindo a competitividade dos produtos exportáveis e barateando os importados. Todavia, essa alternativa não podia ser levada ao extremo, uma vez que uma apreciação exagerada do real poderia produzir enormes déficits na conta-corrente. Nesse mesmo período, o governo tratou os problemas do setor externo com políticas tributárias e de comércio exterior. Entretanto, a piora do saldo da conta-corrente em novembro de 1994 e a crise mexicana em dezembro desse ano, que resultaram em uma fuga maciça de capitais, deixaram claro que desequilíbrios permanentes no balanço de pagamentos não poderiam ser sustentados indefinidamente, e que a presença do Banco Central no mercado de câmbio era importante para evitar um desequilíbrio maior nas contas externas<sup>35</sup>.

---

32/ De fato, a desvinculação das receitas da União representou um primeiro passo no ajuste fiscal dos Estados.

33/ Posteriormente, a URV passou a funcionar como meio de pagamento, sob o nome de Real.

34/ No conceito de caixa, as reservas atingiram um valor em torno de US\$ 40 bilhões em junho de 1994.

35/ A piora do resultado da conta-corrente nesse período pode ser atribuída em grande parte à forte aceleração da demanda doméstica, impulsionada pelas expectativas favoráveis de queda na inflação e crédito externo a baixo custo, principalmente no financiamento das importações.

Durante o período 1995/98, a política monetária foi conduzida no intuito de impedir que possíveis excessos de liquidez pressionassem a demanda agregada e, conseqüentemente, o nível de preços. O principal instrumento utilizado foram as taxas de juros, que permaneceram elevadas para conter o nível de atividade econômica nas épocas de maior expansão e impedir fugas de capitais nos momentos de crise internacional. Nesse contexto, o aumento da dívida líquida do setor público trouxe consigo o aumento da carga de juros do governo<sup>36</sup>. A política cambial foi orientada no sentido de assegurar um comportamento suave e previsível da taxa de câmbio nominal, por meio do sistema de bandas cambiais.

Em relação à administração da DPMFI, adotou-se, a partir de 1995, uma estratégia que visava ampliar prazos, reduzir custos para o Tesouro e desindexar e melhorar as condições de refinanciamento da dívida<sup>37</sup>. O gradativo processo de alongamento de prazos foi favorecido pela conjuntura macroeconômica estável em 1996, quando o Tesouro substituiu integralmente o estoque de LFT em mercado por LTN, evitando, assim, a contaminação da dívida pela oscilação dos juros. O alongamento foi favorecido também pelo aumento dos prazos dos papéis cambiais (NTN-D), de doze meses até agosto para 24 meses a partir de setembro. Em dezembro desse ano, 61% da DPMFI eram compostos por títulos prefixados, conforme a tabela a seguir:

**Tabela 10 – Taxa de crescimento real da DPMFI em poder público, participação por indexador e prazo médio\***

Ano	Taxa real de crescimento	Participação por indexador						Prazo Médio***
		Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	Outros**	
1994	—	8,30	23,00	12,50	16,00	40,20	—	4,10
1995	52,90	5,30	9,00	5,30	37,80	42,70	—	6,63
1996	48,50	9,40	7,90	1,80	18,60	61,00	1,40	7,43
1997	34,90	15,40	8,00	0,30	34,80	40,90	0,60	11,50
1998	24,60	21	5,4	0,3	69,1	3,50	0,8	16,50

\* Posição em dez

\*\* (TJLP, TBF, IGP-DI)

\*\*\* Títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central, emitidos em ofertas públicas e colocações especiais, em poder do mercado (em meses)

Fonte: Banco Central

Ao longo de 1996, o governo continuou a se utilizar do endividamento interno para reverter os efeitos do ingresso de recursos externos sobre a base monetária. A Tabela 10 mostra um crescimento real de 52,9% e 48,5% da dívida mobiliária federal em poder do público em 1995 e 1996, respectivamente.

Em 1997, procurou-se consolidar o processo de alongamento dos prazos da dívida por meio das colocações, inéditas até então, de LTN de 730 dias e NTN-D de 60

36/ Entre os fatores que impulsionaram o aumento da dívida líquida do setor público de 30% para 40% do PIB entre dez/94 e dez/98 estão: a esterilização das operações externas mencionada anteriormente, impactada pelo diferencial de juros internos e externos; o desequilíbrio fiscal, refletido pelo aumento das necessidades primárias de financiamento do setor público; e o reconhecimento dos chamados “esqueletos”.

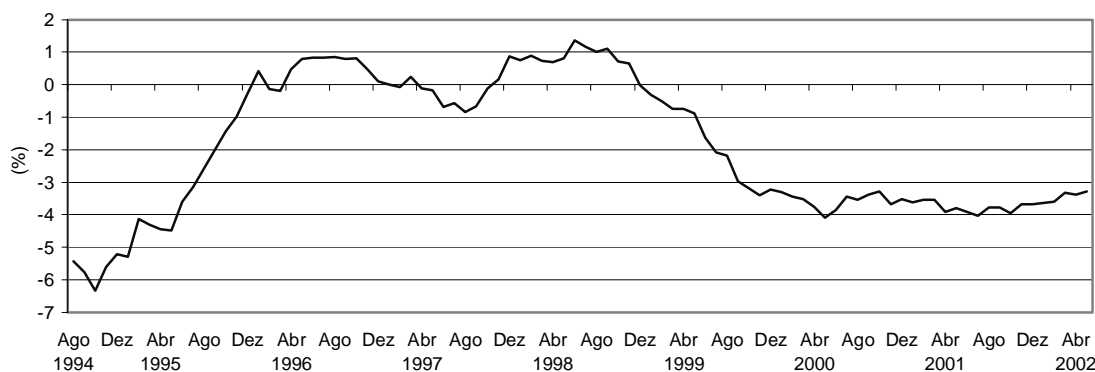
37/ Sobre os procedimentos operacionais adotados no segundo semestre de 1995 para aperfeiçoar a administração da dívida e facilitar o processo de tomada de decisão nos leilões do Tesouro Nacional, ver Pinheiro (2000).

meses, em setembro. Entretanto, a crise asiática, a partir de outubro desse ano, provocou uma reversão das expectativas, e a interrupção temporária desse processo. Diante da escolha do governo de não efetuar mudanças mais significativas na política cambial, o Banco Central, em reunião extraordinária do Comitê de Política Monetária (Copom), fixou a TBC em 43,4% e a TBAN em 46,4%, interrompendo o gradualismo que vinha caracterizando a condução da política monetária, haja visto que esses valores se encontravam em 20,6% e 23,5% em abril, respectivamente<sup>38</sup>. Entretanto, a elevação da TBC não causou um aumento imediato do custo médio da dívida, devido à sua composição predominantemente prefixada e prazos relativamente dilatados<sup>39</sup>.

Ao longo do primeiro semestre de 1998, o agravamento da crise asiática gerou dificuldades para a gestão da DPMFI. O prazo dos títulos prefixados foi significativamente reduzido, e sua emissão abandonada em junho, com a LFT (Over/Selic) retornando à categoria de principal título emitido nos leilões para rolagem da referida dívida, tendo sua participação nesta alcançado quase 70% em dezembro desse ano. A tabela anterior indica também que houve acentuada elevação da participação dos títulos indexados ao câmbio, provavelmente em virtude das expectativas dos agentes quanto à mudança do regime cambial. A mudança de perfil da dívida, que passou a ser predominantemente pós-fixada, tornou-a mais sensível à variações das taxas de juros de curto prazo. Ao contrário do que ocorreu durante a crise asiática, o aumento dos juros internos em outubro de 1998 face à crise russa aumentou bruscamente o custo da dívida.

Diante do esgotamento da política fiscal, refletido pelo aumento das necessidades de financiamento do setor público no conceito primário, que atingiu valores recordes no último trimestre de 1998, conforme gráfico a seguir; e da rigidez da política cambial, e seus efeitos sobre o balanço de pagamentos, a forte pressão sobre as reservas internacionais, em janeiro de 1999, forçou o governo a abandonar o regime de câmbio fixo e permitir a flutuação do real.

**Gráfico 5 – NFSP – Setor público – Primário – Acum. 12 meses (% PIB)**



Fonte: Banco Central

38/ A criação da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), em 1996, e sua fixação pelo Copom, como piso e teto, respectivamente, da banda de juros, contribuiu para melhorar o balizamento das taxas e possibilitou um menor grau de intervenção no mercado.

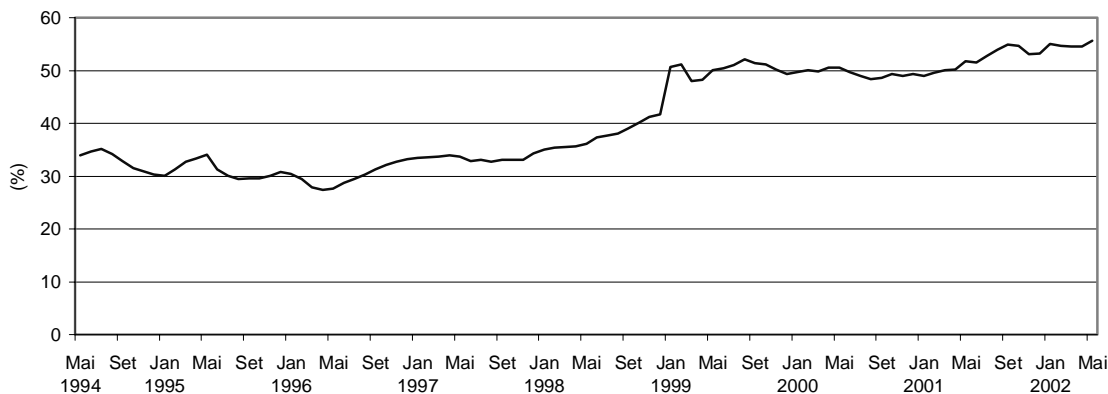
39/ Entretanto, esse custo aumentou à medida que eram realizados leilões de troca de títulos prefixados por pós-fixados em função do aumento da taxa de juros.

O conturbado abandono do regime de câmbio fixo, que envolveu uma tentativa de desvalorização controlada do real, provocou forte deterioração das expectativas dos agentes, com previsões de retomada do processo inflacionário e piora dos fundamentos econômicos. O novo regime requeria uma nova âncora nominal para a política econômica. Nesse contexto, o governo implantou, a partir de junho de 1999, o regime de metas inflacionárias, sob o qual a própria meta desempenharia o papel da âncora nominal<sup>40</sup>.

Além da adoção do regime de metas inflacionárias, o governo concentrou esforços no aprofundamento do ajuste fiscal, o que resultou na promulgação da Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal)<sup>41</sup>. Nos três anos seguintes, o setor público apresentou um superávit primário médio de 3,65 % do PIB contra apenas 1,35 % no período que vai do início do Plano Real até abril de 2000.

No período 1999/2002, a dívida mobiliária brasileira manteve o perfil pós-fixado exibido no final de 1998, com ligeira redução da parcela indexada à taxa do Over/Selic. Na média do período, a parcela da dívida indexada a essa taxa, ao câmbio, e a um índice de correção prefixado, atingiu, respectivamente, 55%, 25% e 10%. Dessa forma, a dívida continuou sensível à variações das taxas de juros de curto prazo e de câmbio. De fato, o gráfico a seguir mostra que, a partir de 1998, quando o perfil da dívida passou a ser eminentemente pós-fixado, a dívida líquida do setor público (% PIB) foi impactada pela variação das supracitadas taxas.

**Gráfico 6 – Dívida líquida do setor público (% PIB)**



Fonte: Banco Central

O significativo crescimento da dívida pública trouxe à tona o debate quanto à solvência do setor público. À medida que a dívida cresce, o mercado começa a questionar a capacidade do governo de satisfazer sua restrição intertemporal, passando a cobrar prêmios de risco cada vez maiores, impedindo assim uma redução mais significativa da taxa de juros. Goldfajn (2002) assinala que os fatores que contribuíram para o aumento da

40/ Sobre as especificidades do regime de metas inflacionárias no Brasil, ver Bogdanski, Tombini, Werlang (2000).

41/ De fato, o governo já havia adotado medidas no mesmo sentido em resposta às crises asiática (Pacote 51) e russa, na tentativa de reverter as expectativas negativas em relação a economia brasileira. Um ajuste mais profundo já foi alcançado em 1999, sendo consolidado com a LRF.

relação dívida/PIB no período analisado nessa seção não são recorrentes: (i) o reconhecimento de cerca de 10% do PIB em dívidas não explicitadas (chamados “esqueletos”); (ii) os superávits primários do setor público menores antes de 1998; (iii) a depreciação significativa do câmbio real a partir de 1999; e (iv) as taxas de juros reais elevadas<sup>42</sup>.

Do ponto de vista da administração da dívida mobiliária brasileira, o Plano Real marca uma ruptura em relação aos governos anteriores, cujas administrações foram marcadas por constantes trocas de indexadores, expurgos na correção dos títulos, moratórias, confiscos e outras medidas arbitrárias.

Diante do exposto neste trabalho, percebe-se que um dos grandes problemas na administração da supracitada dívida – senão o maior – é a credibilidade do governo, relacionada a dois fatores fundamentais: o equilíbrio das finanças públicas e o respeito aos contratos firmados. Ao longo das três décadas que vão do início das Reformas do Sistema Financeiro Nacional, em 1964, até o período anterior ao Plano Real, esses dois fatores estiveram ausentes, implicando um processo desordenado de endividamento público, descontrole inflacionário e aumento do prêmio de risco exigido pelo mercado. Embora tenha restaurado o respeito aos contratos a partir do Plano Real, o desequilíbrio fiscal, acentuado pelo fim do imposto inflacionário e pela ausência de um ajuste fiscal profundo antes da introdução da URV no padrão monetário do país, não permitiu ao governo reduzir as taxas de juros internas a níveis verificados em outros países em desenvolvimento.

## 6. Conclusão

A dívida mobiliária brasileira sempre foi predominantemente de curto prazo. Os poucos títulos de longo prazo que existiram eram todos indexados. Até o início dos anos 60, o mercado de títulos públicos no Brasil era pouco desenvolvido. A aceleração dos preços e a ausência da correção monetária inviabilizavam o desenvolvimento desse mercado em virtude dos rendimentos reais negativos auferidos pelos investidores. As Reformas do Sistema Financeiro Nacional, a partir de 1964, que institucionalizaram o mercado de capitais no país, criaram a correção monetária, através da emissão das ORTNs. No início da década de 70, foram criadas as LTNs, títulos de curto prazo que, já em 1978, correspondiam a 51% da dívida em poder do público.

Durante a década de 80 e início dos anos 90, a composição da dívida foi alterada diversas vezes em função da situação econômica e de uma seqüência de planos de estabilização fracassados. Com efeito, seu perfil de vencimentos reduziu-se progressivamente. Os prazos curtos da dívida e a incerteza que marca esse período erodiram a confiança dos agentes privados na capacidade do governo de satisfazer sua restrição intertemporal, levando

---

42/ O mesmo autor destaca que, sob uma política de geração de superávits primários de 3,5 % do PIB desde 1995, e mantendo-se os demais fatores como observados, a relação dívida/PIB teria mostrado trajetória declinante, alcançando 27,8% do PIB em 2002.

os mesmos a exigir prêmios de risco crescentes, o que encareceu o custo de financiamento da dívida, acelerando seu crescimento.

A partir de 1994, com o Plano Real, busca-se restaurar a credibilidade do crédito público, com o fim da adoção de medidas arbitrárias no gerenciamento da dívida pública. Entretanto, o adiamento das reformas estruturais que ainda se fazem necessárias, trouxe à tona os problemas fiscais do setor público, impedindo uma redução mais significativa das taxas de juros na economia brasileira.

## Referências bibliográficas

ANDIMA. **Séries Históricas: Dívida Pública**. 1994.

\_\_\_\_\_. **Séries Históricas: Taxa de Juros**. 1997.

ARAÚJO, C. Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais. **Nota Técnica 12**. Banco Central do Brasil, 2002.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Notas para Imprensa**. Brasília, vários números.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. Implementing inflation targeting in Brazil. **Texto para Discussão 1**. Banco Central do Brasil, 2000.

FRANCO, G. **O Plano Real e outros ensaios**. Livraria Francisco Alves Editora S.A., 1995.

GARCIA, M. et alii. **The structure of the public sector debt in Brazil**. PUC-Rio, 1999.

GOLDFAJN, I. Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável? **Nota Técnica 25**. Banco Central do Brasil, 2002.

LLUSSÁ, F. **Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil**. Dissertação de mestrado. FGV/SP, 1998.

MAGALHÃES, J. **Liberalização da conta de capitais no Brasil**. Dissertação de mestrado. EPGE/FGV, 2000.

MARTINS, M.; FARO, C.; BRANDÃO, A. Juros, preços e dívida pública: a teoria e o caso brasileiro. **Série Pesquisas EPGE/FGV 3**. 1991.

PINHEIRO, M. Dívida mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/99. **Texto para Discussão 700**. Ipea, 2000.