

1199300392



**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

NT

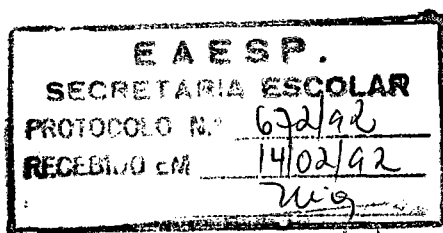
9

**DÉFICIT E DÍVIDA INTERNA: TEORIA E EVIDÊNCIA
EMPÍRICA BRASILEIRA NOS ANOS 80.**

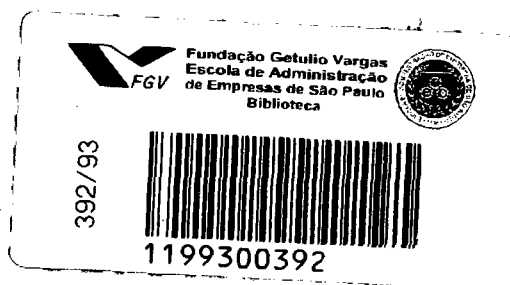
CLÓVIS APARECIDO ROLIM PEREZ

Dissertação apresentada à Faculdade de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas para a obtenção do título
de mestre em Economia de Empresas.

Prof. Orientador: LUIZ CARLOS BRESSER PEREIRA



**São Paulo
1991**



APRESENTAÇÃO

No final da década de 80 existia um consenso entre os economistas que a razão da crise econômica residia no esgotamento do modelo de financiamento do setor público baseado, principalmente, no acesso ao crédito externo. As mudanças ocorridas no plano externo nos primeiros anos da década impuseram à economia vários planos de ajustamento que acabaram por determinar uma grave crise fiscal. As razões dessa crise centram-se em uma gradativa redução das receitas líquidas do governo provocada tanto pela queda da carga tributária como pelo aumento de transferências e pagamento de juros.

É nesse contexto que me inspirei para estudar a questão da dívida interna brasileira no decorrer da década de 80. Na verdade, a motivação para o tema surgiu a partir do debate a respeito da influência das contas do setor público sobre a economia. A influência do déficit público sobre a demanda agregada cede lugar a um debate mais amplo sobre a dimensão dos mecanismos de financiamentos dos déficits públicos. A motivação, portanto, estava centrada no propósito de examinar o comportamento da taxa de juros no decorrer da década com o intuito de responder as seguintes questões: 1. São corretas as afirmações de que quanto maiores as necessidades de financiamento do setor público no mercado interno, maiores são as taxas de juros? e, 2. Admitindo um componente financeiro para o déficit público, será que os seus efeitos sobre a economia serão os mesmos de uma política fiscal expansionista?

Não poderia deixar de destacar que para a definição do tema foi decisiva a participação do Professor Fernando Maida Dall'Acqua, não só por demonstrar a importância do assunto bem como pela paciência e dedicação com que me orientou na formulação da proposta de dissertação.

A influência intelectual do meu orientador, Prof. Luiz Carlos Bresser Pereira, foi também decisiva. Seu conhecimento sobre as teorias econômicas e sua experiência no setor público enriqueceram os debates nos vários cursos que ministrou durante a minha fase curricular. Também foi muito importante o meu convívio com todos os demais professores da EAESP, principalmente por terem me auxiliado com saber e imaginação. O professor Geraldo Gardenalli teve a paciência de ler a versão preliminar e contribui com inúmeras e valiosas sugestões.

Devo ainda agradecer as sugestões recebidas dos professores Alkimar Ribeiro Moura e Joaquim Eloi Cirne de Toledo, este último da Universidade de São Paulo, quando da defesa da proposta. Sem dúvida alguma, foram fundamentais para definir os pontos mais importantes do trabalho.

Aos colegas do curso, numerosos demais para serem citados nominalmente, que beneficiaram-me com idéias, trocas de informações e sugestões, também sou muito grato. Um agradecimento especial ao amigo Gilmar Masiero pela paciência de ler a versão preliminar e pelas valiosas sugestões.

Contraí uma dívida de gratidão a Rosemberg Pereira Rosa, que além do incentivo permanente criou condições que me permitiram concluir a fase curricular.

Ao Sr. Juca e D. Idê, meus pais, a quem dedico este trabalho, devo muito mais que a vida. A humildade, honestidade e espírito de luta com que tenho enfrentado a vida são frutos de seus exemplos diários, ao longo de toda a minha existência.

Finalmente, e de uma forma muito especial, eu gostaria de expressar minha gratidão à Elaine, por ter me provido de ambição para completar o projeto. Sem dúvida alguma, a sua paciência, dedicação e compreensão, foram os maiores estímulos recebidos durante o longo tempo de preparação deste trabalho.

A todos, o meu muito obrigado.

SUMÁRIO

Introdução	01
I - Déficit, Dívida e a Economia: Aspectos Teóricos	04
1. Problemas Conceituais	05
2. Aspectos Teóricos Convencionais	07
2.1-Financiamento via emissão de títulos	09
2.2-Financiamento Monetário	12
3. Restrição Orçamentária do Setor Público	16
4. Aspectos Teóricos: Algumas Considerações	19
4.1-Financiamento Externo	19
4.2-Composição Financeira do Déficit Público	21
II - Dívida Pública Interna: Evolução, Condicionantes Externos e Estrangulamento Financeiro do Setor Público Brasileiro	31
1. As Reformas de 1964 e o Mercado de Títulos Públicos	32
2. A Estatização da Dívida e o Esgotamento de Processo de Financiamento Externo	35
3. A Dívida Pública e os Condicionantes internos e externos	39
III- Déficit, Dívida e a Economia Brasileira: Uma Análise dos anos 80.	43
1. Financiamento Doméstico do Setor Público: Imposto Inflacionário e Senhoriagem	44
2. Endividamento Interno: Opção última de financiamento	50
2.1- A questão da taxa de juros	52
3. A Dívida Interna, O Plano Collor I e a Crise Fiscal	61
Considerações Finais	69

INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é fornecer uma análise do comportamento da dívida pública interna brasileira no decorrer da década de 80. Como essa dívida foi acumulada em decorrência de constantes déficits públicos fica evidente a necessidade de se estudar a relação entre esses déficits e as variáveis relacionadas ao seu financiamento interno, tendo sempre em vista os impactos resultantes na economia como um todo.

A literatura sobre o impacto do déficit público na economia é, além de vasta, muito antiga. A preocupação com a incidência de impostos e com a dívida pública remonta aos economistas clássicos. A primeira como uma opção ao déficit público e a segunda como sua consequência. No entanto, esse assunto ganhou uma conotação diferenciada nas últimas décadas com o acirramento do conflito entre "Monetaristas e Keynesianos" ou entre "Monetaristas e Fiscalistas". A diferença entre essas correntes do pensamento econômico se centra, basicamente, na questão do instrumento mais apropriado para se promover uma política de estabilização. Enquanto os monetaristas defendem o controle monetário, os keynesianos argumentam que as variáveis fiscais são as principais determinantes da atividade econômica.

Tendo em vista estes conflitos teóricos, o capítulo I deste trabalho tem como proposta apresentar uma síntese das teorias convencionais sobre os efeitos de um déficit público. Para uma análise teórica mais profunda dos problemas relacionados ao seu financiamento, desenvolve-se um modelo de restrição orçamentária levando-se em consideração os fatores

característicos de uma economia indexada.

A ocorrência de déficits contínuos na economia brasileira nos últimos anos criou e cria uma relação de duplo sentido entre esses déficits e a dívida interna, ou seja, os déficits passados geraram uma dívida interna acumulada cujo serviço aumenta as despesas financeiras que realimentam o próprio déficit. Considerando esta situação faz-se necessário uma revisão na teoria convencional uma vez que acredita-se que um déficit decorrente de despesas financeiras sobre um estoque acumulado de dívida pública não deve ter o mesmo impacto sobre a economia que um déficit gerado pelo excesso de dispêndios governamentais ou por uma redução na carga de tributos. Esse assunto é abordado no final do primeiro capítulo.

A suspensão dos créditos externos ao Brasil em 1982 pôs fim ao padrão de financiamento dos investimentos, baseado naqueles recursos, e que estava vigorando, com maior ênfase, desde a década de 70. Esse fato acabou forçando um ajuste estrutural na economia brasileira que culminou com uma forte aceleração do endividamento público interno. Tendo presente estes acontecimentos procura-se no capítulo II fornecer uma análise dos fatores que antecederam tal momento. O capítulo inicia com uma apresentação, bastante sintética, das alterações estruturais efetuadas no mercado financeiro com o intuito de criar condições propícias para o desenvolvimento de um amplo mercado de títulos públicos no Brasil. Nas seções 2 e 3 procura-se mostrar como se deu o processo de esgotamento do modelo e como a suspensão dos empréstimos externos condicionou o endividamento interno.

Uma análise empírica das condições do financiamento doméstico do setor público é o objetivo do último capítulo. Pretende-se, com isso, observar o ritmo de crescimento tanto da emissão monetária e do endividamento público remunerado. Dado o ritmo decrescente do primeiro e a significativa evolução do segundo, procura-se discutir as razões que conduziram os agentes econômicos a provocar tal situação. O acelerado crescimento dos títulos públicos em poder do público e a suposta elevada remuneração paga por estes títulos justificam uma análise mais detalhada com o objetivo de testar a hipótese da existência de um componente financeiro do déficit público significativo que viesse a confirmar as reconsiderações teóricas apresentadas no capítulo I. Neste sentido, veremos que os rendimentos nominais dos títulos públicos são deflacionados por dois outros índices de inflação que exprimem a evolução dos preços no período analisado que são o IGP-DI e IPC do período posterior. Esta análise tem como objetivo apurar a rentabilidade real que realmente expresse a taxa efetiva obtida pelo investidor.

Após demonstrarmos que no caso brasileiro o componente financeiro não confirma as considerações teóricas apresentadas no capítulo I, faremos algumas considerações sobre o comportamento do estoque da dívida pública interna, com ênfase para as medidas adotadas no Plano Collor I. Finalmente, observa-se que embora o estoque dessa dívida tenha se reduzido a partir de 1989, ainda continua muito elevado quando comparado ao superávit primário gerado, donde conclui-se pela importância do superávit primário para a solução dos problemas relativos a dívida pública interna e ao déficit público.

CAPÍTULO I

DÉFICIT, DÍVIDA PÚBLICA E A ECONOMIA: ASPECTOS TEÓRICOS

No debate recente sobre o recrudescimento do processo inflacionário brasileiro, passou a existir, entre os economistas, um consenso sobre a importância do problema do déficit público e de seu financiamento, não só para um perfeito entendimento da crise econômica mas, principalmente, para a formulação de uma política econômica capaz de solucionar os problemas e reconduzir a economia a um processo de estabilização e retomada do desenvolvimento.

Esta constatação decorre do reconhecimento prático de que a estabilização da economia e a retomada do crescimento econômico pressupõem não só uma significativa redução do déficit governamental bem como a recuperação dos mecanismos de financiamento não-inflacionários do setor público, ou seja, a solução da crise fiscal do Estado.

Apesar desse consenso prático, a teoria nos conduz à várias divergências quanto aos efeitos de um déficit público sobre a economia como um todo. Enquanto os primeiros keynesianos destacam a importância das pressões do déficit público sobre a demanda agregada efetiva, desprezando as formas e consequências de seu financiamento, os neoclássicos, por sua vez, tornaram-se, ao longo do tempo, críticos desse pensamento keynesiano, centralizando a análise nas formas de financiamento do déficit e no nível de emprego em que a economia está operando.

Assim sendo, o presente capítulo pretende discutir, teoricamente, a questão do financiamento do déficit público e as diferentes consequências para a economia. Na primeira seção serão apresentadas as várias conceituações de déficit público. Na segunda, serão discutidas as questões teóricas convencionais a respeito da influência do déficit público na economia, enfatizando-se os aspectos relativos aos problemas de seu financiamento. Na terceira seção, apresenta-se a restrição orçamentária do Setor Público, com algumas considerações sobre uma economia indexada. Finalmente, os aspectos teóricos relativos a questão da influência do déficit público serão reconsiderados, a partir do pressuposto da existência de um componente financeiro do déficit público.

1- PROBLEMAS CONCEITUAIS

Convencionalmente, um déficit público é definido como a diferença entre os gastos orçamentários e as receitas tributárias do Governo. Essa definição, embora pareça objetiva, é, de fato, sujeita a diversas questões capazes de afetar a análise da política fiscal. Os diagnósticos que ligam o déficit público à escalada da crise econômica, manifestada pela desestabilização decorrente do processo inflacionário, por serem divergentes quanto aos objetivos, acabaram por criar uma profusão de medidas do desequilíbrio fiscal que buscam, individualmente, propor soluções diferenciadas para problemas semelhantes relacionados à política de estabilização.

Como consequência, a controvérsia sobre o déficit público já toma

forma no tocante a sua conceituação⁽¹⁾. O termo "déficit público" é utilizado, muitas vezes, para expressar significados bastante diversos, dependendo do que se quer medir e para que. Assim sendo, o conceito de ***déficit nominal*** refere-se a diferença entre os desembolsos totais de caixa do governo, excluindo as amortizações sobre o estoque da dívida pública, e as receitas totais de caixa, incluindo receitas de impostos, outras receitas e doações, mas excluindo empréstimos. ***Déficit Nominal*** representa, portanto, as necessidades totais de financiamento do setor público e pode ser obtido apurando-se a variação do estoque do endividamento público interno ou externo entre o início e o final de um determinado ano fiscal. Outro conceito é o de ***déficit operacional***, que corresponde ao ***déficit nominal*** diminuído da correção monetária. Este inclui os pagamentos de juros referentes a dívida pública interna e externa. Excluindo-se estes pagamentos, obtêm-se o ***déficit primário***, que pode ser definido como a diferença entre os gastos não-financeiros e as receitas não-financeiras do setor público.

Dos conceitos acima, pode-se inferir que o ***déficit primário*** permite destacar o efeito da dívida pública sobre o orçamento, isto é, se o governo for devedor líquido, só haverá equilíbrio orçamentário quando as despesas de juros da dívida pública forem totalmente compensadas por um superávit primário. Da mesma forma, por excluir as despesas líquidas de juros, o ***déficit primário*** é o que melhor reflete determinada política fiscal praticada no período em questão, já que a conta de juros pode ser influenciada por fatores exógenos à política fiscal, tal como modificações na taxa de juros internacional ou nas políticas monetária ou cambial. Assim sendo,

(1) Para uma discussão detalhada a respeito dos problemas conceituais ver Costa, Margaret C; Pereira, Lia e Silva, Carlos R. (1988)

inicialmente o termo déficit público será interpretado sob a ótica primária, já que esta é a definição que melhor se apresenta para a análise convencional do papel do déficit público numa economia. Mais tarde, ampliar-se-á este conceito para incluir-se os efeitos da dívida pública ou, mais precisamente, das suas despesas no comportamento dos agentes econômicos. Espera-se com isto tomar o déficit público em seus aspectos operacionais mais claros e objetivos.

2- ASPECTOS TEÓRICOS CONVENCIONAIS

Questões relativas a influência do déficit e da dívida na produção de bens e serviços, na composição da produção total, no nível de emprego e nos preços sempre preocuparam muito os economistas. Essa preocupação é devida ao fato dos déficits orçamentários terem grandes consequências para as economias.

Para os economistas clássicos, a demanda agregada não representava problema algum. Consideravam que toda oferta cria a sua própria demanda ("Lei de Say") e que a economia deveria estar em constante pleno emprego. As suas preocupações voltavam-se, então, para o lado da oferta agregada. Qual a implicação de um déficit público nessas condições?

Preocupado com o aumento do déficit ou da tributação, Eisner (1986) destaca que, segundo a visão clássica, os impostos afetam negativamente tanto o nível de emprego como o de poupança. Afeta o nível de emprego porque entre lazer e o trabalho, cujo rendimento será taxado, as pessoas são induzidas a uma recusa ao trabalho ou, no mínimo, a uma redução no

número de horas trabalhadas. Da mesma forma, quando os rendimentos sobre a poupança são taxados, o retorno final fica menos atraente. Menos poupança significa menor oferta para a formação de capital. Sendo assim, os impostos maiores diminuem a oferta de trabalho e capital. Pode-se, então, concluir que déficits orçamentários são mais positivos para a economia uma vez que os impostos desencorajam o trabalho e a poupança? Esta conclusão pode ser facilmente contestada se incluirmos os efeitos substituição, renda e riqueza. Como todo imposto torna a população mais pobre, esta terá que trabalhar mais para manter o seu padrão de vida. Da mesma forma, se estas pessoas forem rentistas deverão poupar mais para atingir o montante desejado, já que impostos reduzem os rendimentos e, conseqüentemente, a capitalização da poupança.

No tocante ao consumo também ocorreria o mesmo efeito dado que os impostos aumentam os preços, o que acaba por desencorajar a compra de bens e serviços taxados. Mais uma vez, devido aos efeitos riqueza e renda as pessoas se sentem mais pobres e decidem trabalhar mais para atingir as suas metas.

Por outro lado, se ao invés de impostos, a escolha recair sobre déficit, as consequências para a economia serão totalmente diversas. Do lado Keynesiano, a teoria preocupa-se com o impacto de uma política fiscal expansionista sobre a demanda agregada. A consequência de um déficit público, no curto prazo, seria uma expansão na demanda agregada que conduziria, como resposta, a uma elevação no nível de renda do setor produtivo. Se considerarmos o modelo IS-LM pode-se concluir que a extensão da mudança no nível de equilíbrio da renda dependerá dos

seguintes fatores: a) Da resposta da demanda por moeda e da demanda por investimentos em relação a taxa de juros; e, b) Da magnitude do déficit público. Esses fatores afetam a inclinação das curvas IS e LM e determinam o impacto do déficit público no nível de renda.

Diante disso, os Keynesianos sugerem que uma política fiscal expansionista pode ser usada para regular a demanda agregada. Tal sugestão decorre do fato de tais economistas não considerarem os déficits resultantes dessa política como uma fonte de preocupação importante, uma vez que para eles o pleno emprego é a meta-objetivo.

No entanto, economistas clássicos não tem a mesma visão uma vez que todo e qualquer déficit deverá ser financiado pela emissão de títulos ou por expansão monetária. Embora em ambos os casos os déficits gerem aumentos na dívida pública interna (base monetária e dívida remunerada), a escolha da forma de seu financiamento passa a significar possibilidades de efeitos diversos sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas, o que pode tornar difícil a sustentação de grandes déficits por longos anos, ao contrário do que poderiam supor os economistas keynesianos. Diante disso, o financiamento do déficit público passa a ser uma importante questão a ser debatida.

2.1 - FINANCIAMENTO VIA EMISSÃO DE TÍTULOS

A principal fonte alternativa ao financiamento monetário do déficit público é o endividamento através da colocação de títulos junto ao setor privado da economia. Esta opção conduz, segundo a teoria clássica, à

expectativa de uma taxa de juros suficientemente mais elevada para atrair a poupança privada uma vez que o governo passa a competir pelos fundos de empréstimos.

Assumindo o pressuposto de que a dívida pública é riqueza para os seus detentores, os economistas clássicos consideravam o consumo e a poupança variando de acordo com a dívida, isto é, à medida que a dívida pública aumenta pode-se supor que o consumo também aumenta. Dada a premissa de pleno emprego assumida por esses economistas, um aumento no consumo só é possível através de uma diminuição do volume de poupança e, conseqüentemente, dos investimentos. Portanto, a consequência de um acréscimo na dívida, gerado por um déficit orçamentário financiado por títulos, é um "crowding-out" real dos investimentos, dado o efeito-riqueza da dívida sobre a função consumo.

A mesma conclusão pode ser extraída através de uma análise do mercado monetário. Um déficit financiado por títulos tende a aumentar a taxa de juros por dois motivos: Primeiro, porque o governo passa a competir com o setor privado pelos fundos de empréstimos e, segundo, porque o aumento de estoque de títulos em poder do público resultará numa expansão da demanda por moeda, já que assume-se estar esta positivamente associada ao aumento da riqueza. Este aumento da demanda por moeda, mantido constante o nível de renda, não só eleva a taxa de juros como desloca a curva LM para a esquerda, ao longo do tempo, reduzindo o nível de equilíbrio da renda. Se a elasticidade-riqueza da demanda por moeda for alta, pode-se argumentar que o efeito inicial dos gastos do governo sobre a demanda agregada e, conseqüentemente sobre a renda,

ficará neutralizado pela geração de um excesso de poupança sobre o investimento no setor privado. Em outras palavras, como os poupadores deverão optar por títulos públicos, ao invés de títulos privados, a despoupança pública deverá superar o incremento da poupança privada e isso reduzirá a oferta de capital para formação de capital privado, o que significa que os investimentos privados serão "crowded-out".

Utilizando uma versão mais recente da teoria clássica, que traz no seu bojo o argumento das expectativas racionais, outros economistas chegaram a conclusões semelhantes às anteriores. Robert Barro(1974) argumenta que tanto na teoria como na prática, o setor privado não deverá entender a dívida pública como riqueza, já que correspondente à riqueza percebida em títulos deverá existir uma expectativa de impostos para pagar os juros dos títulos e eventualmente para pagar o principal. Se as pessoas são racionais, elas perceberão que os seus títulos públicos são balanceados com obrigações correspondentes em forma de impostos futuros. Tal percepção leva a conclusão de que um aumento dos títulos não deve ser encarado como um aumento real de riqueza. Assim sendo, o consumo agregado e, conseqüentemente, a demanda agregada permanecem inalterados, de tal forma que a poupança privada acaba sendo absorvida pelo déficit governamental sem que esta afete, contudo, a propensão média a poupar. Em síntese, qualquer efeito macroeconômico que o déficit público, financiado por títulos públicos, possa ter, acaba sendo neutralizado pelas expectativas racionais dos agentes econômicos.

1.2 - FINANCIAMENTO MONETÁRIO

A visão Keynesiana de curto prazo procura enfatizar que partindo-se de uma situação de equilíbrio orçamentário e assumindo-se o surgimento de um déficit público permanente em decorrência da opção por déficits, a consequência é uma expansão da demanda agregada, o que conduz a uma elevação do nível de renda. Entretanto, se esse déficit público for financiado por expansão de Base Monetária⁽²⁾, a consequência será a manutenção da ampliação da renda, à medida que a expansão da base monetária tende a reduzir ou evitar a elevação da taxa de juros, com impactos positivos sobre o consumo privado e gastos de investimentos, quando comparados ao nível que deveria ocorrer se a aferta monetária tivesse permanecido constante.

Por outro lado, o paradigma clássico afirma que déficits orçamentários financiados com criação de moeda levam a uma elevação na taxa de inflação. Para Cardoso(1988), a relação entre a emissão de moeda e inflação ocorre da seguinte forma: *"The amount of revenue the government can raise by printing money depends on how fast the government increases the money base and how much money people are willing to hold. As money growth increases seigniorage revenue increases, along with inflation. And as inflation rises people economize on real cash balances because they become more and more costly to hold. Thus, seigniorage will increase less than proportionately with the increase in money and inflation. If, however, the*

(2) No Brasil, por forças de dispositivos legais, o financiamento via emissão primária de moeda faz-se de forma imediata, através do endividamento em títulos, cabendo ao Banco Central, no escopo da política monetária, decidir qual o montante desses títulos deve permanecer em carteira. Esse montante, juntamente com os demais itens das políticas monetária e cambial, determina a variação da base monetária, parcialmente constituída pela emissão primária de moeda.

deficit to finance is too large, inflation will become so high, that no increase in money growth can produce an increase in real seigniorage."

Em outras palavras, quando o governo financia um déficit orçamentário permanente com ampliação de base monetária, ele deverá continuar emitindo moeda, período após período, para fazer frente aos sucessivos déficits, o que gerará um aumento nas expectativas inflacionárias. Como consequência, a taxa de inflação será necessariamente afetada. Essa elevação acabará por provocar, no curto prazo, uma maior demanda monetária, em termos nominais, visando manter o volume real de moeda para fazer frente às necessidades transacionais dos agentes privados, o que significa que o governo está se financiando através do imposto inflacionário. Este imposto reduz a renda disponível e o gasto privado deixando de expandir a renda. Como, ao longo do tempo, o custo de retenção da moeda acaba se tornando extremamente alto devido as altas taxas inflacionárias, o público diminui os encaixes reais, eliminando, com isso, a renda proveniente dos impostos inflacionários. Portanto, no longo prazo, um financiamento monetário do déficit público conduz a economia a uma taxa inflacionária que será tanto maior quanto maior for a necessidade de financiamento do déficit público. Desde que o público diminua o seu encaixe monetário real quando a inflação aumente pode-se concluir que, no longo prazo, o financiamento monetário do déficit público permanente será impossível a não ser com o custo de uma hiperinflação.

Portanto, nos termos da teoria convencional, déficits públicos originários da adoção de políticas de estabilização ou de gerenciamento da demanda agregada podem não ser prejudiciais à economia. Entretanto,

déficits estruturais, entendidos como déficits de longa duração, independentemente do ciclo dos negócios, levam a significativos impactos na economia. Se financiados por títulos, junto ao setor privado, provocam um incremento nas taxas de juros que não só neutralizam o impacto do déficit bem como conduzem a um menor estoque de capital produtivo privado. Uma economia com reduzida formação de capital privado terá baixos níveis de produtividade e baixa renda per capita. Se estes déficits forem continuamente financiados por moeda, a consequência é um processo inflacionário.

Estas afirmações merecem, entretanto, algumas considerações. Com relação ao impacto neutralizante do aumento da taxa de juros, Bresser Pereira e Dall'Acqua(1987) afirmam que *"não resta dúvida que uma elevação da taxa de juros funciona como estímulo para os agentes econômicos aumentarem seu estoque de títulos públicos, deslocando, assim, a poupança disponível no setor privado para financiar o déficit governamental. No entanto, nada leva a crer que a taxa de juros aumentará o suficiente para reduzir os investimentos privados na mesma proporção do aumento do déficit público"*. Ainda segundo esses autores, esse argumento só se sustenta mediante a suposição de que o aumento do estoque de títulos em poder do público provoca uma expansão da demanda por moeda. A fragilidade dessa hipótese é óbvia, já que como assinalou Tobin(1985), *"The rise of interest rates induces people to hold more wealth in the form of government bonds, but why should they demand more money too?"*. Da mesma forma, a afirmação de que déficits financiados por moeda culminam num processo inflacionário só é válida numa economia operando ao nível de pleno emprego. Se houver capacidade ociosa provocada por insuficiência de

demanda efetiva, um déficit público tenderá, através do multiplicador Keynesiano, a elevar a renda e a poupança. Assim sendo, não implicará em crowding-out já que o crescimento da poupança tenderá a atenuar a tendência altista da taxa de juros. O espaço existente para o crescimento da produção e emprego contribuirá para que não haja pressões inflacionárias. Ou como ressalta Eisner (1986): *"If the problem is inflation brought on by excess demand, reductions in the deficit are in order. If, rather, the problem is unemployment due to a shortage in demand, a deficit or bigger deficits are in order"*.

Ainda em relação ao argumento de que déficits públicos são inflacionários vale lembrar que a economia não é estacionária. Com a população e a força de trabalho crescendo e a produtividade por trabalhador tendendo a crescer, a manutenção do pleno emprego implica que a produção de bens e serviços do país está crescendo. Portanto, para manter o pleno emprego, a demanda agregada deve estar crescendo. Nessas condições, um déficit governamental só vai gerar pressões inflacionárias se ele for de um tamanho tal que faça a dívida pública crescer a uma taxa superior a verificada no valor real da produção. Ou seja, os preços vão crescer pela diferença entre as taxas de crescimento da quantidade de moeda e dívida e a taxa de crescimento da produção real.

Além das considerações acima, não podemos nos esquecer que, até o presente momento, os aspectos teóricos referem-se a influência de um déficit primário em uma economia fechada. Para uma análise teórica mais profunda, no entanto, devemos considerar não só a possibilidade de um déficit público ser financiado por recursos externos bem como lembrarmos

que, após sucessivos déficits, passa a existir uma relação de duplo sentido entre o déficit e a dívida pública, ou seja, um eventual aumento do déficit desencadeia a aceleração do endividamento público que, por sua vez, aumenta as despesas financeiras e, conseqüentemente, realimenta o próprio déficit. Nesse momento, temos que considerar o componente financeiro do déficit público. Temos, portanto, dois novos fatores a serem analisados: Do lado da composição do déficit, as despesas financeiras geradas pelo estoque acumulado de dívida e do lado do financiamento do déficit, a possibilidade da obtenção de empréstimos externos. Para tanto, apresentaremos um modelo de restrição orçamentária do setor público.

3- RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA DO SETOR PÚBLICO

Admitindo, portanto, a existência de um estoque de dívida pública remunerada acumulada, o déficit do setor público, DEF, é a soma do déficit primário, D_p , e os pagamentos de juros líquidos⁽³⁾ sobre os empréstimos domésticos (JI) e externos (JE).

$$DEF_t = D_{p_t} + JI_t + JE_t \quad (1.1)$$

Dada uma economia indexada, como a brasileira, a despesa com juros líquidos depende não só da dívida acumulada em períodos anteriores mas também das correções monetária e cambial, já que os juros líquidos são calculados sobre o valor corrigido do estoque da dívida⁽⁴⁾. Assim sendo, a

(3) Entende-se por juros líquidos a diferença entre o total dos juros nominais menos o valor referente a correção monetária e correção cambial.

(4) Para simplificação, admitiu-se que a totalidade da dívida pública é composta de obrigações indexadas.

equação(1.1)pode ser reescrita da seguinte forma:

$$DEF_t = Dp_t + i(1+m)DI_{t-1} + e(1+c)DE_{t-1} \quad (1.2)$$

onde:

i = taxa real de juros sobre a dívida pública interna;

m = correção monetária;

DI_{t-1} = dívida interna líquida remunerada do setor público (estoque acumulado no período anterior);

e = taxa de juros internacional, em termos nominais, incidente sobre a dívida pública externa;

c = correção cambial (desvalorização da taxa de cambio nominal);

DE_{t-1} = dívida externa líquida do setor público (estoque acumulado, final do período anterior, em dólares).

A equação (1.2) indica, então, que num determinado período, o déficit do setor público, no seu conceito operacional, acaba por refletir dois aspectos importantes. O primeiro refere-se a relação entre as correções monetária e cambial e a taxa de inflação. Sempre que houver divergência entre estas taxas, o grau de endividamento público será afetado já que ocorrerá uma variação no montante real da dívida bem como no seu custo efetivo⁽⁵⁾. O segundo aspecto refere-se a influência da forma utilizada para o financiamento dos déficits verificados nos períodos anteriores, já que quanto maior a parcela financiada pela obtenção de empréstimos maior será o estoque acumulado da dívida pública (DI_{t-1} e DE_{t-1}) e, portanto, maior a

(5) Para uma análise do comportamento e impacto da correção monetária e cambial no Brasil, durante o período 1983-88, ver Batista Jr. (1990), pgs. 18 a 28. Para uma análise crítica do impacto da correção monetária e inflação na apuração do déficit operacional, ver Zini Jr. (1991).

despesa financeira no período t.

Além de novos empréstimos externos (dinheiro novo), dDE, e internos, dDI, o financiamento do déficit público pode ser obtido através de empréstimos junto ao Banco Central que, nesse caso, terá aumentado o total de suas operações ativas tendo como contrapartida um aumento na Base Monetária, dB⁽⁶⁾. Portanto, do lado do financiamento do déficit público, temos:

$$\text{Def} = \text{dDE} + \text{dDI} + \text{dB} \quad (1.3)$$

Das equações (1.2) e (1.3) temos, portanto, a restrição orçamentária do setor público, na ausência de variações patrimoniais:

$$\text{Dp}_t + i(1+m)\text{DI}_{t-1} + e(1+c)\text{DE}_{t-1} = \text{dDI} + \text{dDE} + \text{dB} \quad (1.4)$$

O lado esquerdo decompõe o déficit em uma parcela real, representada pelo déficit primário (Gastos-Tributos) e uma outra financeira, que compreende o pagamento dos serviços da dívida interna e externa. Por sua vez, o lado direito aponta as alternativas de financiamento: endividamento externo, interno e emissão monetária.

(6) Admitimos que o mesmo efeito ocorrerá quando o Banco Central for totalmente independente. Nesse caso, todo déficit deverá ser financiado pela venda de títulos públicos, o que exigirá uma resposta da política monetária levando o Banco Central a efetuar compras de títulos através de operações de Open-Market, aumentando a oferta de reservas e, conseqüentemente, a oferta monetária.

Portanto, dada a restrição orçamentária do setor público, as questões teóricas discutidas anteriormente merecem algumas considerações mais detalhadas objetivando detectar qual o impacto macroeconômico de um déficit público. Reflexões sobre essas considerações levantam duas questões básicas a serem exploradas: 1) A possibilidade de financiamento externo altera as afirmações da teoria convencional? e, 2) Será que o impacto de um déficit público na economia como um todo será o mesmo independentemente de sua composição ser primária ou financeira?

4- ASPECTOS TEÓRICOS: ALGUMAS RECONSIDERAÇÕES

A teoria econômica convencional apresentada nos livros-textos de economia concentra a sua análise no papel macroeconômico do componente primário do déficit público, isto é, no excesso de gastos governamentais não-financeiros em relação as receitas não-financeiras. Portanto, ao admitirmos a existência de um estoque de dívida pública acumulado até o período imediatamente anterior e a incidência de uma taxa real de juros sobre este saldo, temos uma situação em que o déficit público pode não refletir, necessariamente, uma política fiscal mais expansionista. Assim sendo, as afirmações anteriores serão reavaliadas levando-se em consideração não só o componente financeiro do déficit público bem como as consequências de um financiamento externo.

4.1- FINANCIAMENTO EXTERNO

Ao introduzirmos a possibilidade do setor público satisfazer as suas necessidades internas de financiamento através de recursos externos

passamos a trabalhar com algumas variáveis "chave" do ponto de vista externo. O lado esquerdo da equação (1.4) nos mostra a importância da taxa de câmbio como fator determinante dos serviços da dívida externa enquanto o lado direito nos induz a destacar a disponibilidade de crédito externo e reservas internacionais internas. Como primeira preocupação trataremos da questão do crédito externo, para em seguida discutirmos os impactos dos serviços referente ao estoque da dívida proveniente desses empréstimos.

Do ponto de vista orçamentário, numa economia aberta, sabemos que a ocorrência de um déficit público implica, em contrapartida, a um déficit externo ou a um excesso de poupança privada sobre o investimento privado, conforme pode ser observado na equação abaixo:

$$G - T = (S - I) + (M - X) \quad (1.5)$$

Esta equação nada mais demonstra que para existir um tomador de empréstimos deve existir alguém disposto a conceder tal empréstimo. Assim, quando o governo toma empréstimos para financiar seu déficit orçamentário, alguém deverá gerar um superávit para suprir tal empréstimo. Esse "alguém" poderá pertencer ao setor privado do próprio País, o qual deverá apresentar poupança líquida ou ser estrangeiro, incluindo aí o próprio governo de outros países.

Do ponto de vista teórico, vimos que o argumento Keynesiano sobre o déficit público enfatiza o seu impacto líquido sobre a demanda agregada. Portanto, se considerarmos a disponibilidade de créditos externos para

financiar os déficits da balança comercial, teremos uma situação onde poderemos conviver com déficits governamentais sem a necessidade da poupança exceder os investimentos do setor privado. Dessa forma, fica evidente que os empréstimos externos acabam financiando a economia como um todo, permitindo a expansão do nível de atividade de todos os setores.

Entretanto, tais empréstimos acabam por aumentar o grau de endividamento acumulado pelo governo. A equação (1.4) nos mostra ainda que a dívida gerada em períodos anteriores corresponde a uma despesa corrente de juros que é função direta da taxa de juros incidente sobre a dívida e a dimensão do endividamento público. Portanto, a manutenção do crescimento do nível de atividade só será possível enquanto houver possibilidade de obtenção de financiamentos externos adicionais para cobrir não só os novos déficits orçamentários bem como o próprio serviço incidente sobre o estoque acumulado da dívida.

Podemos inferir dessas considerações que a disponibilidade de crédito externo acaba por determinar o momento em que deverá ocorrer um processo de ajustamento numa economia que convive com elevados déficits orçamentários no setor público.

4.2- COMPOSIÇÃO FINANCEIRA

Considerar o componente financeiro do déficit público é assumir um certo grau de endividamento público remunerado a uma dada taxa real de

juros positiva⁽⁷⁾ . A idéia de destacar o impacto do componente financeiro advém do fato de que um déficit público terá maior ou menor impacto na economia dependendo da sua origem ser financeira ou primária. A parcela financeira do déficit pode ser composta por serviços da dívida interna e/ou externa. Portanto, para uma análise do impacto das despesas financeiras referentes à dívida interna considerar-se-á, primeiramente, uma economia fechada. Mais tarde, nosso modelo será aberto para permitir algumas considerações sobre os efeitos dos pagamentos do serviço da dívida externa.

Considerando um modelo fechado e admitindo uma situação onde tanto as contas do setor privado como o orçamento do setor público esteja em equilíbrio, o resultado de um aumento na taxa de juros e a consequente elevação nos serviços sobre o estoque da dívida pública, contraída em períodos anteriores, será o surgimento de um déficit público de natureza eminentemente financeira. Este déficit financeiro terá um efeito sobre a renda muito diverso de um déficit provocado por gastos correntes do governo em consumo ou investimento. Na verdade, o seu impacto fica restrito ao efeito sobre o consumo e investimento do recebimento dos juros pelos detentores dos títulos públicos, o que pode variar dependendo do tipo de detentor. Supõe-se, teoricamente, que as decisões sobre o consumo estão menos associadas à renda corrente do que à expectativa de renda permanente e ao estoque de riqueza. Dessa forma, se os detentores forem, em sua maioria, formados por consumidores é até possível que o aumento dos juros recebidos sejam incorporados à expectativa de renda permanente

(7) *Admitiu-se, temporariamente, que as correções monetária e cambial são iguais à inflação verificada no período.*

e acabe estimulando o consumo. Por outro lado, se os maiores detentores forem grandes empresas, estas reagirão de forma diferente. Um aumento nas taxas de juros provocará uma alteração na composição dos portfólios de forma a elevar a participação dos títulos públicos. Essa situação se torna desfavorável aos investimentos dado que a taxa de retorno esperada do capital deve superar a taxa de juros, agora mais alta. Como consequência, poderá ocorrer uma contração da demanda agregada que, por sua vez, acabará inibindo o caráter expansionista do déficit público discutido anteriormente.

Para reforçar essas considerações e destacar as interações entre o déficit público e a demanda agregada, na presença de um déficit financeiro, Bresser Pereira e Dall'Acqua(1987) desenvolveram um modelo simples, onde a estrutura teórica convencional com mercado de bens e mercado monetário é mantida, assim como o déficit público e sua forma de financiamento são definidos como instrumentos de política econômica.

De acordo com esse modelo, a composição interna do déficit público pode ser definida da seguinte maneira:

$$\alpha = \frac{F}{F + N} \quad (1.6)$$

Onde F é a parcela referente aos encargos financeiros e N é a parcela não financeira do déficit público.

Ainda segundo este modelo percebemos que o déficit público, DEF, é

integralmente financiado por moeda e/ou títulos, de tal forma que em um determinado período, o déficit público é igual a variação no estoque de moeda, dB , mais o acréscimo no estoque de títulos, ou seja, da dívida pública em poder do público, dT :

$$DEF = dB + dT \quad (1.7)$$

Por sua vez, o mix de financiamento do déficit público entre títulos e moeda, que é um indicador da direção da política monetária é dado por:

$$W = \frac{dT}{dT + dB} \quad (1.8)$$

A taxa de juros real (i) que prevalece no mercado de crédito é determinada pela magnitude do déficit público e pela renda real (Y):

$$i = W.DEF + \alpha.Y \quad (1.9)$$

O impacto do déficit público sobre a taxa de juros será, portanto, mediado pelo mix de financiamento (W) escolhido pelo governo. Um aumento em W , que significa um aumento da fração coberta por títulos, deve provocar uma elevação na taxa de juros e vice-versa. Da mesma forma, um aumento na renda (Y) deve provocar uma elevação na taxa de juros e uma queda a reduz.

A renda real, por sua vez, é determinada pela magnitude do déficit público e pela taxa de juros:

$$Y = \frac{1}{\alpha} DEF - k.i \quad (1.10)$$

As equações acima permitem uma análise do impacto de uma política fiscal levando em consideração tanto a composição do déficit público bem como o seu mix de financiamento.

Dessa forma, se o governo provocar um aumento no componente não financeiro do déficit (N), de forma a reduzir a sua composição interna, α , a equação (1.10) nos mostra que o efeito sobre a renda real será expansionista. Para que isto se concretize, no entanto, tal déficit deverá ser financiado por um afrouxamento na política monetária, ou seja, expansão na base monetária de tal forma que o mix de financiamento W se reduz, tendo como consequência uma queda na taxa de juros que sancionaria, por sua vez, a expansão na renda real.

Por outro lado, se o governo resolvesse financiar tal déficit com uma maior colocação de títulos, de forma a manter a composição interna do déficit constante, o mix de financiamento se alteraria de forma a aumentar a composição do mix e, consequentemente, a taxa de juros.

Dado um certo grau de endividamento público, quanto maior a taxa de juros maior será o montante de serviços a serem pagos e maior, portanto, o componente financeiro do déficit público (F).

Temos então que, mantido constante o grau de endividamento público, em termos reais, e a hipótese de correção monetária e cambial igual à taxa de inflação no mesmo período, uma alteração na composição do

déficit público, no sentido de aumentar α , pressupõe a existência de uma taxa real de juros mais elevada. Esse fato tende a provocar um impacto negativo no nível de produção e emprego, admitindo a relação inversa entre a taxa de juros e renda. Essa relação inversa pode ser melhor detalhada da seguinte forma: Uma elevada taxa de juros provoca uma redução na demanda agregada, consequência da queda nos investimentos, uma vez que um número menor de projetos apresentariam uma Eficiência Marginal do Capital (EMgK) compatível a esse nível de taxa de juros. Pode-se considerar também o fato dos detentores de poupança privada terem, dessa forma, uma garantia de rendimento real estável para o seu capital de empréstimo destinado à compra de títulos públicos enquanto que o rendimento dos fatores produtivos reais oscila livremente, como consequência da variação da produtividade dos fatores de produção (capital, terra e trabalho), ao longo de um ciclo econômico. Esse fato desviaria recursos produtivos para a tranquilidade dos juros reais garantidos, trazendo impactos negativos na renda, a longo prazo.

Mantendo a hipótese de que um aumento na parcela financeira do déficit tende a reduzir o impacto expansionista da política fiscal (equação 1.10), tem-se que o impacto do déficit público sobre a renda será fortemente determinado pela composição do déficit público.

Assim, quanto maior for a parcela financeira do déficit público menor será o seu impacto expansionista, não só porque exigirá, ao longo do tempo, um superávit primário cada vez maior para cobrir as despesas financeiras como também exercerá uma pressão altista na taxa de juros visando possibilitar uma colocação líquida de títulos públicos.

Deve-se destacar ainda que essa situação dificulta as possibilidades do Banco Central executar uma política monetária ativa já que a demanda por moeda tende a se reduzir como reflexo tanto dos impactos contracionistas da renda como da elevação da taxa de juros, dado que, como veremos adiante, esse último acaba por elevar o custo de oportunidade de se reter moeda. Com isso, o financiamento do déficit público fica cada vez mais restrito à colocação de títulos públicos remunerados, tendendo a um estrangulamento na margem de manobra do setor público na rolagem da própria dívida, em decorrência da exigência de taxas reais de juros mais elevadas por parte dos poupadores do setor privado da economia.

Portanto, a existência de um componente financeiro do déficit público, numa economia fechada, acaba por provocar efeitos macroeconômicos bastante diversos daquele proporcionado por um componente primário, não só no tocante aos efeitos expansionistas da renda, através de pressões sobre a demanda agregada, bem como nas próprias condições de manejo da política econômica através das políticas monetária e fiscal.

Se relaxarmos a hipótese de economia fechada e retomarmos a possibilidade dos déficits públicos serem financiados através de empréstimos externos, teremos uma nova condição que permite o surgimento de mais um fator gerador de déficit público, ou seja, os serviços sobre o estoque acumulado de dívidas contraídas no exterior que, a exemplo do verificado no caso da dívida interna, também acaba se tornando um componente financeiro do déficit público.

Como anteriormente visto, os empréstimos externos podem permitir uma expansão no ritmo de atividade econômica, uma vez que permite o financiamento de déficits da balança comercial. Em outras palavras, podemos afirmar que tais empréstimos possibilitam a importação de bens de equipamentos necessários para a expansão da atividade produtiva. No entanto, com a acumulação decorrente desses empréstimos, a dívida externa passa a crescer até atingir um determinado ponto em que os novos aumentos dessa dívida acabam servindo mais ao financiamento do seu próprio serviço do que para permitir novas importações. Nesse ponto, teremos uma situação em que a dívida adquire um ritmo próprio onde a taxa de juros do mercado financeiro internacional passa a ser fundamental na determinação da própria evolução dessa dívida.

Apesar desse fato criar uma situação que pode levar a uma perda de eficácia da política econômica, dada a dependência de fatores incontrolláveis internamente (como, por exemplo, a taxa de juros do mercado financeiro internacional), tem-se, na realidade, que um déficit financeiro, quando financiado integralmente por novos empréstimos externos (dinheiro novo), acaba por não gerar nenhum impacto sobre a atividade econômica, já que não exerce nenhuma pressão nem sobre o nível de demanda agregada nem sobre o nível de poupança interna. Esses fatos acabam por reforçar, portanto, nossas considerações anteriores de que a disponibilidade de crédito externo é fator preponderante para se determinar o momento de ruptura do equilíbrio econômico e, por sua vez, o início de um processo de ajustamento econômico.

A título de exemplo, podemos considerar um caso em que a disponibilidade de créditos externos, por qualquer motivo, não permita mais empréstimos para pagamentos do serviço ou mesmo para a rolagem da dívida externa. Teremos, então, uma nova situação onde a continuidade de pagamento desses serviços só será possível através de uma redução das reservas cambiais ou pela obtenção de recursos externos através de um superávit comercial. Enquanto existir reservas cambiais suficientes, o processo anterior pode ter continuidade. No entanto, a partir do momento que tais reservas se exaurem ou atingem o ponto mínimo de segurança, a única saída é, obviamente, a obtenção de saldos positivos na balança comercial, o que implica numa redução da capacidade de importar ou num aumento das exportações. Ambos os casos, entretanto, culminam em um processo inibidor da expansão da renda.

Dependendo ainda da estrutura da dívida externa, quanto aos devedores, poderá ocorrer movimentos de transferência de poupança interna de setores geradores de superávit comercial para os devedores em moeda estrangeira. Veremos, no capítulo seguinte, que este é o caso típico da economia brasileira onde o setor público, detentor de grande parcela da dívida externa, acabou por criar uma situação onde os serviços dessa dívida acabam sendo financiados no mercado doméstico através da troca de títulos públicos por cambiais provenientes do superávit comercial.

A título de conclusão podemos afirmar que quando o déficit público tem um forte componente financeiro, decorrente de serviços sobre o estoque de dívidas interna e externa acumulado em períodos anteriores, o seu impacto sobre o setor real da economia difere em muito daquele

protagonizado pelas teorias convencionais. Da mesma forma, esse contexto acaba por proporcionar alterações entre os diversos setores da economia devedora, principalmente nas relações existentes entre o setor financeiro e o setor industrial. Diante disso, o caso brasileiro, que se caracteriza por um alto grau de endividamento, interno e externo, merece um estudo mais detalhado. Vejamos, então, a evolução de todo o quadro conjuntural desse endividamento para, depois, analisarmos, empiricamente, os fatos ocorridos durante a década de 80, de uma forma mais detalhada.

CAPÍTULO II

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA BRASILEIRA: EVOLUÇÃO, CONDICIONANTES EXTERNOS E ESTRANGULAMENTO FINANCEIRO DO SETOR PÚBLICO.

Conforme já observado no capítulo anterior, a dívida pública interna traz, no seu bojo, uma série de consequências e preocupações sobre o comportamento do setor real da economia. Dessa forma, ela tem sido apontada por economistas, de forma genérica, como um dos principais obstáculos à estabilização da economia brasileira.

Observamos ainda que a disponibilidade de créditos externos é uma das variáveis-chave na determinação do momento em que uma determinada economia deve proceder um ajuste estrutural.

Assim sendo, para um perfeito entendimento e uma discussão mais detalhada e aprofundada da situação atual do endividamento público brasileiro, faremos inicialmente um relato histórico da sua administração. À luz dessa evolução, apresentada na seção 1, outros problemas relacionados a essa dívida serão apresentados. Na seção 2, será analisado o processo de estatização da dívida e o esgotamento do processo de financiamento externo. Na última seção, os condicionantes internos e externos da dívida pública são apresentados, tendo como objetivo principal a discussão das características recentes da dívida pública brasileira.

1. AS REFORMAS DE 1964 E O MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS.

Apesar da dívida pública brasileira ter sua origem no período imperial, a sua importância só se tornou relevante no financiamento dos gastos do setor público brasileiro a partir de 1964/65, com a publicação da lei 4595. Aliás, vale a pena ressaltar que, nessa época, houve necessidade de se restaurar a credibilidade dos títulos do Tesouro Nacional, já que a dívida pública mobiliária da União, constituída na época do império e, até 1918, e não resgatada até então, não havia sofrido, durante todo o correr do tempo, nenhuma correção e nenhum pagamento de juros, embora possuísse, quando de sua emissão, cláusulas de garantia pela cotação da libra esterlina ou do ouro. Na realidade, o resgate desses títulos, entre 1968 e 1970, acabou se tornando numa grande moratória já que se deu pelo seu valor histórico, desconsiderado o pagamento dos juros ou correção cambial durante todo o período em que esteve nas mãos dos investidores.

Diante disso, restou ao governo a criação, a nível federal, de títulos com características atrativas ao investidor, tais como correção monetária periódica, prazos de resgates relativamente curtos, facilidade de comercialização, vantagens tributárias para efeito de imposto de renda para as pessoas físicas e jurídicas, além da possibilidade de opção pela correção monetária ou cambial. Essas vantagens e outras que se seguiram⁽⁸⁾

(8) Dentre as várias vantagens adotadas para atrair um volume maior de subscrições voluntárias de tais títulos destacam-se: Utilização das ORTNs, pelo valor atualizado, para pagamento de qualquer tributo federal, após decorridos 30 dias do seu prazo de resgate; Isenção tributária para os acréscimos ao principal decorrente de correção monetária além do abatimento do lucro bruto, para efeito de imposto de renda das pessoas jurídicas, do volume aplicado compulsoriamente na aquisição de quotas do Fundo de Indenizações Trabalhistas.

acabaram por tornar os títulos recém-criados (ORTNs -Lei Nº 4357, de 16 de julho de 1964 e as LTNs-Decreto-lei Nº 1079, de 20 de janeiro de 1970) de fundamental importância para as metas de política fiscal, já que passaram a fornecer recursos não inflacionários para o financiamento do déficit do Tesouro Nacional.

O início da década de 70 foi bastante propício para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos. A liquidez foi aumentada através da colocação de ORTNs com prazos decorridos de emissão; A Gerência da Dívida Pública desenvolveu sistemas de operações por telefone e de computação com a criação do SELIC e a seleção das Instituições "Dealers"; e, a própria criação das LTNs trouxe ao mercado novas idéias de cálculo de rentabilidade desses títulos.

Essas medidas acabaram por criar certa organização no mercado possibilitando o ingresso de novas Instituições Financeiras que passaram a ter um volume maior de títulos públicos em carteira como reserva de 2ª linha, devido a sua elevada liquidez e boa rentabilidade. Aliás, essas Instituições passaram a emitir mais CDB's e captar mais poupança com o intuito de aplicar parte desses recursos em LTNs, garantindo, dessa forma, maior flexibilização na administração dos seus respectivos fluxos de caixa.

Após essas várias modificações técnicas que visavam sempre aumentar as subscrições dos títulos públicos sem, contudo, aumentar os custos para o Tesouro Nacional, os administradores da dívida pública concentraram suas preocupações na formação de um mercado de títulos públicos mais propício à condução da política monetária do que a simples

obtenção de recursos para o financiamento do déficit de caixa do Tesouro Nacional. Assim, em 1973, a Portaria MF 211 de 15 de agosto, estabelece que a correção monetária passaria a ser feita mensalmente para todos os títulos em circulação, uniformizando os critérios de correção monetária para os títulos públicos. Essa medida, como veremos adiante, foi fundamental para garantir aos títulos públicos a característica de moeda confiável conferida pela indexação diária e, posteriormente, também pela liquidez.

A escolha dessa data para tal medida não foi por acaso. Nesse mesmo ano, o governo brasileiro opta por uma política desenvolvimentista comandada pelo II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), onde as empresas foram induzidas a realizar grandes investimentos. No entanto, apesar desses fatos, a dívida pública interna não apresentou, durante o restante da década de 70, nenhuma evolução significativa, chegando até mesmo a sofrer redução quando analisada como percentual do PIB. Esse comportamento é explicado pela opção do governo em induzir as empresas brasileiras a se financiarem com recursos externos.

O estímulo aos empréstimos externos foi tal que, em 1974, o Banco Central permitiu que os repasses de créditos externos por instituições financeiras, na forma da resolução Nº 63, fossem realizadas por prazos inferiores ao da operação externa correspondente, podendo, ainda, os bancos depositarem no Banco Central as parcelas de recursos captados no exterior e não aplicados, eximindo, dessa forma, tais instituições do risco cambial, já que, enquanto lá depositados, tais recursos teriam remuneração idêntica as despesas do crédito externo. Esse mesmo procedimento foi estendido, em 1977, às empresas não financeiras que obtinham

empréstimos diretamente junto a bancos internacionais, através da resolução Nº 432. ⁽⁹⁾

Se por um lado, tal procedimento financiou os vultosos déficits em transações correntes, observados a partir de 1973, permitindo o financiamento de um forte programa de investimento em infra-estrutura, insumos básicos e bens de capital, protagonizados pelo II PND, com o objetivo de reduzir a dependência externa, por outro, acabou por gerar um aumento substancial no nível de endividamento externo, que vai se tornar o pano de fundo de uma grave crise econômica.

2 - A ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA E O ESGOTAMENTO DO PROCESSO DE FINANCIAMENTO EXTERNO

Como é comum nos primeiros estágios de desenvolvimento, o padrão de financiamento dos investimentos realizados no Brasil até meados da década de 70, foi totalmente sustentado por recursos do Estado, quer através de investimentos diretos quer através de fortes subsídios ou incentivos ao setor privado. Com o lançamento do II PND, em 1974, aumenta-se o volume de poupança necessária para satisfazer seus ambiciosos objetivos. Como vimos, tais recursos passaram a ser obtidos no exterior como resultado dos estímulos dados pelo governo brasileiro, destacando-se os mecanismos que permitiam que o risco cambial de boa parte da dívida externa, contraída pelo setor privado, passasse a ser assumida pelo Estado.

(9) Esta resolução de 23.06.77 permitiu que os tomadores de empréstimos estrangeiros os depositassem voluntariamente no Banco Central, que, por sua vez assumia todos os encargos relativos ao serviço da dívida.

A partir desse momento temos, então, um padrão de financiamento dos investimentos sustentado tanto em recursos do Estado como de poupanças provenientes do Exterior. No entanto, esse padrão não se estende por muito tempo. No final da década de 70, ele já começa a dar sinais de insustentabilidade, não só com o fim da entrada de recursos externos líquidos para financiar novos investimentos, a partir de 79, bem como com a deterioração da capacidade do Estado em realizar poupança compulsória para subsidiar o setor privado e investir, como consequência tanto da queda verificada na carga tributária bem como pelo aumento da despesa corrente e transferências.

É bom destacar que uma característica central desse padrão de financiamento dos investimentos via endividamento externo, principalmente após o primeiro choque de petróleo, foi uma grande concentração dessa mesma dívida no setor Estatal. Dentre as razões desse processo de estatização merecem destaque, no campo externo, as vantagens comparativas do setor público na captação de recursos junto ao sistema financeiro internacional que, além de estar extremamente líquidos devido a reciclagem dos excedentes comerciais acumulados pelos países exportadores de petróleo, não fazia *"qualquer resistência ao financiamento de projetos concretos de investimentos estatais. Curiosamente, os bancos internacionais julgavam mais seguros os empréstimos a estes projetos, cuja viabilidade era avaliada em cruzeiros, sem qualquer preocupação com a*

geração líquida de divisas que poderiam vir a proporcionar"(Werneck, 1987). ⁽¹⁰⁾ No âmbito interno, o Banco Central, para viabilizar as receitas em moeda forte, necessárias para o fechamento de suas contas externas ou para aumentar as suas reservas internacionais, acaba assumindo os riscos cambiais, entregando, em contrapartida, os valores equivalentes em cruzeiros. Os efeitos destas práticas serão analisados na seção seguinte.

Na prática, a transferência da dívida externa do setor privado para o setor público acabou se tornando, ao longo do processo, em mais uma fonte de financiamento da governo a partir do momento que este exclui dos devedores finais dos benefícios obtidos na reestruturação da dívida externa e os obriga a recolher ao Banco Central, na data estipulada nos contratos originais, as parcelas de juros e amortizações, ocorre um descompasso entre os recebimentos e os desembolsos desses recursos pelo Banco Central. Nesse ínterim, tais recursos ficam a disposição dos credores externos que poderiam reempréstá-los no mercado interno, através das operações de "relending". Como grande parte dos devedores do setor público não possuíam recursos para honrar os débitos de suas dívidas externas na data de seus vencimentos, acabaram sendo os beneficiários desses recursos. Com isso, o setor público acaba assumindo a maior parte do passivo externo originariamente sob responsabilidade do setor privado. Processo semelhante também ocorre em épocas de moratória externa e/ou suspensão

(10)Vale lembrar ainda que tais empréstimos foram contratados com cláusula de juros flutuantes, o que deixava o Brasil à mercê das flutuações nessas taxas em decorrência de variações na liquidez internacional.

de pagamentos ao exterior⁽¹¹⁾ Nesses períodos, os devedores privados continuam quitando os seus compromissos externos, em cruzeiros, junto ao Banco Central que, por sua vez, não os remete ao exterior. Da mesma forma do processo anterior, esses recursos acabam sendo utilizados para financiar o setor público, uma vez que reduzem a pressão sobre as fontes domésticas de financiamento.

A decisão da Comunidade financeira internacional de reduzir sua "exposure" junto aos países latino-americanos, em 1982, coloca em "corner" esse processo de financiamento da atividade produtiva. Na realidade, esse fechamento do mercado financeiro internacional veio por confirmar o esgotamento do processo de crescimento via endividamento externo, que já mostrava sinais de enfraquecimento desde 1979 quando as taxas de juros reais vigentes no mercado financeiro internacional se elevaram abruptamente acarretando um forte aumento no serviço da dívida externa. O esgotamento definitivo ocorre, portanto, no momento em que não é mais possível obter recursos novos para fazer frente aos serviços da dívida. Nesse momento, o Brasil se viu diante da necessidade de adotar uma política de ajustamento que visava, sobretudo, liberar um excedente comercial destinado a financiar o serviço da dívida, e cuja dinâmica acaba por dificultar a situação econômica do País.

O resultado desse agravamento da situação econômica se manifesta durante toda a década de 80, com as despesas governamentais superando

(11) Deve-se destacar a moratória externa decretada em 1987, que representou a criação de uma fonte automática de financiamento para o setor público, na medida em que traduziu na capitalização unilateral do juros referentes à dívida de longo prazo com os bancos comerciais, e a suspensão dos pagamentos ao exterior ocorrida a partir de meados de 1989.

sistematicamente as receitas, e a dívida pública interna aumentando de forma significativa. A questão que se coloca aqui é qual seria a interligação entre o elevado estoque da dívida pública externa, a ruptura dos financiamentos externos e o crescimento da dívida interna do setor público brasileiro.

3- A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E SEUS CONDICIONANTES INTERNOS E EXTERNOS

Como acabamos de ver, a interrupção da entrada de recursos líquidos do exterior, nos primeiros anos da década de 80, conduziram à adoção de um amargo processo de ajustamento que teve como consequência um processo de desequilíbrio nas finanças públicas, provocando um forte movimento de expansão da dívida interna. Devemos, então, em primeiro lugar, analisar, de uma forma mais sistemática, como essa dívida pública interna está condicionada pelo estrangulamento externo.

Retomando a equação (1.4), do capítulo I, referente a restrição orçamentária do setor público e pressupondo, como simplificação, que a totalidade da dívida externa é de responsabilidade do setor público, inexistindo ingressos de investimentos voluntários e assumindo ainda que o estoque da dívida pública interna remunerada é representada pela variação no estoque de títulos públicos (dT) menos a variação das reservas cambiais em moeda corrente ($c.dR$), teremos:

$$Dp_t + i(1+m)DI_{t-1} + e(1+c)DE_{t-1} = dDE + dT - cdR + dB \quad (2.1)$$

Se destacarmos a variação no estoque de títulos públicos remunerados, teremos:

$$dT = Dp_t + i(1+m)DI_{t-1} + e(1+c)DE_{t-1} - dDE + cdR - dB \quad (2.2)$$

Visando obter uma expressão para o endividamento interno do setor público, em termos reais, assumiremos como simplificação, que as correções cambial(c) e monetária(m) refletem exatamente a variação do índice inflacionário e que este é zero, isto é, $c = m = 0$. Com isso, a equação pode ser assim reescrita:

$$dT = Dp_t + i.DI_{t-1} + e.DE_{t-1} - dDE + dR - dB \quad (2.3)$$

Pode-se inferir da equação acima, de uma maneira muito simplificada, que o nível de endividamento interno do setor público pode sofrer pressões decorrentes de alterações em vários fatores, destacando-se:

- Aumentos líquidos no endividamento externo do setor público tendem a diminuir as pressões sobre o endividamento interno, a menos que seja destinada para formação de Reservas.

- Eventuais aumentos nos serviços da dívida pública externa, assim como variações positivas nas reservas cambiais também causariam impactos positivos sobre a colocação líquida de títulos públicos;

- No âmbito interno, aumento nas taxas de juros reais tendem a aumentar o serviço da dívida interna e, conseqüentemente, a pressionar a

colocação líquida de títulos. O mesmo ocorre com a existência de déficits públicos primários, devido a impossibilidade de uma monetização total.

- Uma queda nas reservas cambiais, que não tenha como contrapartida a remessa de moeda estrangeira ao exterior, tende a reduzir o endividamento público interno. Como ilustração, podemos citar dois momentos em que tal fato ocorreu no Brasil. O primeiro se deu logo após a primeira crise do petróleo e o segundo durante o Plano Cruzado. Nesses períodos, a queda nas reservas internacionais permitiu anular o seu efeito contracionista com o resgate da dívida interna.

Um outro aspecto que merece atenção especial é a questão do aumento nas reservas cambiais necessária para fazer frente à transferência de recursos ao exterior imposto pelo serviço da dívida externa. Se isolarmos o serviço da dívida externa, na equação (2.3), temos:

$$eDE_{t-1} = dDE + dT - dR + dB - Dp_t - i.DI_{t-1} \quad (2.4)$$

Esta equação, numa primeira aproximação, nos fornece os fatores que deverão originar os recursos para fazer frente aos serviços da dívida externa. Pode-se inferir, portanto, que, na ausência de entrada de recursos líquidos do exterior, ($dDE = 0$), tais serviços deverão ser "bancados" pela utilização de reservas internacionais. Sabemos que, nessas condições, tais reservas só podem ser obtidas através da manutenção de posições positivas nas exportações líquidas de bens e serviços. Tem-se aqui um outro problema: Observamos que, no caso brasileiro, a dívida externa está centralizada, quase que na totalidade, nas mãos do setor público que, por

sua vez, não é o mesmo setor gerador de divisas através do superávit comercial. Tal fato impõe a esse setor a necessidade de arregimentar recursos dos setores superavitários em moeda estrangeira o que, além de acarretar problemas distributivos, gera uma pressão, no setor público, para a obtenção de recursos domésticos que permitam a aquisição de tais reservas junto ao setor exportador, correspondente a contrapartida, em moeda local, aos encargos com o serviço da dívida externa.

Portanto, para a obtenção de tais recursos, não restou ao setor público, após 1982, outra opção a não ser uma política de endividamento interno que, além de retardar o ajuste necessário, acabou por agravar ainda mais a situação financeira do setor público, a medida que esta representa maiores encargos sobre a própria dívida interna e, portanto, maior pressão sobre as finanças públicas.

É dentro dessa realidade que analisaremos mais detalhadamente os fatos recentes referentes ao endividamento público interno brasileiro.

CAPÍTULO III

DÉFICIT, DÍVIDA INTERNA E A ECONOMIA BRASILEIRA : UMA ANALISE DOS ANOS 80.

Conforme observamos no capítulo anterior, o setor público brasileiro teve um papel proponderante nos investimentos realizados durante a década de 70, sem, contudo, aumentar significativamente o seu endividamento interno. Isso só foi possível graças a existência de poupança em conta corrente no setor público e, principalmente, ao padrão de financiamento adotado o qual foi sustentado por captações de poupança externa.

Entretanto, o esgotamento desse padrão de financiamento dos investimentos e o fim da geração de poupança em conta corrente, além da estatização da dívida externa, acabam por gerar um processo de deterioração das finanças públicas. Na ausência de uma política fiscal restritiva o suficiente para equilibrar as contas do governo, o setor público passou simultaneamente a aumentar o ritmo de seu endividamento interno e emitir mais moeda. A partir daí, passou-se a argumentar que o volume de transferência do Governo, relativo aos encargos com a dívida interna, passou a crescer significativamente, tendo como resultado o agravamento do desequilíbrio financeiro do governo.

É nesse contexto que o presente capítulo se insere e procura estudar, a partir de dados secundários, a questão da dívida interna durante a década de 80. Na primeira seção, serão analisadas as fontes de financiamento

interno do setor público e sua evolução na década de 80, principalmente no tocante a receita do governo com a criação de moeda. Na seção seguinte, o endividamento interno será discutido como opção única do financiamento do déficit público já que a aceleração inflacionária levou os agentes a substituírem a moeda tradicional por uma moeda indexada. Na última parte, nosso objetivo será o de analisar as condições desse endividamento, no decorrer da década de 80, enfatizando, na ótica da restrição orçamentária do setor público, o seu relacionamento com as políticas monetária e fiscal. Conclui-se que a geração de superávits fiscais primários é a alternativa menos traumática para a recuperação das condições necessárias para uma administração eficiente da dívida pública interna.

1- FINANCIAMENTO DOMÉSTICO DO SETOR PÚBLICO: IMPOSTO INFLACIONÁRIO E SENHORIAGEM.

A restrição orçamentária do Setor Público nos definiu que, no financiamento das atividades orçamentárias do Governo, as emissões monetárias se constituem, ao lado da venda de títulos públicos, na única fonte de recursos adicionais à receita fiscal. Assim, a criação de moeda acaba se transformando numa variável de fundamental importância para se determinar as pressões do desequilíbrio financeiro do setor público que incidem sobre o endividamento líquido do governo e suas implicações para a formulação da política econômica no período. Essa receita, num determinado período, é igual ao acréscimo da Base Monetária:⁽¹²⁾

(12) O que se segue é baseado em Barbosa (1987).

No entanto, para tornar tal dado mais significativo, deve-se compará-lo ao PIB, a preços correntes (Y_t)

$$r_t = \frac{R_t}{Y_t} = \frac{B_t - B_{t-1}}{Y_t} \quad (3.2)$$

Mesmo medida em termos do PIB, a receita proveniente da criação de moeda deve ser entendida como a somatória de duas parcelas distintas: uma decorrente do poder de compra do acréscimo verificado na Base Monetária e uma outra entendida como a parcela do aumento nominal da Base Monetária, que representa a simples reposição pelo público da redução da demanda inicial por encaixes reais provocado pela inflação, durante o período considerado, também conhecido como imposto inflacionário.

Considerando, entretanto, uma certa taxa inflacionária, p , a receita total do Governo com a criação de moeda poderia ser expressa da seguinte forma:

$$\frac{R_t}{P_t} = \frac{B_t - B_{t-1}}{P_t} = \frac{p_t \cdot b_{t-1} + b_t - b_{t-1}}{1 + p_t} \quad (3.3)$$

onde: $b_t = \frac{B_t}{P_t}$ = valor real da base monetária no período t

P_t = nível de preço no período t

O primeiro termo do lado direito representa o imposto inflacionário enquanto a segunda mostra a receita real obtida pelo governo proveniente da variação da Base Monetária, também chamada de *senhoriagem*.

TABELA I : Receita do Governo com criação de moeda

(Cr\$ constantes de 1980)

ANO	BASE MONETÁRIA (*)	VARIAÇÃO PERCENTUAL	IMPOSTO INFLACIONÁRIO (**) (A)	SENHORIAGEM (B)	RECEITA TOTAL (C) = (A) + (B)	CRESCIMENTO REAL DO PIB (% aa)
1981	1.2	109.9	0.367	-0.128	0.239	-4.4
1982	1.9	95.4	0.279	-0.109	0.171	0.6
1983	3.5	154.5	0.281	-0.128	0.154	-3.4
1984	12.7	220.6	0.231	0.043	0.275	5.0
1985	45.5	225.5	0.262	0.038	0.300	8.3
1986	178.8	142.2	0.244	0.260	0.504	7.5
1987	503.0	224.8	0.463	-0.091	0.378	3.6
1988	3637.0	684.6	0.510	-0.046	0.466	0.0
1989	67436.0	1319.9	0.510	0.167	0.668	3.6

(*) Fonte: FGV - Conjuntura Econômica, vários números

(**) Fonte: Bacen - Brasil-Programa Econômico, vários números

NOTA: As diferenças existentes entre os valores da coluna (C) e a soma das respectivas colunas (A) e (B) devem-se a erros de arredondamento

A tabela I apresenta a decomposição da receita do governo proveniente de variações da Base Monetária nos seus dois componentes: o imposto inflacionário e a senhoriagem, ambos medidos a preços constantes de 1980. Observe-se que nos anos de 81/83 e 87/88, a senhoriagem é negativa, o que significa que a emissão monetária apresentou uma evolução inferior a verificada na taxa de inflação no mesmo período.

Pode-se inferir desses dados que a receita com senhoriagem é positiva nos anos em que ocorreram elevadas taxas de crescimento real do PIB. Da mesma forma, quando ocorrem elevações bruscas na taxa de inflação, como nos primeiros anos da década e após o final do Plano Cruzado, a receita da senhoriagem se torna negativa. Estes dois fatos são facilmente explicados pelo mesmo fenômeno, isto é, a quantidade demandada de moeda.

É sabido que a demanda de moeda varia diretamente proporcional a variação da Renda e inversamente proporcional à taxa de inflação. Dessa forma, a medida que a taxa de inflação sobe e/ou a taxa de crescimento do PIB real se reduz, os agentes optam por manter menos moeda em seu poder, aumentando a velocidade de circulação da moeda, e reduzindo a obtenção da senhoriagem por parte do governo. De maneira oposta, elevadas taxas de inflação garantem maiores receitas provenientes do imposto inflacionário, a medida que promove uma transferência de renda do setor privado para o governo.

No entanto, dada a redução nos encaixes reais mantidos pelos agentes econômicos, é de se supor que elevações contínuas na taxa inflacionária levam a uma exaustão dessa fonte de renda. Acima de um determinado limite de taxa de inflação *"a tentativa de aumentar o financiamento dos déficits públicos via imposto inflacionário torna-se perversa. Quanto maior a inflação menor será a receita do imposto inflacionário e, conseqüentemente, maior a pressão sobre outras fontes de financiamento público."* (Dall'Acqua, 1989),

Os dados apresentados confirmam tal afirmação. Embora a taxa de inflação tenha evoluído de 684.6% em 1988 para 1.319,9% em 1989, a receita proveniente do imposto inflacionário praticamente se manteve estável tanto em termos reais (Tabela I) como em relação ao PIB, como demonstrado na Tabela II.

TABELA II: Senhoriagem Real x Imposto Inflacionário - 1982-89

ANO	IMPOSTO INFLACIONÁRIO	(%PIB)
		SENHORIAGEM REAL
1982	1,71	1.67
1983	2.11	1.18
1984	1.78	2.06
1985	2.11	2.19
1986	1.41	4.44
1987	4.93	2.73
1988	4.48	3.33
1989	4.52	4.28

FONTE: Messemberg (1990)

Dados interessantes relativos a reação da população em ambientes com elevadas taxas de inflação podem ser observados na Tabela III, a seguir. Durante toda a década de 80, com exceção do ano de 1986, quando a estabilização da inflação decorrente do Plano Cruzado, permitiu ao Governo um forte processo de remonetização, os agentes optaram por reter menos moeda no seu conceito mais restrito, isto é, Papel-Moeda ou Depósito a Vista. A razão para tal atitude é a elevação do custo de retenção

desses ativos com a evolução da taxa inflacionária. Em situações como essa, parece evidente que os agentes procurem formas alternativas de moeda (ou quase moeda), que venham a atender a função de reserva de valor. Isso explica a forte aceleração ocorrida no saldo dos títulos públicos federais. A idéia básica é que com a "aversão" à moeda corrente, os agentes passem a reajustar seus portfólios de modo a incluir mais títulos públicos que passariam a substituir a moeda como reserva de valor, dada a sua característica de ativo indexado.

TABELA III: Base Monetária, Meios de Pagamento e Dívida Mobiliária Federal em Relação ao PIB

ANO	BASE MONETÁRIA	PAPEL MOEDA EM PODER DO PUBLICO	DEPÓSITOS A VISTA	M1	TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
1979	5.31	2.39	10.24	12.63	5.76
1980	3.64	1.79	7.53	9.32	3.89
1981	3.24	1.71	7.61	9.32	7.25
1982	3.24	1.64	6.11	7.75	8.11
1983	1.94	1.02	4.06	5.08	5.27
1984	2.07	1.00	3.51	4.51	8.65
1985	2.04	1.06	3.97	5.03	11.60
1986	4.53	2.13	9.40	11.52	9.09
1987	2.38	1.18	3.73	4.90	10.85
1988	1.51	0.87	2.02	2.89	10.64
1989	1.44	0.86	1.34	2.20	13.16

FONTE: Bacen: Brasil-Programa Econômico, Vários Números

Portanto, com a "recusa" da população em demandar base monetária, a colocação de títulos acaba se tornando a opção doméstica a disposição do Governo para financiar o seu déficit.

Tal constatação nos conduz, finalmente, à questão central do problema do financiamento do setor público brasileiro, ou seja, a dívida pública interna.

2- ENDIVIDAMENTO INTERNO: OPÇÃO ÚLTIMA DE FINANCIAMENTO

O racionamento e posterior suspensão dos empréstimos externos aliados a queda na demanda por base monetária conduz o governo a um processo crescente de colocação de títulos públicos. Tal atitude visava solucionar o problema do financiamento do déficit público que, apesar de ter atingido o seu nível mais baixo da década em 1984 (tabela IV), não foi zerado, mesmo após um forte programa de ajustamento no período 1981/83.

Tabela IV: Setor Público: Superávit Primário, Encargos Financeiros e Déficit Operacional : 1983-89 - (% PIB)

ANO	SUPERÁVIT PRIMÁRIO	ENCARGOS FINANCEIROS			DÉFICIT OPERACIONAL
		DÍVIDA INTERNA	DÍVIDA EXTERNA	DÍVIDA TOTAL	
1983	1.7	2.6	3.3	5.9	4.2
1984	4.2	3.1	3.6	6.7	2.5
1985	2.6	3.4	3.5	6.9	4.3
1986	1.1	2.1	2.6	4.7	3.6
1987	-1.4	1.8	2.3	4.1	5.5
1988	0.1	2.2	2.2	4.4	4.3

FONTE: Brasil-Programa Econômico, Vários Números

Assume-se, assim, a idéia de que o endividamento interno é a variável residual entre as opções domésticas de financiamento do déficit público, uma vez que a Base Monetária é determinada, como vimos, endogenamente pela demanda de moeda. Esse ponto de vista, contraria a visão monetarista que defende a idéia oposta de que a criação de moeda é que seria determinada residualmente para financiar a parte do déficit não coberta por títulos. Nossa argumentação é que o título público brasileiro não é encarado, pelos agentes, como uma dívida do governo, mas sim, como um substituto para moeda, ou mais precisamente, uma moeda indexada, já que estes ajustaram o seu comportamento a uma taxa de inflação e também já têm o conhecimento de que haverá uma correção monetária corrigindo tais títulos. O ano de 1986 reforça nossa afirmação. A queda brusca ocorrida na taxa de inflação após a implementação do Plano Cruzado, levou os agentes econômicos a recompor a posição de moeda não indexada (Base Monetária e Dep. a vista), permitindo ao governo um processo de monetização dos títulos públicos.

Partindo dessas constatações, entendemos que os agentes, ao determinarem a parcela de moeda que deverá compor seus portfólios, levarão em consideração não só o seu retorno real, mas também outros fatores decisivos, tal como liquidez e risco. Assim sendo, podemos, simplificaradamente, considerar como risco para os títulos públicos apenas a possibilidade da correção monetária não refletir integralmente a inflação mensal. Nesse caso, a taxa de juros real percebida no ato da aplicação poderá não ser a efetiva, calculada depois de decorrido o prazo da operação.

2.1- A QUESTÃO DA TAXA DE JUROS

A manutenção de déficits públicos elevados em relação ao PIB e a necessidade de seu financiamento via fontes domésticas, tem levado alguns estudiosos a afirmarem que a competição entre o setor público e o setor privado pela demanda de créditos acaba por influenciar o setor financeiro do país. Como consequência, a taxa real de juros no mercado interno deveria apresentar uma tendência crescente. Em condições normais de mercado, numa economia aberta, do ponto de vista dos movimentos de capital, essa elevação na taxa real de juros doméstica levaria o setor privado da economia a contrair empréstimos no exterior, dada a vantagem comparativa desses últimos. Por que isso não ocorre? Normalmente, a primeira resposta que surge é que há ausência de fluxos voluntários de empréstimos no mercado internacional, determinado pela crise de 1982, além de uma situação interna desfavorável. No entanto, apesar da interrupção desses fluxos, ainda assim existem mecanismos de equalização das taxas de juros, principalmente através das arbitragens de recursos financeiros entre um mercado e outro.

Nesse sentido, Tanzi (1985) argumenta que deve-se ter muito cuidado ao relacionar o déficit fiscal de um país com a oferta de poupança do próprio país, já que dado o caráter internacional do mercado de crédito, as taxas de juros, depois de ajustadas às diferentes alíquotas de taxaço e inflação, pelos diferentes prazos de vencimentos e pelas variações previstas para a taxa de câmbio, não devem divergir muito entre um país e outro. No entanto, a grande variabilidade e imprevisibilidade das taxas de inflação nos leva a defender uma certa particularidade do mercado brasileiro. É nessas

condições que procuraremos analisar a relação entre a taxa de juros e o déficit público no Brasil.

Analisando esse mercado, Moura (1984) cita dois fatores que, na realidade, acabam diferenciando a taxa de juros doméstica e que merecem ser destacados. O primeiro diz respeito ao "eventual risco de uma desvalorização do cruzeiro, que significa uma espécie de prêmio embutido na negociação entre banco e tomador de recursos em moeda estrangeira. Este risco está presente na economia e é possível transferi-lo de um setor para o outro, mas absolutamente impossível eliminá-lo. Ou o setor privado transfere-o para o governo, ou o próprio setor privado arca com o risco, tentando jogá-lo do setor produtivo para o setor financeiro, ou do setor financeiro para o setor produtivo e assim por diante".⁽¹³⁾

Além da expectativa de desvalorização cambial, Moura cita, como uma outra variável importante, o risco de expurgo na correção monetária. A idéia central aqui é que qualquer fato que levem os agentes econômicos a perderem renda real através de uma correção monetária inferior à variação de um determinado índice de preços de sua confiança levará tais agentes a exigirem um prêmio, a nível de riscos futuros, o que tende a promover a elevação das taxas de juros reais.

(13) É importante destacar que o autor discute, no referido trabalho, a taxa de juros para empréstimos. Porém, tais variáveis, ainda assim, servem para justificar a manutenção de taxas de juros domésticas em nível superior a praticada no mercado internacional. Em determinados períodos, como o do início da chamada "Nova República" cuja meta aparentemente perseguida pela equipe econômica de então era evitar a fuga de capital para o exterior, a taxa de juros interna, oferecida pelos títulos públicos (LTN), ajustada pela desvalorização cambial, superou sempre a taxa de juros internacional (libor). Porém, essa não é uma constante, já que em muitos outros períodos essa diferença é negativa.

Além desses fatores, a explicação de elevadas taxas de juros reais no Brasil se baseia no argumento central de que, dentro do contexto de demanda por crédito em expansão, como consequência do fluxo exigido pelo setor público para financiar o seu déficit orçamentário, a taxa de juros deve-se elevar para incentivar o setor privado a aumentar o seu nível de poupança ou transferir o estoque já existente de outros ativos para os títulos públicos. A conclusão, portanto, é que uma colocação líquida de títulos públicos crescente, para fazer frente aos déficits contínuos do setor público, só poderia ser possível com elevadas taxas reais de juros. Como consequência, temos, então, dois problemas a serem analisados: um referente ao estoque da dívida, representado pela elevada dívida pública interna e de tendência crescente, em função da continuidade dos desequilíbrios fiscais, e um outro referente ao fluxo dessa mesma dívida, representado pelos elevados volumes de juros pagos pelo Governo ⁽¹⁴⁾ e que, na impossibilidade de serem bancados com recursos fiscais, também exercerão uma pressão sobre a colocação líquida de títulos públicos e, conseqüentemente, sobre o próprio estoque da dívida.

TABELA V: TAXA DE JUROS- TÍTULOS FEDERAIS:1986/89

PERÍODO	TAXAS NOMINAIS	INDICES ECONÔMICOS			TAXAS REAIS		
		IPC _t	IPC _{t+1}	IGP-DI	deflator IPC _t	deflator IPC _{t+1}	deflator IGP-DI
1986							

jun	1.27	1.27	1.19	0.52	0.00	0.08	0.75
jul	1.95	1.19	1.68	0.63	0.75	0.27	1.31
ago	2.57	1.68	1.72	1.32	0.88	0.84	1.23
set	2.94	1.72	1.90	1.10	1.20	1.02	1.82
out	1.96	1.90	3.29	1.38	0.06	-1.29	0.57
nov	2.37	3.29	7.27	2.50	-0.89	-4.57	-0.13
dez	5.47	7.27	16.82	7.60	-1.68	-9.72	-1.98

(14) Não se deve perder de vista a questão dos juros da dívida externa que, como vimos, devem ser financiados com recursos internos, a partir de 1982.

(%am)

PERÍODO	TAXAS NOMINAIS	ÍNDICES ECONÔMICOS			TAXAS REAIS		
		IPC _t	IPC _{t+1}	IGP-DI	deflator IPC _t	deflator IPC _{t+1}	deflator IGP-DI
1987							
JAN	11.00	16.82	13.94	12.03	-4.98	-2.58	-0.92
FEV	19.61	13.94	14.40	14.10	4.98	4.55	4.83
MAR	11.95	14.40	20.96	14.99	-2.14	-7.456	-2.64
ABR	15.30	20.96	23.21	20.08	-4.68	-6.42	-6.42
MAI	24.63	23.21	26.06	27.58	1.15	-1.13	-2.31
JUN	18.02	26.06	3.05	25.87	-6.38	14.53	-6.24
JUL	8.91	3.05	6.36	9.33	5.69	2.40	0.38
AGO	8.09	6.36	5.68	4.49	1.63	2.28	3.45
SET	7.99	5.68	9.18	8.02	2.19	-1.09	-0.03
OUT	9.45	9.18	12.84	11.15	0.25	-3.00	-1.53
NOV	12.92	12.84	14.14	14.46	0.07	-1.07	-1.35
DEZ	14.38	14.14	16.51	15.89	0.21	-1.83	-1.30
1988							
JAN	16.78	16.51	17.96	19.14	0.23	-1.00	-1.98
FEV	18.35	17.96	16.01	17.65	0.33	2.02	0.59
MAR	16.59	16.01	19.28	18.16	0.50	-2.26	-1.33
ABR	20.25	19.28	17.78	20.33	0.81	2.10	-0.07
MAI	18.65	17.78	19.53	19.51	0.74	-0.74	-0.72
JUN	20.17	19.53	24.04	20.83	0.54	-3.12	-0.55
JUL	24.69	24.04	20.66	21.53	0.52	3.34	2.60
AGO	22.63	20.66	24.01	22.89	1.63	-1.11	-0.21
SET	26.25	24.01	27.25	25.76	1.81	-0.79	0.39
OUT	29.79	27.25	26.92	27.58	2.00	2.26	1.73
NOV	28.41	26.92	28.79	27.97	1.17	-0.30	0.34
DEZ	30.24	28.79	26.40	28.98	1.13	3.04	1.05
1989							
JAN	22.97	26.40	39.56	36.56	-2.71	-11.89	-9.95
FEV	18.95	39.56	6.09	11.80	-14.77	12.12	6.40
MAR	20.42	6.09	7.31	4.23	13.50	12.21	15.53
ABR	11.52	7.31	9.94	5.17	3.92	1.44	6.04
MAI	11.43	9.94	24.83	12.76	1.36	-10.73	-1.18
JUN	27.29	24.83	28.76	26.76	1.97	-1.14	0.42
JUL	33.15	28.76	29.34	37.88	3.41	2.95	-3.43
AGO	35.49	29.34	35.95	36.48	4.75	-0.34	-0.73
SET	38.58	35.95	37.62	38.92	1.93	0.70	-0.24
OUT	47.70	37.62	41.42	39.70	7.32	4.44	5.73
NOV	48.41	41.42	53.55	44.27	4.84	-3.35	2.87
DEZ	64.21	53.55	56.11	49.39	6.94	5.19	10.19
1990							
JAN	67.60	56.11	72.78	71.89	7.36	-3.00	-2.50
FEV	82.04	72.78	84.32	71.70	5.36	-1.24	6.02

FONTE: BACEN - Programa Econômico, Vários Números

No entanto, os dados apresentados na tabela V, nos mostram que, ao contrário do que supõe a teoria, os juros pagos pelo setor público, a partir

de 1986, quando computados pela prática vigente na época de se apurar a rentabilidade real deflacionando a rentabilidade nominal pela taxa de variação do IPC em cada mês respectivo ⁽¹⁵⁾, apresentam-se negativos em alguns meses. No entanto, com a taxa de inflação crescente, esse método leva a uma superestimação da taxa real de juros. Assim sendo, se deflacionarmos tal rentabilidade pela inflação do próprio período, medido pelo IGP-DI ou mesmo pelo IPC_{t+1} chega-se a conclusão de que as taxas reais de juros pagas pelos títulos públicos federais foram, na maioria dos períodos, negativas.

TABELA VI: DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL - SALDOS

ANO	(CR\$ MILHÕES)			
	DÍVIDA MOBILIÁRIA TOTAL (SALDOS)		DÍVIDA MOBILIÁRIA FORA DO BACEN	
	CR\$ CORRENTES	REAL (*)	CR\$ CORRENTES	REAL (*)
1981	3.1	1.47	2.1	1.00
1982	7.9	1.92	4.7	1.24
1983	25.4	2.43	9.1	0.87
1984	990.2	2.68	53.1	1.58
1985	402.7	3.69	258.5	2.36
1986	905.0	3.42	359.2	1.35
1987	3.903.0	4.54	2.293.0	2.66
1988	56.276.0	8.34	31.257.0	4.67
1989	1.366.877.0	14.31	706.623.0	7.40

FONTE: Brasil-Programa Econômico, Vários Números

Essa constatação nos leva a seguinte indagação: Como é possível o governo aumentar a colocação líquida de títulos públicos, como

(15) *Esse foi o método utilizado de 1986 a 1989. A partir de então, tem-se utilizado o valor do IPC do mês seguinte para a totalidade do endividamento interno. Para uma discussão sobre o significado econômico desses métodos, ver Zini, Montoro e Luque(1991). Os autores argumentam que para efeito de intenção da política fiscal deve-se considerar não os juros efetivamente pagos (...) mas os juros "prometidos". Isto porque os juros efetivamente pagos dependem em última instância da própria capacidade de pagamento do devedor."*

demonstrado na tabela VI, e ainda pagar uma taxa real de juros negativa na maioria dos períodos?

Primeiramente devemos destacar a questão relativa as alternativas de aplicações em ativos reais na formação de portfólios. Como vimos, os títulos públicos se constituem em apenas uma alternativa de aplicação, podendo os agentes econômicos optar por uma infinidade de outros ativos reais. Porém, com a taxa de juros indexada se pela média da inflação, a opção pelos outros ativos acaba aumentando os riscos do investidor, principalmente em períodos de elevadas taxas inflacionárias, uma vez que, ao contrário dos títulos públicos, a rentabilidade desses ativos pode superar ou se situar muito aquém da taxa de inflação, num determinado período. Assim sendo, a concentração de títulos públicos, mesmo que estes apresentem taxas de juros reais negativas, parece ser uma opção ao risco menor do que demandar outros ativos que não apresentam a garantia de rentabilidade nominal próxima do índice de inflação, que, por seu lado, representa a variação média dos preços de uma economia. Isto ajuda a explicar como o governo conseguiu aumentar a colocação líquida de títulos públicos mesmo pagando taxas reais de juros negativas em alguns períodos.

Em segundo lugar podemos argumentar que dada a aversão pela moeda tradicional, (M1), em decorrência da elevação de seu custo de carregamento, os agentes econômicos passam a substituir tais ativos por títulos públicos. Como a liquidez é uma das características essenciais da moeda, tais agentes passam a exigir esse atributo também para os títulos públicos como forma de transformá-los em ativos quase-monetários. Entendidos dessa forma, os títulos públicos, notadamente através do

mercado secundário, *overnight*, passam a compor, cada vez em maior escala, os portfólios dos agentes econômicos, principalmente para fazer frente aos motivos transação e especulação, entendido esse último como o montante totalmente disponível a espera do momento mais vantajoso para maximizar os resultados de uma operação com títulos ou outros ativos reais. Assim sendo, uma rentabilidade real levemente negativa seria entendida como um imposto inflacionário em escala reduzida, praticamente desprezível, quando comparado às elevadas taxas inflacionárias. A idéia central é que qualquer retorno do título público, por menor que seja, é maior que o retorno da moeda que é o inverso da taxa de inflação e não um rendimento nulo, como afirmava Keynes, em sua Teoria Geral.⁽¹⁶⁾

Um contraargumento a essa hipótese seria a idéia de que existe uma parcela dos recursos que devem ser entendidos como poupança e que, dessa forma, não poderiam ser remunerados com taxas reais negativas, sob o argumento de que, sendo racionais, os agentes não estariam dispostos a sacrificar consumo presente em troca de um nível inferior de consumo futuro. Deve-se destacar, porém, a diferenciação entre a rentabilidade aparente(ex-ante) e a efetiva(ex-post). A primeira deve ser entendida como a remuneração que os agentes esperam obter no momento de se decidirem por suas aplicações de portfólio, levando-se em consideração as suas expectativas de inflação para o período da operação. Somente após findo o prazo total é possível se apurar a rentabilidade efetiva da operação. Mais uma vez, com a inflação ascendente, qualquer desvio a maior desta em

(16) Para Keynes a moeda tinha um rendimento nulo e um custo de manutenção insignificante, determinado pela taxa de custódia. (Keynes, 1985)

relação a expectativa dos agentes, conduz a obtenção de rentabilidades efetivas negativas.

Numa rápida observação na tabela V pode-se observar que sempre que ocorrem "saltos" significativos na taxas inflacionárias, a rentabilidade real dos títulos deflacionados pelo IGP-DI ou IPC_{t-1} apresenta-se negativa.

É de se esperar ainda que os agentes, ao perceberem o erro de suas expectativas, passem a refazer as suas previsões de modo a minimizar a possibilidade de ocorrência de novos erros, o que levaria a exigência de taxas aparentes cada vez maiores. Todavia, tal procedimento não garante a total ausência de novos erros toda vez que a inflação mudar de patamar. Essa queda na taxa real é, na realidade, consequência da relação entre o indexador do título público e da taxa de inflação, já que sempre que esta última se acelera acaba gerando uma correção monetária negativa em termos reais. O inverso ocorre quando a taxa de inflação se desacelera.

A tabela V nos mostra também que, mesmo calculado pelo método do IPC do mês, o custo efetivo da dívida interna tem se reduzido nos últimos anos. Isto se explica em virtude de várias medidas tomadas pelo Banco Central, ao longo do tempo. Pelo menos duas dessas medidas merecem destaque: A primeira refere-se a substituição das Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional, (ORTNs), que apresentavam taxas de juros de 6,0% a.a mais um deságio, por Letras do Tesouro Nacional(LTNs), cujo custo tende a acompanhar a inflação oficial, já que a sua remuneração é igual a média das taxas do overnight. A segunda medida garantia às instituições, através de compromissos de recompra automática, o financiamento de qualquer

posição de títulos públicos que não encontrasse financiamento no mercado, via operações de overnight.

Essas duas medidas acabaram por eliminar tanto o risco de carregamento de carteira de títulos, uma vez que a sua rentabilidade era determinada exatamente pelo custo médio de captação no overnight, bem como o risco de rolagem dos títulos, decorrente da criação do mecanismo de "zeragem automática" das posições por parte do Banco Central.

A princípio, a manutenção dessa política poderia levar a conclusão de que o problema do custo da dívida interna estaria resolvido. No entanto, o expediente de manter o custo real da dívida muito baixo ou negativo tem um caráter temporário. A persistência de taxas reais negativas significa que os portadores, diretos e indiretos, dos títulos públicos recebem um retorno mais baixo do que teriam em situação normal, o que equivale a um incentivo cada vez menor para manter tais títulos voluntariamente.

Portanto, a manutenção desse quadro leva os agentes econômicos a se protegerem de uma provável perda patrimonial advinda de correções monetárias inferiores a inflação efetiva. A forma mais comum para tal proteção é a exigência de deságios maiores na aquisição de títulos além de uma maior garantia de liquidez. Com o propósito de estudar tal procedimento, Marques e Werlang (1990) desenvolveram um modelo de demanda de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) e concluíram que *"pequenos cortes na taxa de juros real esperada poderiam afetar de modo muito dramático a evolução da dívida interna brasileira(...)". Quanto mais*

longo os prazos das LFTs, maiores são os custos do Tesouro Nacional. Isto porque quanto mais longo os títulos, maiores as chances implícitas de ocorrência de moratória interna durante a vida do título". Essa conclusão explica o encurtamento do prazo dos títulos públicos no Brasil, conforme demonstrado na tabela VII.

TABELA VII: PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

ANO	(MESES)			
	ORTN	LTN	LFT	TOTAL
1980	34.1	3.0	-	24.7
1981	35.7	4.3	-	24.5
1982	36.0	3.4	-	29.7
1983	31.5	2.3	-	26.0
1984	20.2	1.9	-	19.0
1985	12.1	0.9	-	10.3
1986	12.3	2.5	-	8.4
1987	13.0	1.3	-	10.9
1988	6.0	-	3.2	4.7
1989 (*)	2.6	-	4.6	4.4

(*) Junho / 89

FONTE: ANDIMA

3. A DÍVIDA INTERNA, O PLANO COLLOR I E A CRISE FISCAL.

Se retomarmos a restrição orçamentária do setor público (equação 1.4), e consideramos a questão do custo da dívida interna brasileira da forma acima analisada e admitirmos, como simplificação, que o mesmo

raciocínio da correção monetária é válida para a correção cambial, no tocante a apuração do custo da dívida externa, podemos inferir que o caráter financeiro do déficit público, deve ser criticado, pelo menos no que se refere a questão do custo da dívida analisado pelo pagamento de juros reais. Isso não significa, em hipótese alguma, uma minimização da gravidade da questão da dívida interna. Traduz apenas a conclusão que os efeitos teóricos do componente financeiro do déficit público analisados no primeiro capítulo não ocorreram, durante boa parte da década de 80, a menos que os agentes econômicos consumam a renda advinda da correção monetária, isto é, estejam sujeitos a ilusão monetária.

No entanto, a impossibilidade de se manter as taxas de juros reais negativas, ou mesmo muito baixas, indefinidamente, nos chama a atenção para outros problemas relacionados a dívida interna: O seu elevado estoque, o seu perfil e o seu crescimento. No tocante ao crescimento, argumenta-se que quando este supera a taxa de crescimento do PIB, a sua trajetória torna-se insustentável e explosiva se nada for feito para diminuir o seu ritmo. A idéia é que, como assinala Keynes(1924), *"O setor produtivo e trabalhadores (...) jamais consentirão em entregar aos rentistas ou detentores de títulos da dívida pública, mais que uma certa fração do fruto do seu trabalho. Quando a dívida acumulada absorve mais do que uma proporção tolerável, tem-se buscado alívio"*.

Diante disso, é de se supor que tal dívida deva ser amortizada ao longo do tempo ou pelo menos sejam feitas provisões que levem os detentores dos títulos a perceberem a garantia de amortizações futuras,

parciais ou até mesmo total, que no caso brasileiro, de acordo com o nosso ponto de vista, deveriam ser providas com recursos fiscais.

Outro aspecto significativo é o da liquidez⁽¹⁷⁾. Os agentes vêm no encurtamento do prazo dos títulos a única saída para evitar riscos de perda de capital, como consequência dos juros reais negativos, decorrentes de acelerações inflacionárias. Diante desse encurtamento de prazo, demonstrado na tabela VII, os títulos públicos, via operações de overnight, passaram a substituir a moeda tradicional, já que possuíam liquidez e reserva de valor, dois atributos inerentes a qualquer moeda. Se por um lado, isso permite ao governo a obtenção de "impostos inflacionários" sobre os títulos (corrosão dos valores patrimoniais), por outro, acaba reduzindo o grau de liberdade da política monetária. A idéia é que essa liquidez leva o governo a financiar quase diariamente a sua dívida interna mobiliária a uma taxa nominal de juros aproximadamente igual a taxa esperada de inflação diária. Dessa forma, um dos dois objetivos-alvos da política monetária, a taxa real de juros, acaba sendo determinada, não pelo Banco Central, mas pelo mercado, através do diferencial entre as expectativas de inflação e a taxa efetiva da evolução dos preços. Resta ao Banco Central apenas a possibilidade de fazer política monetária via persistência no controle dos agregados monetários tradicionais, mesmo assim de uma forma restrita, dada a característica de "moeda indexada" dos títulos públicos e a sua

(17) É bom destacar que a liquidez é um atributo de qualquer título financeiro, tendo como contrapartida uma determinada perda esperada de capital. No entanto, o termo "liquidez", no caso dos títulos públicos, é diferenciado exatamente pelo fato de não existir tal perda esperada de capital. De qualquer forma, cabe destacar que esse atributo, ao contrário do que afirma Pastore(1991, pg.04) guarda relação com o estoque acumulado dos títulos, já que para facilitar o aumento desse estoque o Banco Central acaba "cedendo" às exigências de maior liquidez por parte dos agentes econômicos.

constante influência naqueles agregados, o que determina uma certa passividade da oferta monetária.

Como consequência dos problemas de liquidez e crescimento da dívida interna, o seu estoque acumulado torna-se uma variável preponderante, não só em função de seu tamanho em si mas, principalmente, pela necessidade de ser refinanciado em curtos espaços de tempo. De que forma resolver o problema desse elevado estoque acumulado de dívida interna?

Esse era o difícil dilema em que se encontrava a economia brasileira no final dos anos 80. O repúdio da população em demandar moeda e a continuidade do déficit primário forçava o governo a se financiar via emissão de mais títulos públicos. No entanto, o elevado estoque e a liquidez desses títulos tornava a sua trajetória de crescimento insustentável e dificultava o gerenciamento da política monetária. Esse caráter explosivo do crescimento dos títulos e a continuidade da crise fiscal gerava um consenso nacional de que medidas necessárias para corrigir tal situação deveriam ser adotadas com urgência. No entanto, dada a amplitude de tais medidas e a possibilidade destas gerarem pânico, principalmente no mercado financeiro, é de se supor que a sua adoção exigisse um grande componente de confiabilidade nas Autoridades Governamentais.

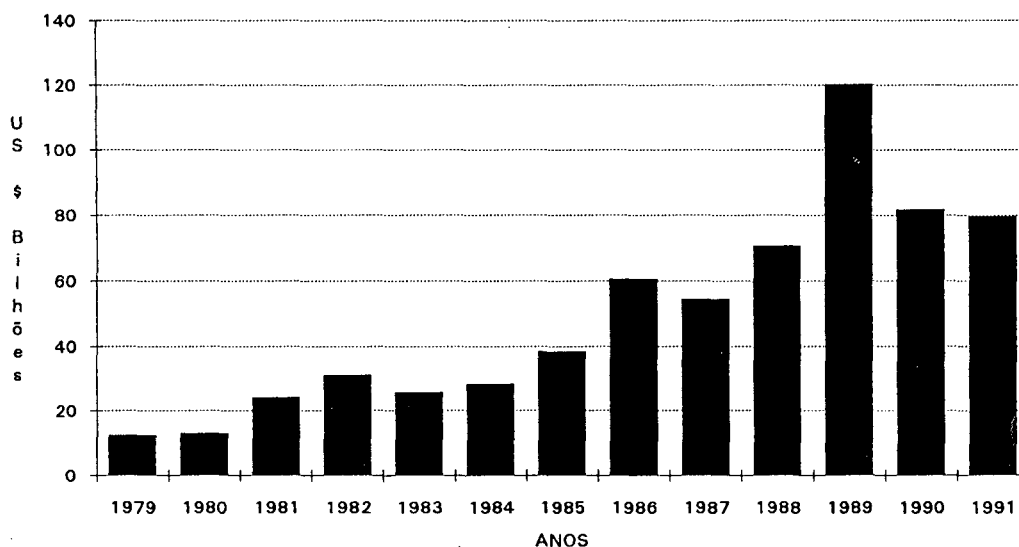
É nesse quadro que assume o presidente Fernando Collor de Mello. A expressiva votação obtida nas urnas lhe garantia a credibilidade necessária para atacar o problema da dívida interna, entre outros, sem consequências

desastrosas, pelo menos no curto prazo. De fato, no tocante à dívida interna, o plano econômico anunciado pela nova equipe econômica partia da premissa de insolvência do Tesouro Nacional e tinha como objetivo aliviar substancialmente a pressão financeira sobre ele, decorrente da dívida mobiliária federal, através da retenção de parte substancial dos ativos financeiros e monetários, incluindo aí os títulos públicos.

A consequência foi imediata. O estoque de títulos públicos em circulação, sob responsabilidade do Tesouro Nacional, que havia atingido cerca de US\$ 139 bilhões em março de 1990, começa, a partir daí, a apresentar uma trajetória decrescente até atingir cerca de US\$ 80 bilhões em julho de 1991, conforme pode ser observado no gráfico abaixo.

GRÁFICO I:

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL



FONTE: Bacen - Boletim Mensal, vários números

Vários fatores contribuíram para essa inversão de tendência. Como é comum nos períodos que se sucederam a todos os planos econômicos, ao longo da década de 80, desde a prefixação decretada por Delfin Neto em 1980, desta vez também ocorreu um crescimento da demanda por meios de pagamento, no seu conceito mais restrito (M1). Este fato permitiu um aumento nominal na emissão de papel-moeda, elevando a sua participação no total dos haveres financeiros.⁽¹⁸⁾ Dentre as principais razões para esse fato, pode-se destacar:

- A retenção dos ativos gerou uma falta de confiabilidade nos instrumentos de captação de poupança, o que fez com que as pessoas preferissem, num primeiro momento, reter mais papel-moeda;

- O fim das aplicações ao portador acabou por gerar a necessidade de se demandar mais papel-moeda com a finalidade de dar continuidade aos negócios no segmento da economia informal;

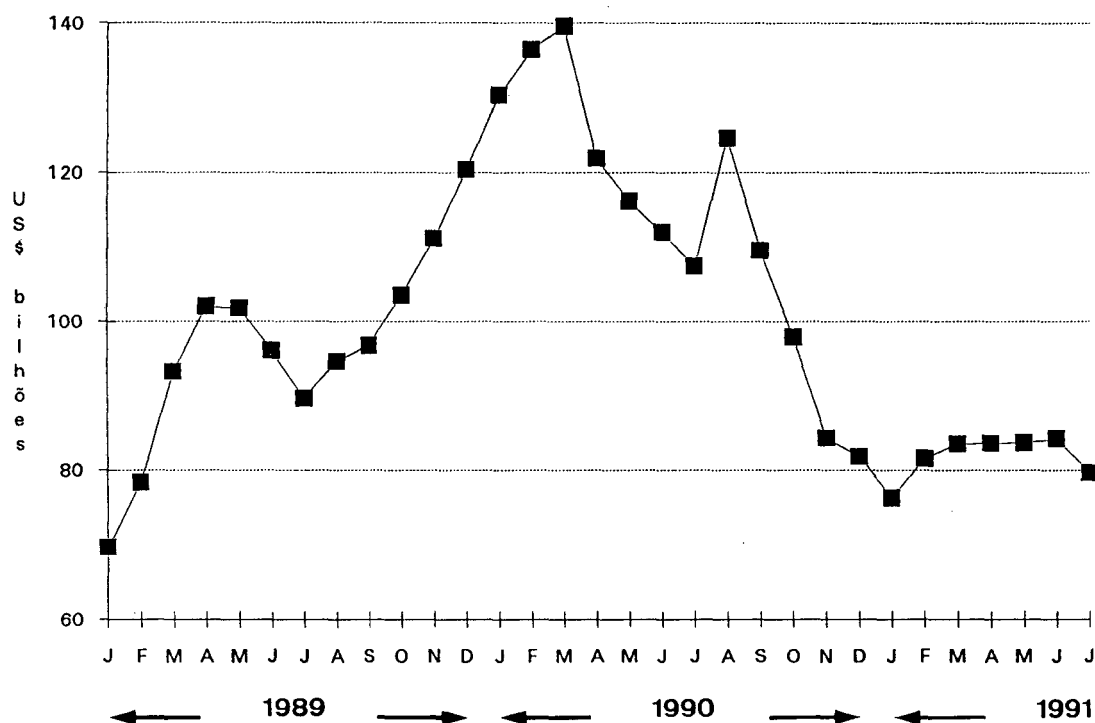
- A exemplo dos outros planos, a estabilidade de preços, decorrente do congelamento, restaura a função de reserva de valor da moeda;

A redução do estoque de títulos públicos se dá, portanto, a partir do momento que esse processo de remonetização permite um resgate líquido de títulos. No entanto, como pode ser observado no gráfico II, no caso do

(18) No mês de março de 1990, dentre os componentes de M1, o papel-moeda em poder do público cresceu 237,4% contra 134,3% de expansão nos depósitos a vista do público junto à rede bancária. Por sua vez, a participação dos meios de pagamento (M1) no total dos haveres financeiros, que se concentrava em 6,8% no dia 13.03.90, elevou-se para 29,3% no final de março, quando foi mais intenso o processo de monetização. (ver Conjuntura Econômica, Vol. 44, Nos. 5 e 6 - Maio e Junho/90)

Plano Collor I, essa redução foi muito mais acentuada e duradoura. Contribuiu para isso, num primeiro instante, a não computação da correção monetária sobre as Letras do Tesouro Nacional, durante o feriado bancário de 03 dias que antecedeu ao anúncio do choque, o que representou uma redução de quase 8,0% no estoque destes títulos, e a cobrança do imposto sobre capital (IOF), que chegou a representar uma redução de cerca de 9,0% sobre todo o estoque da dívida do governo.

FIGURA II
DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL - RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL
TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO - SALDO - FINAL DE PERÍODO



Além dos fatos acima, foi também fundamental a diversificação ocorrida no perfil do endividamento público nos meses que se seguiram ao plano, destacando-se a renegociação de dívidas de várias empresas estatais, incluindo a repactuação das debêntures Siderbrás. Note-se que tais

operações tem como objetivo proporcionar a recuperação financeira da empresa estatal cujo resultado final é um alívio sobre as pressões exercidas por estas empresas sobre as necessidades de financiamento do Tesouro Nacional.⁽¹⁹⁾

No entanto, deve-se descartar a idéia de que essa redução de estoque solucionou o problema da dívida pública interna. Este fato, aliado à redução forçada na taxa de juros sobre a dívida pública bloqueada, deve ser interpretado apenas como um fator positivo nas condições da política fiscal, uma vez que alivia sensivelmente as pressões exercidas pelos juros da dívida mobiliária sobre o total das despesas. Isso não substitui, no entanto, o ajuste fiscal necessário para eliminar definitivamente o problema da dívida interna. Indica apenas que as condições para a sua administração são melhores em meados de 1991 do que no final dos anos 80.

A conclusão, portanto, é que o grande problema da dívida interna continua sendo fiscal. O estoque acumulado da dívida interna ainda é grande em relação ao superávit primário gerado. Além disso, a qualidade do superávit é fundamental para a solução da crise fiscal que exige a obtenção de superávits de caráter permanente e estrutural. Embora este ajuste de "fluxo" não seja suficiente para resolver um problema do "estoque", é condição essencial para gerar a credibilidade necessária que possibilite um alongamento voluntário no perfil dessa dívida, o que, além de melhorar as condições de sua administração, recuperaria plenamente os mecanismos de execução da política monetária.

(19) Como o Tesouro Nacional é avalista de financiamentos contraídos por várias empresas estatais, principalmente no exterior, este é obrigado a efetuar transferências de capital a estas empresas para cobrir encargos financeiros decorrentes de suas dívidas. A colocação ou repactuação de debêntures junto ao mercado visa criar condições financeiras favoráveis a geração de recursos próprios para arcar com tais compromissos, aliviando as pressões sobre o Tesouro Nacional.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As elevada taxa inflacionária com que a economia brasileira tem convivido nos últimos anos têm incentivado a adoção de uma série de planos econômicos com o objetivo de eliminá-la ou no mínimo reduzi-la a níveis suportáveis. A conjugação desses fatos explica, por sua vez, as constantes alterações no comportamento dos agentes econômicos. No tocante a demanda por ativos monetários, o presente trabalho procurou enfatizar as razões que levaram a população brasileira a substituir o papel-moeda por títulos públicos, que por apresentarem altíssima liquidez, possuíam as características de uma moeda indexada, ou seja, mantinham uma das condições essenciais de qualquer moeda que é a reserva de valor. Esse fato acabou por provocar uma grande alteração nas condições de administração das finanças públicas.

A partir do momento que as pessoas passam a rejeitar o papel-moeda como reserva de valor e o substituem por títulos públicos indexados, o governo acaba perdendo um dos mais importantes meios de financiar os seus déficits orçamentários. Na realidade, dada a restrição de créditos externos a partir de 1982, a única fonte de financiamento do déficit público acaba sendo a colocação de títulos públicos.

Esta constatação levou muitos economistas a afirmarem que a tendência da taxa real de juros seria sempre crescente, dada a necessidade do setor público de competir com o setor privado pela poupança disponível no mercado. Esse fato criaria uma relação de duplo sentido entre a dívida e o déficit público, já que um aumento dos juros geraria uma elevação nas

despesas financeiras do setor público, que por sua vez exerceria uma pressão sobre o déficit público. Esta parcela financeira do déficit público levou alguns economistas a afirmarem que o seu impacto sobre a economia seria muito diferente daquele provocado por um déficit primário, decorrente de gastos em investimento ou consumo.

A idéia central do nosso trabalho está calcada numa observação empírica das condições do endividamento público nos anos 80. Observou-se que, ao contrário do que previam os analistas, a pressão sobre a colocação líquida dos títulos públicos não se traduziu em elevadas taxas reais de juros. Ao contrário, na maioria dos meses analisados, a taxa real de juros quando calculada por um índice que expresse a inflação do mês corrente, foi negativa. A explicação para a aceitação de uma taxa negativa por parte dos poupadores se fundamenta justamente no fato dos títulos públicos serem vistos como uma moeda indexada e, dessa forma, os seus detentores estarem dispostos a aceitarem um certo imposto inflacionário. A idéia básica é que qualquer rendimento oferecido pelos títulos é melhor que o rendimento do papel-moeda que é o inverso da taxa de inflação.

Quanto ao crescimento da dívida pública, observou-se que, apesar das taxas de juros reais negativas, a sua tendência era explosiva. No entanto, o Plano Collor I conseguiu inverter essa tendência através de uma série de artifícios, destacando-se a não computação da correção monetária sobre as LTNs no feriado bancário que antecedeu a decretação do Plano, o imposto sobre os ativos financeiros e a diversificação do endividamento nos meses seguintes ao Plano.

No entanto, a queda verificada no estoque da dívida pública interna, apesar de permitir melhores condições para sua administração, não resolve o problema de forma definitiva. A restrição orçamentária do setor público nos indica uma situação onde a geração de superávits primários seria a única alternativa para o setor privado adquirir a credibilidade necessária para alterar o perfil dessa dívida e recuperar as condições de se praticar uma política monetária ajustada aos objetivos de política econômica.

A conclusão, portanto, é que a dívida pública continua elevada quando comparada ao superávit primário. A ausência de um ajuste fiscal de caráter permanente continuará criando nos agentes econômicos a sensação de que a crise fiscal não foi solucionada e que, em decorrência disso, a dívida interna permanecerá como o único instrumento de financiamento à disposição do setor público.

BIBLIOGRAFIA

ALVES, S.R. "Tratamento da Correção Monetária dos Juros da Dívida Interna", *Revista de Economia Política*, Vol.9, No. 35, Julho-Setembro/1989.

ARIDA, P e RESENDE, A.L. "Recessão e Taxa de juros: O Brasil nos primórdios da Década de 1980". *Revista de Economia Política*, Vol.5, No.1, Janeiro-Março/ 1985.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim Mensal*, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Programa econômico*, vários números.

BARBOSA, FERNANDO H. " Ensaaios Sobre Inflação e Indexação", *EPGE-FGV, Série Pesquisas*, No. 2, 1987.

BARBOSA, FERNANDO H. "Inflação, Indexação e Orçamento do Governo", *Ensaaios Econômicos, EPGE/FGV*, No.94, 1987.

BARRO, ROBERT. "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, 1974.

BATISTA JR., PAULO N. "Déficit e Financiamento Do Setor Público Brasileiro: 1983-1988", *Revista de Economia Política*, Vol. 10, No.40, Outubro-Dezembro/1990.

BATISTA JR., PAULO N. "As verdadeiras Origens da crise no Setor Público", *Gazeta Mercantil*, 19/01/90.

BELLUZO, LUIZ G. M. "Financiamento Externo e Déficit Público" in *Déficit Público*, Instituto de Economia do Setor Público - IESP/FUNDAP , Textos para discussão No. 15, S. Paulo, Set/ 1988

BLANCHARD, O.J. " Current and anticipated Deficits, Interest rates and Economic Activity." Cambridge, M.I.T, mimeo, jul 1983.

BRESSER PEREIRA,L.C. " Os limites da Política Econômica", *Revista de Economia Política*, Vol.8, No.3, Julho-Setembro/ 1988.

BRESSER PEREIRA,L.C. " Da Crise Fiscal à Redução da Dívida", mimeo, 1988.

BRESSER PEREIRA, L.C. e DALL'ACQUA, F. " Composição Financeira do Déficit Público Brasileiro". *Revista de Economia Política* Vol.7, No. 2, Abril-Junho/1987

BRANDÃO, CARLOS. " A Dívida Pública Interna: Problemas e Soluções", *Cadernos IBCB*, No.14, 1990.

BUITER, W. H. "Government Deficits Reinterpreted", *Economy Policy*, November, 1985.

BERNANKE, B.S. and BLINDER, A.S. "Is it Money or Credit, or Both, Or Neither? *AEA Papers and Proceedings*, May, 1988.

CARDOSO, E e REIS, E.J. " Deficits, Dívidas e Inflação no Brasil", *PPE*, Vol. 16, No. 3, Dezembro/ 1986.

COSTA, M.H; PEREIRA, L.M.A e SILVA, C.R.L. " Medidas do Déficit Público: Variações em Torno dos Principais Conceitos" *FGV/IBRE, mimeo, 1988*

CYSNE, R. " O déficit Nosso de Cada Dia", *Conjuntura Econômica*, No.35, Agosto/1985

DALL'ACQUA, F.M. " Imposto Inflacionário: Uma análise para a Economia Brasileira", *Revista de Economia Política*, Vol. 9, No. 35, Julho-Setembro/1989.

EISNER, ROBERT, "How Real is the Federal Deficit? New York, *The Free Press*, 1986.

FISHER, IRVING. " The Theory of Interest", The MacMillian Company, New York, 1930.

FRAGA NETA, A. "Problemas do Controle Monetário no Brasil." *Revista de Economia Política*, Vol.8, No.1, Janeiro-Março/ 1988.

FRAGA NETO, A. e RESENDE, A.L. " Déficit, Dívida e Ajustamento: Uma Nota sobre o Caso Brasileiro". *Revista de Economia Política*, Vol.5, No.4, Outubro-Dezembro/1985.

GIAMBIAGI, FABIO. "Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: Uma Reavaliação.", *Revista Brasileira de Economia*, Vol.43, No.1, Janeiro-Março/1989.

GIAMBIAGI, FABIO e SILVEIRA, CAIO C.L.P. "Dívida Externa, Encargos Financeiros e seu Impacto no Déficit Público: Uma Reavaliação", *Inst. Econ. Ind., UFRJ, mimeo, Jan/1989*, versão preliminar.

KEYNES, J.M. " A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda." *Série Os Economistas*, Nova Cultural, 1985.

KEYNES, J.M. " *Monetary Reform*". New York, Harcourt & Brace, 1924

LIPIETZ, ALAIN. "Dívida, Senhoriagem e Inflação em Economia do Tipo Brasileiro" *Revista de Economia Política*, Vol.11, No.41, Janeiro-Março/1991.

LOZARDO, ERNESTO (ORG) " Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural", Paz e Terra, 1987.

MARTINS, M.A.C; FARO, C. e BRANDÃO, A.S.P "Juros, Preços e Dívida Pública: A Teoria e o Caso Brasileiro". Pesquisas EPGE-FGV, No.3, 1991.

MARTONE, C.L. " As OTNs e os limites da Política Monetária, FIPE, mimeo, Maio/ 1988.

MESSEMBERG, R.P. "Endividamento Interno do Setor Público, Déficit e Financiamento Inflacionário". USP, Dissertação de Mestrado, 1990.

MOURA, A. e BRANCO, R.C. "Taxa de Juros no mercado Financeiro", ANDIMA- Cadernos de Debates, Novembro/1984.

MOREIRA, M. M. " A Determinação da Taxa de Juros em uma Economia Financeiramente Aberta", EPGE-FGV, Série Teses, No. 16, 1988.

PASTORE, A.C. " A Reforma Monetária do Plano Collor", São Paulo, IPE-USP, mimeo, maio/1990.

REZENDE, ANDRE LARA. "A LBC e o Mercado Aberto", ANDIMA, Painel de Debates, Rio de Janeiro, 28/05/87.

SALAMA, PIERRE. "Dolarização: Ensaio sobre a moeda, a industrialização, e o endividamento dos países subdesenvolvidos." Nobel, 1989.

SIMONSEN, M.H. " A Conta Corrente Do Governo: 1970/88", mimeo, 1988.

SPAVENTA, LUIGI. " The Growth of Public Debt", International Monetary Fund, Staff Papers, Vol.134, No.2, Janeiro/1987.

TOBIN, JAMES. "Acumulação de ativos e Atividade Econômica". São Paulo, Vértice, 1987.

TOBIN, JAMES. "Budget Deficits, Federal Debt and Inflation". Toward a Restructuring of Federal Budgeting, 1985.

TOLEDO, Joaquim E.C. "Indexação da Dívida Pública e Reforma Monetária". Revista de Economia Política, Vol.6, No. 2, Abril-Junho/1986.

VEITCH, JOHN. "Repudiations and Confiscation by The Medieval State", Journal of Economic History, XLVI(1), 1986.

WERNECK, ROGÉRIO L.F. "Empresas Estatais e Política Macroeconômica" Rio de Janeiro, Editora Campus, 1987.

WERNECK, ROGÉRIO L.F. " *Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise financeira do Setor Público*", Pesquisa e Planejamento Econômico, Rj, Vol. 16, No. 3, dez/1986.

ZINI JUNIOR, A.A. " Fundar a Dívida Pública", Cadernos IBCB, No. 15, São Paulo, 1990.

ZINI JR, A.A; MONTORO FILHO, A.F. e LUQUE, C.A. " Gasto Público, Déficit e Financiamento no Brasil", Cadernos IBCB, No. 21, 1991.