

Parte 1

Capítulo 2

História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais

Guilherme Binato Villela Pedras

1 Introdução

O período que se inicia em 1964 até os dias atuais tem sido marcado por profundas transformações na estrutura da dívida pública, tanto interna quanto externa. Não só o estoque dessas dívidas sofreu considerável aumento, como suas estruturas passaram por grandes avanços, cujo entendimento é fundamental para se ter uma perfeita avaliação da situação do endividamento público brasileiro.

A história da dívida pública é ainda particularmente interessante para melhor conhecer os diversos ambientes econômicos – internos e externos – enfrentados pelo país nos últimos anos, na medida em que tais eventos têm impacto direto sobre seu tamanho e sua composição. Este capítulo traça a evolução da dívida pública brasileira, não somente sob o aspecto quantitativo, mas também ilustrando os avanços obtidos sob o ponto de vista institucional.

Embora do ponto de vista macroeconômico haja um claro inter-relacionamento entre os comportamentos observados nas dívidas interna e externa, ao se olhar para os eventos ocorridos percebe-se que ambas experimentam dinâmicas e fatos motivadores próprios. Por exemplo, as origens da crise da dívida externa no início dos anos 1980 estão concentradas eminentemente nos fatores externos, da mesma forma que a substancial elevação no estoque da dívida interna na segunda metade dos anos 1990 está intrinsecamente relacionada a fatores domésticos. Por esse motivo, e a despeito da óbvia conexão entre ambas as dívidas, para maior clareza de exposição optou-se por separar este capítulo em duas seções distintas, além desta Introdução.

A segunda seção deste capítulo descreve a evolução da dívida interna, relacionando-a com os eventos macroeconômicos ocorridos no período. Ilustra, ainda, alguns aspectos institucionais relevantes ao se buscar melhor entender os fatos relacionados à Dívida Pública Federal interna (DPFi). A leitura desta seção é particularmente interessante quando observamos que algumas decisões tomadas no passado possuem estreita relação com restrições atuais na política econômica.

A terceira seção trata da evolução e dos eventos relacionados à dívida externa, mostrando as diversas etapas experimentadas pelo país e buscando explicar as razões da crise da dívida nos anos 1980, bem como sua superação e a retomada das emissões voluntárias, até culminar com o ambiente de relativa tranquilidade experimentado atualmente na administração da dívida externa.¹

¹ Séries históricas para os diversos indicadores da Dívida Pública Federal citados neste capítulo, bem como para os principais agregados econômicos do país encontram-se no Anexo Estatístico, ao final deste livro. Nele se pode encontrar uma excelente referência de dados para trabalhos futuros.

2 Dívida Pública Federal interna (DPFi)

Segundo a literatura econômica, existem quatro objetivos básicos pelos quais é economicamente justificável a existência de dívida pública: (i) financiar o déficit público; (ii) propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária (no caso específico da dívida interna); (iii) criar referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, uma vez que as emissões públicas, dados seu alto volume e menor risco de crédito, servem como referência para a precificação de dívida privada; e (iv) propiciar a alocação de recursos entre gerações, na medida em que (a depender do prazo dos instrumentos de financiamento) à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos oriundos do endividamento. Como será visto adiante, a história da administração da DPFi no Brasil representa uma evolução desses objetivos listados anteriormente, do primeiro ao último.

O primeiro objetivo, ainda nos anos 1960, foi a criação de instrumentos que permitissem o financiamento dos investimentos públicos sem que fossem geradas pressões inflacionárias. Ultrapassada essa fase, os esforços concentraram-se no sentido da criação de um instrumento mais adequado à realização da política monetária. A padronização e a colocação sistemática de títulos, já na década de 1990, criaram condições para o atendimento da terceira função da dívida pública e, no caso do Brasil, tendo em vista as turbulências por que passou a economia e as estratégias adotadas para se acessar o mercado, essa função nem sempre foi atingida. No que se refere ao quarto objetivo, apenas em 2000 foram dados passos mais efetivos nessa direção, com a emissão de títulos de vinte e trinta anos.

Um ponto de inflexão marcante na história do endividamento público interno deu-se com a posse de Castello Branco na Presidência da República. Até 1964, as emissões tinham como objetivo o financiamento de projetos específicos. A partir daquele ano, o governo empreendeu uma série de reformas que vieram a alterar profundamente o mercado de capitais no Brasil e que buscavam assegurar os objetivos antes mencionados. Tais mudanças apresentaram, de fato, impactos significativos sobre a dívida pública, na medida em que, pela primeira vez, se buscou montar um mercado de títulos públicos de forma estruturada.

Esta seção explica as razões históricas que levaram a Dívida Pública Federal interna a ter o padrão atual, tanto em termos de volume quanto de composição, e mostra que a evolução da DPFi no Brasil a partir de 1965 refletiu não somente as decisões de governo, mas foi profundamente influenciada pelos ambientes macroeconômicos de cada período.

Esta seção será ainda subdividida em três subseções. A primeira, abrangendo o período que se inicia em 1964, contempla as medidas tomadas para desenvolver o mercado de capitais no Brasil, no intuito de permitir que a dívida pública pudesse atingir os objetivos antes elencados. A segunda se inicia em meados da década de 1980, quando a deterioração das contas públicas trouxe a necessidade de dar maior importância à questão fiscal, motivando novas mudanças institucionais. A terceira engloba os anos mais recentes e mostra os esforços da administração da dívida no sentido de aprimorar sua composição.

2.1 1964-1986: a construção de um mercado de dívida

O ano de 1964 representou um marco na história brasileira, tanto do ponto de vista político quanto econômico. O governo Castello Branco estava determinado a gerar um padrão de desenvolvimento sustentável para o país, empreendendo, para isso, diversas políticas de modernização da economia. Para viabilizar essas intenções, em 1965 foi estabelecido o Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg), o qual tinha como um de seus objetivos a redução das taxas de inflação verificadas nos anos anteriores, redução esta a ser viabilizada por meio de política monetária restritiva e de ajuste fiscal. A amplitude das mudanças contempladas no Paeg

trazia a necessidade de reformas no sistema financeiro nacional e, dentro destas, o desenvolvimento de um mercado eficiente de títulos públicos.

Entre os objetivos do Paeg, poderiam ser citados:² (i) a obtenção de recursos adicionais para a cobertura dos déficits da União; (ii) o estímulo à poupança individual; e (iii) a criação de um mercado voluntário para os títulos públicos. Esses motivos deixam clara a importância que deveria ser dada à formação de um eficiente mercado de títulos públicos. Nesse contexto, foram introduzidas diversas modificações na economia brasileira, em particular em áreas que se relacionam diretamente com a dívida pública, como as reformas do sistema fiscal e do sistema financeiro. Cabe destacar a edição das Leis nº 4.357, de 16/07/1964, que criou a correção monetária, e nº 4.595, de 31/12/1964, que instituiu a reforma bancária, criou o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional (CMN).³

Conforme pudemos ler no capítulo anterior, até o advento dessas reformas, a dívida pública apresentava-se sob a forma de uma grande diversidade de títulos públicos, nominativos, emitidos para as mais diversas finalidades e com reduzida credibilidade junto ao público. Além disso, em meados da década de 1960, as taxas de inflação encontravam-se já na casa dos 30% anuais. A conjugação desses fatores veio contribuir para a necessidade de uma completa reformulação da política de endividamento público no Brasil.

É interessante aqui observar que, na origem das medidas que buscavam o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, em especial quando da criação do Banco Central do Brasil, havia objetivos duplos no que se refere às políticas voltadas para a administração da dívida pública. As medidas tomadas tinham como meta básica a constituição de um mercado eficiente de títulos públicos para propiciar tanto a demanda para o financiamento dos déficits públicos quanto a viabilização das operações de política monetária. Entre as atribuições definidas para o Banco Central pela Lei nº 4.595 estava, em seu art. 10, “efetuar, como instrumento de política monetária”, operações de compra e venda de títulos públicos federais. De fato, ao final dos anos 1960, foram tomadas as principais medidas que propiciaram o desenvolvimento de um amplo mercado de títulos federais no país e que visavam, explicitamente:⁴

- à obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, assim como para a realização de investimentos específicos, não contemplados no orçamento;⁵
- à consolidação das operações de mercado aberto;
- ao giro da Dívida Pública Mobiliária Interna da União.

Dessa forma, cabia ao Banco Central a utilização de títulos públicos tanto para a realização de política monetária como para o financiamento da dívida pública.

Uma das medidas destinadas a aprimorar o mercado de títulos públicos foi a instituição da correção monetária, a qual buscava evitar para o investidor as perdas advindas da crescente inflação. De fato, para atingir o objetivo de criar um mercado desenvolvido e líquido de títulos públicos, estes deveriam oferecer proteção contra a perda do poder aquisitivo da moeda, fazendo com que a escolha, pelo investidor, de um

² Campos, 1994.

³ Vale mencionar que, a despeito da criação do Banco Central como autoridade monetária, o Banco do Brasil, já existente, também realizava funções típicas de política monetária, uma vez que tinha, na prática, poderes para criar moeda.

⁴ Banco Central – Gerência da Dívida Pública, Relatório de Atividades, 1972.

⁵ É interessante mencionar que essa época correspondeu a um grande crescimento da economia, de forma que obter recursos para investimento público era uma prioridade do governo.

título indexado à inflação fosse a solução natural. Assim, o primeiro instrumento padronizado de dívida pública foi a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), instituída legalmente pela Lei nº 4.357/64 e pelo Decreto nº 54.252/64.

A criação dos títulos com correção monetária, na medida em que protegia os investidores das perdas representadas pela inflação, representou um grande impulso ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil. Conforme argumenta Garcia,⁶ *The existence of indexed public debt held by private savers on a voluntary basis defined a bedrock for the development of financial markets in Brazil in the following years.*

Tendo em vista esse ambiente, a dívida pública apresentou, nesses anos, elevadas taxas de crescimento, tanto em volume absoluto quanto em percentual do PIB. Enquanto a DPFI representava cerca de 0,5% do PIB em 1965, terminou o ano de 1969 com participação próxima a 4%.⁷ Esse fato é ainda mais marcante ao se observar que a economia cresceu a taxas extremamente elevadas no mesmo período.

A despeito do grande crescimento da dívida pública nesses anos, as emissões ainda não eram realizadas em volume suficiente para atender às necessidades de cobertura dos déficits orçamentários. Conforme mostra a tabela a seguir, até 1968 o Banco Central era um importante financiador das necessidades fiscais do governo.

(Em percentual do PIB)

Ano	Títulos em circulação	Déficit da União	Colocação líquida de ORTN	Financiamento pelo público (em % do total do financ.)
1964	0,2%	3,2%	0,2%	10,3
1965	1,2%	1,6%	0,9%	54,5
1966	2,6%	1,1%	1,2%	132,4
1967	3,5%	1,7%	0,6%	32,3
1968	3,5%	1,2%	0,1%	12,1
1969	4,4%	0,6%	0,6%	235,6
1970	5,8%	0,4%	1,3%	212,9
1971	6,6%	0,3%	1,3%	600,6
1972	8,8%	0,2%	2,3%	1605,0

Fonte: Relatório de Atividades Bacen/Gedip, 1972

Apenas a partir de 1969 o financiamento para o público já era tal que excedia as necessidades fiscais do governo, cabendo ao crescente endividamento basicamente a tarefa de criar um eficiente mercado de títulos públicos para viabilizar a condução da política monetária. Vale ressaltar que a parcela do déficit não financiada por meio de emissão de títulos em mercado o era pela colocação de títulos para a carteira do Banco Central, que, dessa forma, funcionava como um financiador do governo. Como será argumentado adiante, esse aspecto particular no relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária tem apresentado considerável evolução até os dias atuais.

Percebe-se, então, que essa fase terminou com o primeiro dos quatro objetivos da dívida pública (financiamento do déficit público) já tendo sido atingido, restando a criação de políticas que viabilizassem a obtenção do segundo objetivo, qual seja, propiciar instrumentos adequados para a realização da política monetária.

⁶ Garcia, 1998.

⁷ Andima, *Séries históricas – dívida pública*, 1993.

Àquela época, as ORTNs representavam o único instrumento disponível ao governo para execução tanto da política monetária quanto da política de dívida. Na medida em que o mercado ganhou volume suficiente no início da década de 1970, o Banco Central julgou importante a criação de outro título mais apropriado às funções de política monetária. Assim, foram editados o Decreto-Lei nº 1.079, de 29/01/1970, e a Resolução nº 150 do CMN, de 22/07/1970, que criava as Letras do Tesouro Nacional (LTNs) para fins de política monetária. Tais mudanças representaram um considerável avanço no mercado de títulos públicos no país. Segundo Edésio Ferreira:

Nevertheless, there was still a need for complementary measures for the public debt security market to attain the objectives stipulated within the scope of monetary policy. There was therefore a need to establish a short-term security, not to make up for deficits on the handling of the debtor financing budgetary unbalances, but with necessary requisites to absorb possible surplus liquidity in the system, and even transforming it into a second-line reserve for the commercial banks through the mechanism of reserves exchange.⁸

Os anos do final da década de 1960 e início da década de 1970 foram particularmente positivos para o país. As taxas de crescimento da economia apresentavam níveis bastante elevados, seja para os padrões históricos brasileiros seja para os padrões internacionais,⁹ e a inflação apresentava níveis ainda inferiores aos observados na segunda metade da década anterior. Nesse contexto, fica fácil perceber o sucesso experimentado pela política de endividamento nos primeiros anos da década de 1970, o que fez do período um ponto singular na história da Dívida Pública Federal interna.

Nesses anos, iniciou-se a emissão regular de títulos prefixados, inaugurando-se, inclusive, processo de colocação desses títulos por meio de oferta pública a preços competitivos (leilão). Ainda, nos primeiros anos da década de 1970, a participação das LTNs experimentou um vigoroso aumento no total da dívida, reflexo do maior uso desse instrumento na execução da política monetária, associado ao fato de que ele passou a ser mais ativamente usado por meio de operações de mercado aberto. De fato, enquanto ao final de 1970 as LTNs representavam apenas 5% do estoque da dívida, em 1972 já representariam 33,6% (e sua participação continuaria a crescer até a segunda metade da década). Nesse período, agora sim, a dívida pública passou a ser não somente um instrumento de financiamento do governo, como também uma importante aliada na condução da política monetária.

Entretanto, a partir de meados da década de 1970, o país começou a sentir os efeitos do primeiro choque do petróleo. Em 1974, as taxas de inflação foram duplicadas em relação ao ano anterior, assim como as taxas de crescimento interromperam o padrão até então verificado para algo em torno de 5% a.a. À medida que a inflação ia aumentando, os investidores voltavam a preferir as ORTNs, que possuíam correção monetária, em detrimento das LTNs. Esse comportamento verificou-se durante todo o restante da década. Dessa forma, a participação dos instrumentos prefixados, que havia chegado a 52% em 1977, ao terminar a década encontrava-se em 41%, e cairia ainda mais nos anos seguintes.

Na década de 1980, a situação agravou-se com a eclosão do segundo choque do petróleo em 1979. Nesse momento, a inflação atingiu patamares sem precedentes, alcançando a barreira dos três dígitos, e as taxas de crescimento da economia começaram a enveredar para o terreno negativo.¹⁰ Iniciava-se a chamada “década perdida”. Do ponto de vista da DPF, a consequência foi a manutenção, durante toda a primeira metade dos anos 1980, da preferência dos investidores por ORTNs, dadas as expectativas com relação à inflação. Em paralelo, iniciou-se o processo de redução do prazo dos títulos prefixados ofertados ao mercado.

⁸ Ferreira, 1974.

⁹ No período de 1968 a 1974, a economia brasileira cresceu a uma taxa anual média de 10,8%.

¹⁰ Em 1981, auge da recessão, a economia chegou a cair 4%.

Ao final de 1983, as ORTNs já representavam novamente o principal instrumento de dívida pública em poder do público, constituindo 96% desta, ou seja, voltando aos mesmos níveis da década de 1960. Como efeito positivo desse movimento, pela troca de títulos prefixados (LTNs), mais curtos, por indexados à inflação (ORTNs), mais longos, verificou-se o aumento do prazo médio da dívida, que passou de 15 meses em 1972 para 26 meses ao final de 1983.

As soluções encontradas àquela época para lidar com a dificuldade de refinanciamento dos títulos em mercado foram, concomitantemente, a redução dos seus prazos e a maior colocação de instrumentos pós-fixados, sem contemplar, ainda, soluções alternativas às tradicionalmente utilizadas, o que viria a acontecer em 1986.

Os anos de 1984 e 1985 apresentaram crescimento mais acentuado, com o país se expandindo a 5,4% e 7,8%, respectivamente. Apesar disso, o déficit público não foi controlado, e o recrudescimento da inflação obrigou o governo a implementar uma política monetária restritiva, levando as taxas reais de juros a patamares historicamente altos (em torno de 10% a.a.). O insucesso no combate à inflação pelas vias ortodoxas começava a estimular o desenvolvimento de alternativas para se lidar não só com a inflação, mas também com o endividamento público. Ainda, a situação fiscal implicava a necessidade de se reforçar a estrutura institucional, com o intuito de conter os elevados déficits públicos.

Cabe destacar que, em 1985, embora os instrumentos ofertados em mercado continuassem sendo os mesmos leiloados no início da década (LTN e ORTN), seus prazos apresentaram redução e suas taxas passaram a refletir a crescente inflação. Ainda mais relevante, os dados de composição da dívida indicaram uma sensível alteração, de forma que, ao final daquele ano, as ORTNs representavam 96,6% do total da dívida em poder do público, ante 58,8% em 1979. Da mesma forma, o prazo médio, que chegou a atingir 31,2 meses em abril de 1983, passou para 10,4 meses ao final de 1985, o menor valor observado até então.

Vale mencionar que essa política só foi possível tendo em vista o relativamente reduzido estoque de dívida.¹¹ Caso o nível de endividamento fosse elevado, uma redução em seu prazo poderia levar à percepção de insolvência por parte dos demandantes de títulos públicos, agravado pelo fato de que o país estava vivendo uma crise cujas dimensão e duração não eram ainda conhecidas.

2.2 A dívida pública interna após 1986 e as mudanças institucionais

As dificuldades fiscais existentes em meados da década de 1980 acarretaram a necessidade de mudanças na estrutura institucional da área fiscal. O ano de 1986 representou um marco fundamental no aspecto institucional da administração da dívida pública brasileira, com a adoção de medidas profundas visando a um maior controle fiscal, como a extinção da Conta Movimento¹² – utilizada para o suprimento dos desequilíbrios de fundos do Banco do Brasil pelo Banco Central. Decidiu-se ainda pela criação da Secretaria do Tesouro Nacional, por meio do Decreto nº 92.452, de 10/08/1986, visando a centralizar o controle dos gastos públicos e, especialmente, a viabilizar seu controle mais efetivo.

A maior preocupação com a necessidade de controle e monitoramento da dívida interna, a qual vinha apresentando elevado crescimento nos anos anteriores em virtude da precária situação fiscal, aliada à percepção de que se fazia necessária uma distinção institucional entre as políticas monetária e de dívida

¹¹ Naquele momento, a relação dívida/PIB era inferior a 10%.

¹² A “Conta Movimento” possibilitava criação de moeda por parte do Banco do Brasil e, portanto, tornava esta instituição, na prática, uma autoridade monetária paralela ao Banco Central.

acarretaram a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda. O Decreto nº 94.443, de 12/06/1987 determinou a transferência das atividades relativas à colocação e ao resgate da dívida pública para o Ministério da Fazenda, onde essa função ficou a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional. Entre as funções dessa secretaria, regulamentadas pela Portaria MF nº 430, de 22/12/1987, estava explicitamente:

[...] efetuar o controle físico/financeiro da dívida emitida [...] determinar os títulos e os volumes das Ofertas Públicas, inclusive elaborando e publicando os editais, em estreito relacionamento com o Banco Central do Brasil [...] e [...] administrar o limite de colocação dos títulos [...]

Nesse contexto, e visando a separar ainda mais as atribuições de autoridade monetária e fiscal, foi elaborado o Decreto-Lei nº 2.376, de 25/11/1987, que estabelecia medidas de controle sobre a dívida pública, a qual só poderia ser elevada para cobrir déficit no Orçamento Geral da União (OGU), mediante autorização legislativa, e para atender à parcela do serviço da dívida não incluída no referido OGU. Apesar da separação de funções e da criação da Secretaria do Tesouro Nacional, este mesmo Decreto-Lei nº 2.376 estabeleceu que: “[...] se o Tesouro Nacional não fizer colocação de títulos junto ao público, em valor equivalente ao montante dos que forem resgatados, o Banco Central do Brasil poderá subscrever a parcela não colocada”. Em outras palavras, embora fosse um avanço institucional em relação à prática anterior, qualquer que fosse a necessidade de rolagem, esta seria passível de financiamento via Banco Central, bastando para isso que o mercado se recusasse a dar o financiamento.

O insucesso das políticas levadas a cabo pelo governo até então para o combate à inflação conduziu o governo a tentativas mais “heterodoxas”, que acabaram por influenciar as estratégias de administração da dívida nos anos seguintes. Logo no início de 1986, o país viveu a primeira experiência heterodoxa de combate à inflação. No início daquele ano, a elevação das taxas de inflação e do endividamento público eram motivo de preocupação para o governo, levando-o a adotar, em 28 de fevereiro, o Plano Cruzado, o qual congelou preços, decretou o fim da correção monetária e reduziu as taxas reais de juros. Essas medidas, aliadas à necessidade de reduzir os déficits fiscais, levaram o Banco Central, e não o mercado, a absorver as novas emissões de dívida, conforme permitido pela legislação em vigor, antes descrita.¹³

Tendo em vista a dificuldade na colocação de LTNs e a impossibilidade de colocação de ORTNs (agora denominadas OTNs) em mercado, dada a desindexação da economia por conta da extinção da correção monetária, o Banco Central optou por criar um título de sua responsabilidade. Assim, em maio de 1986, a falta de opções de instrumento levou o Conselho Monetário Nacional a autorizar a autoridade monetária a emitir títulos próprios para fins de política monetária. Foi então criada a Letra do Banco Central (LBC), a qual tinha como característica ímpar o fato de ser remunerada pela taxa Selic, com indexação diária.¹⁴ A ideia era limitar as emissões de LBCs ao volume de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional existente na carteira do Banco Central. Naturalmente, dadas as características do novo título e a conjuntura econômica da época, sua aceitação pelo mercado foi enorme.

Considerando o sucesso na colocação das LBCs, aliado à referida falta de opção de instrumentos de financiamento, e considerando a nova diretriz de separação das atividades fiscais e monetárias, o governo aproveitou a edição do já citado Decreto-Lei nº 2.376/87 e criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Tais títulos possuíam características idênticas às da LBC, sendo de responsabilidade do Tesouro Nacional e destinados especificamente para financiamento dos déficits orçamentários.

¹³ Nos anos de 1986 e 1987, a dívida na carteira do Banco Central atingiu respectivamente 68% e 72% do seu estoque total.

¹⁴ A taxa Selic é a taxa média ponderada das operações compromissadas por um dia, lastreadas em títulos públicos federais.

É importante avaliar sob uma perspectiva histórica o impacto da iniciativa de emitir títulos atrelados à taxa de juros diária. Como será mencionado adiante, esses títulos passariam a representar parcela considerável da DPFI, funcionando como um importante instrumento do governo na manutenção de sua capacidade de financiamento.

Com o insucesso do Plano Cruzado, o ano de 1987 marca o início de dificuldades ainda maiores na condução da política econômica, com o déficit público saindo do controle, além de problemas na área externa. De fato, a moratória da dívida externa ocorrida em fevereiro daquele ano gerou maior necessidade de financiamento via dívida interna.

Com a promulgação da Constituição em 1988, o Banco Central, que naquele momento estava proibido de emitir títulos, ficou também impedido de financiar o governo. Pela nova sistemática, o Banco Central só poderia adquirir títulos diretamente do Tesouro Nacional em montante equivalente ao principal vencendo em sua carteira. Tinha-se chegado assim à clássica forma de relacionamento entre autoridade monetária e autoridade fiscal. Posteriormente, em 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal tornou ainda mais rígida a legislação, ao estabelecer que as colocações para a carteira do Banco Central só poderiam ser efetuadas à taxa média do leilão realizado, no dia, em mercado, regra esta que permanece até os dias atuais.¹⁵

A despeito dos sucessivos choques heterodoxos introduzidos na economia desde 1986, as taxas de inflação permaneciam em níveis bastante elevados, assim como a incerteza em relação ao futuro próximo. Dessa maneira, em 1988 e 1989 praticamente não houve colocação de LTNs nem mesmo para a carteira do Banco Central, ilustrando o difícil momento pelo qual passava o país. Por sua vez, o financiamento público começou a ser efetuado com emissão de LFTs, sendo tal título durante esses dois anos praticamente a única forma de arrecadação de recursos, via emissão de títulos, para o governo. Nesse período, é interessante notar que esse instrumento de origem heterodoxa passava a ser fundamental para a solvência do país. Sua inexistência implicaria a necessidade de emissão de LTNs em prazos cada vez menores, o que levaria a aumento considerável no risco de refinanciamento da dívida.

A criação das LBCs, primeiramente, e a seguir das LFTs mostra que a busca por soluções não tradicionais para os problemas econômicos foi usada também na administração da dívida pública. A despeito disso, o prazo da dívida não foi alterado com a emissão desse instrumento de repactuação diária, de forma que, ao final da década, o prazo médio da dívida continuou reduzido, enquanto o percentual desta sobre o PIB representava o maior valor registrado até aquela data, indicando o crescente grau de vulnerabilidade do país ante as necessidades de refinanciamento.

Ao se iniciar o novo governo,¹⁶ em 1990, a situação do endividamento público era crítica, com o estoque de títulos em mercado representando 15% do PIB, recorde histórico, sendo a dívida composta praticamente por LFTs e com prazo médio de apenas cinco meses. Além disso, a inflação encontrava-se em níveis superiores a 1.000% ao ano, e o déficit primário havia atingido 1% do PIB no ano anterior.¹⁷

Tendo em vista esse pano de fundo, o governo do presidente Collor iniciou-se com o objetivo explícito de dar fim ao processo inflacionário e ao descontrole fiscal vivido pelo país nos últimos anos. O desgaste da política econômica mencionado anteriormente e a crítica situação da dívida pública daí decorrente conduziram

¹⁵ Nos primeiros anos, o Banco Central enviava propostas seladas aos leilões, agindo como se fosse mais uma instituição financeira. Posteriormente, a sistemática foi alterada, de forma que o Banco Central poderia receber em títulos a diferença entre o volume ofertado em leilão e o volume efetivamente colocado em mercado.

¹⁶ Em 15 de março de 1990, o então presidente José Sarney passou a faixa presidencial para Fernando Collor de Melo, primeiro presidente eleito pelo voto popular em quase trinta anos (o último havia sido Jânio Quadros, empossado em 31 de janeiro de 1961), após um longo período de eleições indiretas de presidentes militares.

¹⁷ Para maiores detalhes sobre a evolução das estatísticas macroeconômicas da época, ver Anexo Estatístico, ao final do livro.

às drásticas medidas representadas pelo Plano Collor em 1990, o qual, entre outras, determinou o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país, representando, para a dívida pública, impacto sem precedentes. Com esse artifício, o governo promoveu a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no Banco Central, rendendo $BTN^{18} + 6\%$ a.a. Ou seja, o estoque, antes remunerado pela taxa Selic, passou a ser remunerado a uma taxa muito inferior, gerando ganhos consideráveis para o governo. Além disso, a medida causou uma profunda redução na liquidez da economia, de forma que o Banco Central se viu forçado a recomprar as LFTs ainda em mercado. Esses dois fatos, aliados ao superávit primário obtido no primeiro ano do novo governo (mais de 4% do PIB), acabaram por conduzir a uma queda histórica no estoque da dívida em poder do público, de 82,5% em 1990.

Em 1991, com a inflação ascendente e dificuldade para emissão de LTNs, dada a credibilidade perdida pelo governo por conta do congelamento de ativos representado pelo Plano Collor, o Banco Central optou por criar um instrumento com características idênticas para fins de política monetária, o Bônus do Banco Central (BBC), instituído pela Resolução nº 1.780, de 21/12/1990. Nos primeiros meses de 1991, apenas esse título era ofertado ao público.

A partir de setembro de 1991, os valores referentes aos ativos congelados começaram a ser devolvidos, e, a partir de outubro, os recursos para pagá-los eram obtidos com novas emissões de títulos. Ao final do ano de 1991 foi criado um novo instrumento, regulamentado pelo Decreto nº 317, de 30/10/1991 e denominado Notas do Tesouro Nacional (NTNs), com diversas séries, a depender do indexador utilizado. Dentre os mais comuns destacam-se o dólar (NTN-D), o IGP-M (NTN-C) e a TR (NTN-H). Buscava-se diversificar os instrumentos para tentar ampliar a base de investidores, tentando garantir os recursos para pagamento das BTN-Es vincendas. A criação dessa diversidade de instrumentos reflete não apenas as turbulências passadas pela economia doméstica ao longo dos anos 1980 e início dos anos 1990, mas também a heterodoxia então dominante no plano macroeconômico.

Buscando dar mais um passo na direção da separação entre as atividades fiscais e monetárias iniciada na década anterior, em 1993 foram propostas algumas medidas, conhecidas como “Operação Caixa-Preta”. Tais medidas buscavam propiciar maior transparência no relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, efetuando, entre outras mudanças, a reestruturação da carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no Banco Central, dotando a autoridade monetária de instrumentos mais adequados à condução da política monetária. Outra medida foi o resgate antecipado de títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, com recursos obtidos via emissão de títulos do Tesouro em mercado, sendo um dos fatores responsáveis pela queda de 24% no estoque da carteira de títulos em poder do Banco Central naquele ano.

Ao longo desses anos da década de 1990, o governo continuava tentando debelar a inflação, que, naquele momento, já superava a casa dos 1.000% ao ano. Enquanto isso, as taxas de crescimento da economia continuavam muito baixas, com o país apresentando crescimento médio real negativo de 1,3% de 1990 a 1993. Buscando dar um fim a essa situação, em 1994 era lançado mais um plano heterodoxo, conhecido como Plano Real. Este partia do mesmo princípio dos planos anteriores, isto é, que existia um componente inercial na inflação brasileira, mas dessa vez buscava-se conciliar a esse aspecto alguns componentes da cartilha ortodoxa, como a manutenção de elevadas taxas reais de juros. Dessa vez a receita foi bem-sucedida e o país pôde, após muitos anos, viver momentos de inflação em níveis razoáveis e cadentes. A partir de 1995, a previsibilidade começava a voltar a fazer parte do cotidiano dos agentes econômicos. Certamente, esse aspecto iria impactar, de alguma forma, a estrutura da dívida pública interna.

¹⁸ As BTNs foram criadas em 1989 como instrumento de indexação da economia e eram corrigidas por um índice de inflação denominado Índice de Preços ao Consumidor (IPC), do IBGE.

Entretanto, a despeito do relativo sucesso na estabilização da inflação, a partir daquele ano a dívida começou a apresentar trajetória forte de elevação, o que pode ser explicado pela conjugação de alguns fatores, dentre eles: (i) a rígida política monetária da época, a qual acarretou uma taxa real de juros média no período extremamente elevada; (ii) o reduzido superávit primário, que se apresentava até negativo para alguns entes de governo; e (iii) a política de propiciar maior transparência às contas públicas, reconhecendo vários passivos que antes se encontravam disfarçados, como, por exemplo, o programa de saneamento das finanças estaduais e municipais e a capitalização de alguns bancos federais.¹⁹ De fato, nessa segunda metade da década de 1990, a DPMFi em mercado cresceu em média, em termos reais, à taxa de 24,8% a.a.

Na segunda metade da década de 1990, o reduzido prazo médio da dívida, aliado à política de maior transparência fiscal (contabilização dos “esqueletos” no estoque da dívida), fazia com que o alongamento passasse a ser parte fundamental na estratégia de endividamento. Por essa razão, em que pese o sucesso na estabilização econômica, as mudanças na estratégia de endividamento ao longo dos anos seguintes foram reflexo preponderantemente das turbulências por que passou a economia internacional no período.

Nos primeiros anos após o Plano Real, o governo logrou melhorar substancialmente a composição da dívida. Com a estabilidade econômica, ele elevou os volumes emitidos de LTNs, assim como paulatinamente buscou aumentar seus prazos ofertados em leilão, que passaram de um mês para dois e três meses de prazo. Em 1996, apenas LTNs de seis meses de prazo passaram a ser ofertadas em mercado. Os prazos desses títulos continuaram a ser elevados até que, ao final de 1997, o Tesouro Nacional conseguiu colocar em mercado títulos prefixados com dois anos de prazo. Após a eclosão da crise da Ásia, a opção imediata foi pela redução nos prazos, quando voltaram a ser ofertadas LTNs de três meses. Até esse momento, o governo tinha resistido a recorrer às LFTs. Apenas após a crise da Rússia o Tesouro Nacional decidiu voltar a emitir esse instrumento, interrompendo, momentaneamente, a emissão de títulos prefixados.

Ao longo desse período, a participação das LTNs, que se encontrava em menos de 1% ao final de 1994, passou para 27% em 1996, enquanto o estoque das LFTs chegou a desaparecer nesse mesmo ano. Entretanto, já a partir de 1997, com a eclosão da crise asiática e a despeito do sucesso na manutenção da estabilidade econômica, os avanços obtidos foram sendo revertidos, de forma que, ao final de 1998, o estoque de prefixados chegaria a apenas 2% do estoque total, enquanto as LFTs voltavam a representar quase metade desse estoque total.

Um dos motivos que explicam a não recuperação dos papéis prefixados na participação da dívida é, como esta cresceu muito, o aumento da percepção de risco de refinanciamento, de forma que o prazo médio desta teve de ser aumentado para não prejudicar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública. Dessa forma, evitou-se colocar títulos prefixados com prazos inferiores a seis meses, privilegiando instrumentos pós-fixados (em especial as LFTs) mais longos. Tal processo foi ajudado com a mudança no regime cambial em 1999, que, ao reduzir a volatilidade das taxas de juros, fez com que o risco de mercado da dívida pública, sob a ótica do governo, fosse também reduzido. De fato, a partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão foi aumentado para dois anos, enquanto as LTNs voltaram a ser emitidas com prazos de três e seis meses.

O ponto a destacar quanto a esse período é que, apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria esperado. As expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes (fundamental para um saneamento definitivo das contas públicas),

¹⁹ O box ao final desta seção descreve resumidamente tal programa.

aliadas às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram com que o estoque da dívida pública crescesse brutalmente no período. Esse fato gerou a necessidade de que seu prazo médio fosse elevado para evitar que o risco de refinanciamento a cada período ficasse muito grande.

Também a partir de 1999 o governo voltou a emitir títulos indexados a índices de preços (IGP-M). O objetivo era reforçar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando uma elevada demanda potencial representada pelos fundos de pensão. Desde então, tem-se observado um esforço no sentido de obter contínua melhoria no perfil da dívida federal interna, seja em termos de aumento do prazo, seja de uma maior qualidade na composição desta, buscando-se a redução na participação de títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic, o que vem acontecendo com sucesso desde 2003.

Ao final da década de 1980, dada a precária situação fiscal do país, o governo federal possuía dívidas contratuais vencidas com diversos credores. O processo de saneamento das contas públicas implicava encontrar uma solução para essa situação.

No início dos anos 1990, o governo deu início a um processo de reestruturação dessas dívidas por meio de sua securitização. Nesse processo, débitos oriundos da assunção de dívidas de estados e de empresas estatais foram repactuados e transformados em títulos públicos emitidos para os credores originais.

Enquanto representou um benefício para o governo, na medida em que permitiu a adaptação dos fluxos de pagamentos à sua capacidade de pagamento, contribuiu para o resgate da credibilidade do setor público como devedor. Para o credor, representou transformar uma dívida contratual, portanto sem liquidez, em instrumento passível de negociação em mercado secundário.

O Tesouro Nacional registrou os títulos emitidos para refinanciamento da dívida dos estados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, do Banco Central (Selic) e os referentes à assunção da dívida das empresas estatais, denominados Créditos Securitizados, na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), onde estão custodiados, sendo livremente negociados em mercado secundário.

Ainda nos anos 1990, os Créditos Securitizados foram, em conjunto com outros títulos da dívida pública, utilizados como moeda de pagamento no programa de privatização das empresas estatais, sendo, portanto, parte daquele conjunto de instrumentos que ficou conhecido como "moedas de privatização".

Em 1999, e dentro do processo de padronização dos instrumentos de dívida pública, o Tesouro Nacional passou a aceitar tais títulos como meio de pagamento na segunda etapa dos leilões de NTN-C e, mais recentemente, nos leilões de NTN-B. Não obstante essa possibilidade, o estoque dos Créditos Securitizados tem aumentado, em virtude, principalmente, da emissão regular de CVS, título que tem como origem a securitização de dívidas decorrentes do Fundo para Compensação das Variações Salariais (FCVS).

2.3 Os esforços para a melhoria do perfil da dívida

A partir de 2003, com a melhora na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia, tendo em vista a postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, iniciadas na segunda gestão do governo anterior, foi possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública.

De fato, ao final de 2002, a participação de títulos indexados à taxa Selic na dívida interna era de 60,8%, enquanto a participação de prefixados era de apenas 2,2%, e os títulos cambiais representavam 22,4%. A partir desse período, a administração da dívida passou a adotar diversas práticas visando ao

desenvolvimento do mercado.²⁰ Uma das medidas foi a adoção da concentração de vencimentos em datas específicas, objetivando o aumento da liquidez dos instrumentos. Reduziu-se o número de vencimentos ao tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles.

Para minimizar o risco de refinanciamento que seria gerado com a medida já citada, o Tesouro Nacional passou a implementar leilões de compra antecipada de títulos prefixados. Foram também instituídos leilões de recompra de títulos indexados à inflação, como forma de estimular a compra destes pelo mercado. Isto é, passava-se a dar aos detentores desses papéis a possibilidade de saírem de suas posições se assim desejassem. Também se iniciou a emissão de NTN-B, título indexado ao IPCA, que representa hoje parte significativa da composição da dívida pública.

Em 2003, foram emitidos, pela primeira vez, títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros (NTN-F). Essa prática buscava o alongamento da dívida prefixada e alinhava-se aos procedimentos adotados nos países cujos mercados eram mais desenvolvidos.

Também naquele ano, mudou-se o sistema de *dealers*, antes sob responsabilidade exclusiva do Banco Central, buscando compatibilizar os direitos e os deveres com o objetivo de desenvolvimento de um mercado de títulos públicos. Foram criados dois grupos, “primários” e “especialistas”, cujos objetivos básicos são, respectivamente, adquirir títulos nos leilões e negociar tais títulos no mercado secundário.

No ano seguinte, novas mudanças continuaram sendo feitas para facilitar o alcance das diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento, em particular a implementação da Conta Investimento e da tributação decrescente. Em 2006, o governo daria mais um passo no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, qual seja, a isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros, via edição da Medida Provisória nº 281, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, de 27/06/2006. Como esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, tal isenção permitiu aceleração no movimento de aumento do perfil da dívida interna, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados.

Em 2007, ajudado pela demanda dos investidores estrangeiros, o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017, representando um marco na gestão da dívida pública. Ao longo de todo o ano, esse título foi emitido regularmente nos leilões semanais (à exceção de períodos com maior volatilidade, por conta do cenário externo).

Em 2008, com o agravamento da crise no mercado internacional, a política de administração de dívida adotou postura mais conservadora em termos de composição da dívida, buscando não adicionar volatilidade ao mercado. Dessa forma, observou-se, ao final do ano, redução na participação dos títulos prefixados e aumento na participação dos títulos indexados à taxa Selic. É importante, entretanto, ressaltar que, apesar da referida volatilidade, houve progresso em termos de redução de risco de refinanciamento, com melhorias nos indicadores prazo médio e percentual vencendo em 12 meses.

A tabela a seguir ilustra o enorme avanço que as práticas mostradas anteriormente representaram em termos de aprimoramento na estrutura da dívida pública no Brasil ao longo dos últimos anos.

²⁰ Tais políticas são descritas em mais detalhes no Capítulo 1 da Parte 3.

Evolução recente da Dívida Pública Federal

Do ponto de vista microeconômico, a história descrita ilustra a enorme dificuldade do governo em alongar o prazo da dívida e aumentar a participação dos instrumentos prefixados, em substituição aos indexados pela taxa Selic. Parece ser consenso entre os analistas que a razão deste fato está na cultura da indexação diária, consequência do histórico de inflação elevada e da convivência com a indexação. A quebra desse paradigma é essencial para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil possa assemelhar-se àquela encontrada nos países desenvolvidos.

Indicadores	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Estoque da DPF* em mercado (R\$ bilhões)	965,8	1.013,9	1.157,1	1.237,0	1.333,8	1.397,0
Prazo médio da DPF**	3,3	2,9	2,8	3,0	3,3	3,5
% vincendo em 12 meses	30,7	39,3	36,3	32,4	28,2	25,4

Participação no estoque da DPF (%)						
Prefixado	9,5	16,1	23,6	31,9	35,1	29,9
Índice de preços	10,3	11,9	13,1	19,9	24,1	26,6
Selic	46,5	45,7	43,9	33,4	30,7	32,4
Câmbio	32,4	24,2	17,6	12,7	8,2	9,7
TR e outros	1,4	2,2	1,8	2,0	1,9	1,4

* Inclui a dívida doméstica e a dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional

** Em anos

O grande desafio para os próximos anos, em paralelo à manutenção de superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste exatamente em lograr êxito em relação à composição da dívida interna, de forma que seja alcançada uma melhora na percepção dos investidores, contribuindo para a consolidação do movimento de redução das taxas de juros. Tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados.

3 Dívida Pública Mobiliária Federal Externa

Assim como as políticas de administração da dívida interna responderam aos eventos macroeconômicos domésticos, os eventos sobre a dívida externa foram reflexo dos fatos ocorridos com a economia internacional, a qual experimentou várias fases distintas dos anos 1960 até hoje. De 1964 até o primeiro choque do petróleo, em 1973, e mesmo após este, a economia internacional vivia uma fase de liquidez abundante, o que propiciou a continuação do endividamento externo. Entretanto, em 1979, com o segundo choque do petróleo, as taxas de juros internacionais elevaram-se abruptamente, gerando escassez de recursos externos, o que acabou por acarretar a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, no início dos anos 1980. A partir desse momento, várias foram as tentativas de solucionar a questão do endividamento externo desses países, passando pela tentativa frustrada do Plano Baker, pelo bem-sucedido Plano Brady, chegando à situação recente de emissão regular de títulos soberanos no mercado internacional de capitais e à construção da curva externa em reais.

Dessa forma, é possível subdividir a história da dívida externa brasileira nesses anos em quatro fases: 1) de 1964 até o final da década seguinte, período de forte acumulação da dívida, tendo em vista o crescimento do país, até culminar com os choques do petróleo; 2) os anos 1980, com a sucessão de tentativas buscando corrigir os desequilíbrios construídos com base na política anterior, até chegar ao Plano

Brady, no início dos anos 1990; 3) a fase seguinte, com a volta das emissões soberanas, em 1995, e a relativa tranquilidade na administração do passivo externo, a despeito das crises internacionais enfrentadas a partir da segunda metade da década de 1990; e 4) a nova política de emissões qualitativas a partir de 2006.

3.1 A política de endividamento externo

O Programa de Ação Econômica do Governo (Paeg) buscava abarcar, de forma geral, todos os gargalos econômicos do país. Dentre estes, incluía-se a política internacional, a qual compreendia, entre outros fatores, a restauração do crédito do país no exterior, o que aliviava as pressões de curto prazo sobre o balanço de pagamentos. Além disso, como já mencionado, a despeito das inovações na estrutura do mercado de capitais promovida pelo Paeg, nesses primeiros anos do novo governo ainda havia déficits fiscais, que foram financiados, também, via empréstimos externos.

As reformas introduzidas pelo Paeg e, mais precisamente, as elevadas taxas de crescimento obtidas, conjugadas com níveis de inflação sob controle, geraram expectativa bastante favorável para o país. No entanto, o próprio fato de as taxas de crescimento da economia serem elevadas gerava a necessidade de se obter recursos externos para o financiamento desse crescimento, de forma que ao longo da segunda metade da década de 1960 o país experimentou um forte aumento nas entradas de capitais externos (o Brasil foi o quarto maior receptor líquido de recursos externos no período de 1964 a 1967).²¹

As fortes entradas de capitais nessa segunda metade dos anos 1960 representaram aumento da dívida externa registrada (pública e privada), a qual passou de US\$ 3,2 bilhões em 1964 para US\$ 4,4 bilhões no final de 1969, um aumento de 37,5% em apenas seis anos.²²

De fato, no início dos anos 1970, a situação era favorável para que se buscasse influxo de recursos por meio de captações soberanas no mercado internacional, fato marcante, tendo em vista que a última vez que o Brasil recorreu a esse tipo de financiamento foi em 1931. Ainda antes da primeira crise do petróleo, a partir de 1972 o país efetuou a colocação de *bonds* do governo no mercado externo. Nesse ano, foram realizadas três emissões, nos mercados europeu e americano, e em 1973 seria feita uma emissão no mercado japonês. Nos anos seguintes, a despeito do primeiro choque do petróleo, não apenas a República continuou acessando esse mercado, como grandes empresas brasileiras aproveitaram o sucesso das colocações e efetuaram emissões nos mercados externos.²³

Se, por um lado, a combinação das elevadas taxas de crescimento com abundante liquidez da economia internacional havia resultado em um considerável crescimento do estoque de dívida externa,²⁴ em 1973 a situação iria começar a reverter com a abrupta elevação dos preços do petróleo. Em 1974, dada a consequente deterioração do balanço de pagamentos, as medidas restritivas ao capital externo começaram a ser retiradas. Naturalmente, o vigoroso influxo de capitais ocorrido até aquele ano teve como efeito colateral a elevação das saídas de recursos a título de juros e amortizações.

²¹ Resende, 1989, p. 219.

²² Mollo, 1977.

²³ As emissões corporativas começaram pela Vale do Rio Doce e continuaram com a Light, o BNDE, a Eletrobrás, a Petrobras, a CESP e a Nuclebrás. Para maiores informações, ver Gomes, 1982.

²⁴ No período compreendido entre 1965 e 1975, a dívida externa cresceu mais de 400%, passando de US\$ 3,9 bilhões para US\$ 21,2 bilhões.

Nesse momento, o endividamento já se constituía em um problema em potencial. Qualquer reversão na liquidez internacional ou nas taxas de crescimento da economia mundial teria um efeito negativo muito grande sobre as contas externas do Brasil. Segundo Mollo,²⁵ a partir de 1973 o endividamento deixaria de ser impulsionador do crescimento para, ao contrário, funcionar como um inibidor deste, tendo em vista que as saídas de capitais a título de juros e amortizações já superavam as entradas. Dessa forma, no *front* interno o país começava a se defrontar com o recrudescimento inflacionário e, no externo, com o aumento do endividamento, de forma que “a inflação e a dívida externa se apresentavam em 1973 como áreas com problemas potencialmente crescentes a serem enfrentados pela administração seguinte”.²⁶

A despeito dos potenciais riscos mencionados, a política adotada pelo país para contornar a crise não passou pela redução do crescimento. Na verdade, como bem descrito por Garrido,²⁷ na medida em que o aumento nos preços do petróleo não reduziu a liquidez internacional – tendo em vista que a transferência dos recursos para os países exportadores de petróleo acarretou depósitos nos bancos europeus e norte-americanos –, estes continuaram com abundância de recursos para emprestar aos países em desenvolvimento (processo conhecido como “reciclagem dos petrodólares”). Dessa forma, o período entre 1974 e 1980 experimentou uma acumulação ainda maior da dívida externa, que iria desembocar na crise da dívida no início da década seguinte. Vale mencionar que nesse mesmo período (1974 a 1980) o país presenciou um aumento da participação da dívida pública no total da dívida externa, cujo percentual passou de cerca de 50% para quase 70%.

Com a ocorrência do segundo choque do petróleo, entre agosto de 1979 e outubro do ano seguinte, houve uma forte elevação dos custos dos empréstimos, em virtude principalmente da elevação das taxas de juros promovida pelo Federal Reserve, o Banco Central dos Estados Unidos, o qual buscava conter o aumento nas taxas de inflação daquele país. Isso levou à incapacidade de se fazer com que os investidores internacionais financiassem as políticas econômicas adotadas pelos países em desenvolvimento endividados, culminando em uma rápida perda de reservas por parte destes (as quais sofreram decréscimo pela primeira vez na década) e em desequilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro, que passou de superavitário em US\$ 4,3 bilhões para deficitário em US\$ 3,2 bilhões.

Nesse momento, a situação começava a ficar crítica, e delineava-se uma nova e negra fase para a economia brasileira, na qual as restrições externas passaram a ditar os rumos da economia doméstica. A partir de então, o gargalo gerado pela dívida externa deixaria de ser um problema em potencial para representar uma restrição de fato.

3.2 A busca por soluções

Tendo em vista todo o pano de fundo descrito, em meados de 1980 começaram a ser sentidos os primeiros sinais de escassez de recursos para financiamento externo. A redução da liquidez internacional conjugada com o aumento das taxas de juros internacionais acarretou maiores dificuldades na renovação de empréstimos, em um momento em que o financiamento do balanço de pagamentos se tornara particularmente crítico. A escassez de divisas externas, acoplada a uma elevação das taxas de juros internacionais e a uma recessão externa, geraram internamente também um movimento recessivo que acabaria por influenciar toda a década, não por outro motivo conhecida como “a década perdida”. Naquele momento, o país optou por ainda não recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

²⁵ Mollo, op. cit.

²⁶ Lago, 1989.

²⁷ Garrido, 2003.

Apesar do pequeno superávit obtido no balanço de pagamentos em 1981, a situação tornar-se-ia ainda mais complicada no ano seguinte. Em agosto de 1982, o México decretou moratória de sua dívida externa, fato que iria contribuir para o agravamento da crise no Brasil. Nesse ano, o déficit no balanço de pagamentos chegaria a US\$ 8,8 bilhões, cifra recorde até então.

Nessas condições, parecia não haver alternativa, senão iniciar movimentos no sentido de buscar cooperação internacional. Em setembro de 1982, o país iniciou conversas com a diretoria do Fundo Monetário Internacional e com a comunidade financeira internacional. Naquele ano, foi necessária a negociação de empréstimos-ponte no valor aproximado de US\$ 3 bilhões para que fosse possível fechar o balanço de pagamentos. Tendo em vista o tamanho da restrição externa, a renegociação da dívida externa passou a ser o assunto do momento para o país. Ao final de 1982, o governo anunciou que as políticas adotadas já estavam em linha com as recomendações do Fundo.

Era fundamental a elaboração de medidas que viabilizassem um caminho para se contornar a crise, o que culminou com a elaboração, em 1983, do Programa para o Setor Externo, o qual consistia basicamente em elevar as exportações e reduzir as importações para fazer frente aos compromissos externos. Iniciou-se, então, uma fase que durou vários meses, compreendendo processo de negociações e diversas cartas de intenção com o FMI, as quais contemplavam metas para a economia doméstica. Nos dois anos que se iniciaram em 6 de janeiro de 1983 (data da primeira carta), foram enviadas ao FMI sete cartas de intenção, todas descumpridas.

Em paralelo às cartas que ditavam parâmetros para a economia, eram realizadas negociações para o reescalonamento das dívidas do país, de forma que, ao longo do período compreendido entre 1983 e 1987, foram realizadas diversas operações de reestruturação da dívida externa brasileira, compreendendo basicamente a manutenção das linhas de crédito de curto prazo e o reescalonamento do principal das dívidas vincendas nos anos seguintes, assim como a entrada de dinheiro novo. Ao final de 1982, um primeiro pacote foi criado, contemplando a entrada de dinheiro novo para honrar compromissos de curto prazo, assim como o reescalonamento das obrigações de médio e longo prazos. Em 1983 e 1984, novas renegociações tiveram de ser efetuadas, objetivando a solução dos problemas do balanço de pagamentos para aqueles anos. Apenas em 1985 buscou-se uma proposta de reestruturação plurianual, englobando o período compreendido entre 1985 e 1991. Entretanto, tais soluções apenas postergavam os problemas, sem representar, contudo, uma solução para os déficits do balanço de pagamentos do país, o que levou as reservas internacionais para níveis preocupantes em 1986.

O grau de dificuldade da situação e sua disseminação entre os países em desenvolvimento induziam à busca por soluções globais, a serem respaldadas de forma genérica pela comunidade financeira internacional. Entretanto, e em que pese a recuperação da economia dos Estados Unidos e o conseqüente afrouxamento da restrição externa, ocorrido em 1984, havia uma grande dificuldade dos países em se adaptarem às políticas recomendadas pelo FMI.

Nesses anos, ganha força na comunidade financeira internacional a idéia da “capacidade de pagamento”, na qual os países deveriam pagar os empréstimos tomados de forma que não fosse comprometida sua capacidade de pagamento, indo na direção oposta ao do receituário do FMI, o qual determinava rigidez tanto nas políticas monetária como fiscal, o que estava gerando efeitos colaterais consideráveis sobre a economia dos países que adotassem tais políticas. No âmbito político, em 1985 inicia-se no Brasil um novo governo, do presidente José Sarney.²⁸ A opção desse governo foi não firmar acordo com o FMI, temendo que isso pudesse comprometer o crescimento do país.

²⁸ Na verdade, o presidente eleito pelo colégio eleitoral (formado por integrantes do Congresso Nacional) foi Tancredo Neves, o primeiro civil eleito desde 1960. Entretanto, ele foi internado por motivo de doença no dia anterior à data da sua posse. José Sarney, seu

Nesse contexto (exigência dos bancos para a celebração de algum acordo para continuação do pagamento das dívidas e falta de vontade do governo em celebrar acordos com o FMI), surge uma tentativa conciliatória, defendida pelo então secretário do Tesouro dos EUA, James Baker, e conhecida como Plano Baker. Esse plano baseava-se na idéia de que os acordos não deveriam comprometer a capacidade e o crescimento dos países, de forma que cada banco continuasse provendo novos recursos aos países devedores. Ocorre que cada banco em particular tinha interesse em que outro banco continuasse provendo os países de recursos, mas individualmente preferia não aumentar sua exposição a esses países, pois assim teria os benefícios da renegociação sem os correspondentes riscos. Tendo em vista esse problema (conhecido na literatura econômica como *free rider*), o Plano Baker não logrou obter os benefícios esperados,²⁹ já que o endividamento externo permanecia como uma grave questão a ser enfrentada pelos países em desenvolvimento ao longo dos anos seguintes.

Após intensos debates entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda,³⁰ em fevereiro de 1987 o governo brasileiro promoveu, enfim, a moratória da dívida externa, ao suspender os pagamentos de juros sobre a dívida de médio e longo prazos, argumentando que a questão do endividamento externo não era exclusivamente econômica, mas tinha também um componente político. Essa medida não solucionou os problemas de balanço de pagamentos do país, mas, ao contrário, contribuiu para o enfraquecimento da equipe econômica, que em abril do mesmo ano foi substituída, assumindo como ministro da Fazenda Bresser Pereira, no lugar de Dilson Funaro.

A nova equipe buscou uma solução negociada para a crise. Em setembro de 1988, foi assinado acordo pondo fim à moratória, o qual previa a entrada de dinheiro novo (US\$ 5,2 bilhões), o reescalonamento de algumas obrigações de médio e longo prazos, a manutenção das linhas de crédito de curto prazo e a troca de US\$ 1,05 bilhão de dívida antiga por títulos (*Brazil Investment Bond Exchange Agreement*). Apesar disso, por incapacidade de pagamento, ao final de 1988 e em julho de 1989 o país deixou de honrar compromissos externos (sendo uma moratória de fato, porém não declarada).

Nesse período foi apresentado à comunidade financeira internacional outro plano que tentava solucionar o problema do endividamento dos países em desenvolvimento, idealizado por outro secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady. Diferentemente do que ocorrera com o Plano Baker, no Plano Brady o governo daquele país entraria diretamente nas negociações, procurando evitar a ocorrência do *free rider*. O Plano Brady contemplava a troca dos empréstimos anteriores por novos títulos (conhecidos como os *Brady Bonds*), que poderiam ser negociados posteriormente em mercado, e embutia alongamento dos prazos e redução do serviço da dívida. Conforme descreve Garrido, "apesar de prejudicar interesses individuais, o interesse coletivo dos bancos privados foi assegurado, uma vez que o plano viabilizava a continuidade da presença do devedor no mercado de capitais".³¹ Em 1989, o México foi o primeiro país a assinar um acordo tendo como base o Plano Brady.

Nesse contexto internacional, Fernando Collor³² assumia, em 15 de março de 1990, a Presidência da República, advogando uma política liberalizante, o que tornava fundamental a retomada das linhas de crédito ao país. Assim, em outubro daquele ano, o Brasil iniciava novas negociações com a comunidade financeira internacional visando à regularização da situação creditícia do país. Em dezembro, foi baixada a

vice, assumiu a Presidência e nela permaneceu até o fim do mandato, tendo em vista que Tancredo Neves faleceu alguns dias depois.

²⁹ Na verdade, sequer chegou a ser efetivamente implementado por algum país.

³⁰ Tais debates são descritos em Paulo Nogueira, *Da crise internacional à moratória brasileira*, 1988.

³¹ Garrido, op. cit.

³² O então presidente José Sarney passou a faixa presidencial para Fernando Collor de Melo, primeiro presidente eleito pelo voto popular em quase trinta anos (o último havia sido Jânio Quadros, empossado em 31 de janeiro de 1961), após um longo período de eleições indiretas de presidentes militares (exceto Sarney).

Resolução do Senado Federal nº 82, de 18/12/1990, estabelecendo os parâmetros para as negociações da dívida pública externa. Em paralelo a essas negociações, parte dos pagamentos ainda não efetuados aos credores foi liberada. Em 8 de abril de 1991, firmou-se acordo de princípios referente à regularização dos juros devidos e não remetidos. Parcela desses recursos foi remetida em dinheiro, e outra parcela (US\$ 7 bilhões) foi trocada por um novo título, emitido pelo governo brasileiro (*Interest Due and Unpaid – IDU Bonds*) em 20 de novembro de 1992.

As negociações prosseguiram e, em 9 de julho de 1992 foi firmado novo acordo de princípios, que ficou conhecido como o Plano Brasileiro de Financiamento de 1992, tendo sido aprovado pelo Senado Federal por meio da Resolução nº 98, de 29 de dezembro de 1992. Em janeiro de 1993, o documento detalhado foi encaminhado à comunidade financeira internacional para que esta aderisse a ele. Em novembro do mesmo ano, foram firmados diversos contratos com os credores.

A emissão dos *Bradies* brasileiros (*Discount Bonds, Par Bonds, Front-Loaded Interest Reduction Bonds, Capitalization Bond, Debt Conversion Bonds, New Money Bonds e Eligible Interest Bonds*) ocorreu em 15 de abril de 1994, após finalizada a conciliação dos valores e a distribuição dos títulos entre os credores.

A tabela a seguir mostra os títulos emitidos no processo de renegociação da dívida externa, iniciado no final dos anos 1980 e terminado na primeira metade da década de 1990. Os dois primeiros instrumentos são aqueles que ficaram conhecidos como *Pré-Bradies*, enquanto os demais são os *Brady Bonds*.

É importante mencionar que os acordos firmados contemplavam, ainda, a transferência de responsabilidade da dívida externa do Banco Central para a União, que passou a ser a devedora das obrigações externas, propiciando uma maior divisão das tarefas entre as autoridades monetária e fiscal. O Banco Central passou, então, a atuar como agente do Tesouro Nacional nas emissões dos títulos no mercado externo.³³

Devem-se citar certas características do acordo que seriam decisivas para o completo equacionamento do endividamento externo, conforme descrito na seção seguinte, quais sejam: 1) a existência de garantias (a serem efetivadas pela compra de títulos do Tesouro dos Estados Unidos) para três dos títulos emitidos; e, principalmente, 2) a possibilidade de o Brasil fazer operações com os novos títulos emitidos.³⁴

Instrumento	Montante emitido (US\$ bilhões)	Data de vencimento
BIB ou Exit Bond	1,06	15/09/2013
IDU (Interest Due and Unpaid)	7,13	01/01/2001
Discount Bond	7,28	15/04/2024
Par Bond	8,45	15/04/2024
Flirb (Front-Loaded Interest Reduction Bond)	1,74	15/04/2009
C-Bond	7,41	15/04/2014
DCB (Debt Conversion Bond)	8,49	15/04/2012
New Money Bond	2,24	15/04/2009
EI (Eligible Interest Bond)	5,63	15/04/2006

³³ Função que permaneceu com o Banco Central por quase uma década. Em 2003, foi firmado acordo de transição em que o Tesouro Nacional passou a ser, a partir de 2005, o único responsável pela administração da dívida externa mobiliária brasileira.

³⁴ Tais como sua compra antecipada, o que permitia que futuras reestruturações do passivo externo pudessem ser efetuadas, desta vez com parâmetros exclusivamente de mercado, sem que fossem necessárias negociações políticas e/ou diplomáticas.

3.3 A retomada das emissões voluntárias

A existência de títulos brasileiros livremente negociados no mercado internacional, situação propiciada pelo Plano Brady, criou as bases para o novo modelo de endividamento assumido pelo país e que vigora até hoje. A estrutura herdada pelos acordos no âmbito do Plano Brady, mais particularmente a estrutura de dívida mobiliária, com ativos livremente negociados em mercado secundário, com relativa liquidez (de forma que o investidor possa revendê-lo em mercado, caso deseje), propiciou condições necessárias para a nova fase do passivo externo, que pode ser hoje administrado com muito maior flexibilidade.

Dessa forma – e tendo o cenário doméstico como pano de fundo –, com o advento do Plano Real em 1994 e sua “âncora” via taxa de câmbio, era essencial que houvesse influxo de capitais para o Brasil. Inicia-se então uma nova fase de endividamento externo do país baseada na captação de recursos externos por meio da emissão de títulos no mercado internacional.³⁵ Nesse novo contexto, é possível ao país escolher a melhor combinação de prazos e custos possíveis e ainda qual o mercado em que deseje fazer a captação.³⁶

De fato, mesmo quando eclodiram crises de proporções globais (México, Ásia, Rússia e Argentina), o país pôde se financiar externamente. Logo no início dessa nova fase de “emissões soberanas”, em 1994, o mundo assistiu à primeira crise que iria refletir-se em todo o sistema financeiro internacional,³⁷ mais particularmente no dos países emergentes. A crise do México dificultou o acesso do Brasil ao mercado norte-americano. Entretanto, a mencionada flexibilidade na administração do passivo externo possibilitava a emissão em outros mercados, de forma que a opção do Brasil para o retorno das suas emissões voluntárias recaiu sobre o mercado japonês em junho de 1995. O sucesso dessa primeira emissão foi tão grande que o volume inicialmente planejado (Y\$ 20 bilhões) foi aumentado para Y\$ 80 bilhões, sem correspondente aumento nos custos, tal foi a demanda.³⁸ Logo após, foi realizada outra emissão, agora em marcos alemães, no mercado europeu, contribuindo para perfazer, no primeiro ano, um total de cerca de US\$ 1,7 bilhão, quase esgotando o limite autorizado pelo Senado Federal à época (US\$ 2 bilhões).

Em 1996 – e após a realização de outras emissões nos mercados japonês, italiano e inglês –, com os efeitos da crise do México já dissipados, o Brasil pôde finalmente acessar o mercado de dólares (mais líquido, permitindo emissões em maiores volumes), com um título de cinco anos.

Até a eclosão da crise asiática, no início do segundo semestre de 1997, o país havia acessado o mercado internacional oito vezes, com emissões na Europa e nos Estados Unidos. Uma das emissões no mercado norte-americano foi do título de mais longo prazo até então – 30 anos (denominado Global 2027), o que mostra que a aceitação do mercado pela dívida brasileira era muito boa. Ainda, pela primeira de várias outras vezes, fez-se uso da troca de títulos, permitindo que US\$ 2,2 bilhões de *Bradies* fossem recomprados.

A despeito das sucessivas crises internacionais – e aproveitando o respaldo dos pacotes de ajuda financeira proporcionados pelo Fundo Monetário Internacional no período –, o país continuou acessando o mercado externo. Em 1998, foram realizadas três operações, também nos mercados europeu e norte-americano, até a eclosão da crise na Rússia. Em 1999, após a desvalorização cambial ocorrida no início do ano, o Brasil voltava a acessar o mercado realizando, novamente, operações de troca de dívida reestruturada. O mercado passaria ainda pelos efeitos da crise argentina em 2001. Por fim, o período eleitoral em 2002 e as incertezas

³⁵ No Anexo Estatístico a este livro podemos encontrar uma tabela com todas as emissões realizadas pelo governo federal desde 1995.

³⁶ Dos quais os principais são o norte-americano, o europeu e o japonês.

³⁷ Sobre o efeito contágio das crises sobre o mercado de dívida de países emergentes, ver Botaro, 2001.

³⁸ Vale observar que esta emissão foi inclusive apontada por revista especializada (*International Finance Review*) como a melhor emissão do ano de 1995.

inerentes a ele impactaram também o mercado de dívida. Não obstante, durante todos esses anos foi possível acessar os mercados, contando o governo com a flexibilidade da escolha, tanto em relação ao momento adequado para efetivar a operação quanto do próprio mercado e do instrumento utilizado. Com a volta da normalidade econômica em 2003, os anos seguintes permitiram ao Brasil acessar o mercado externo sem maiores dificuldades.

Em 2005, tem início um ponto de inflexão na história do endividamento externo brasileiro, com a operação de troca voluntária do *C-Bond* por um título de características semelhantes, chamado de *A-Bond*. A partir dessa operação, começava-se a desmontar no Brasil o estoque dos *Brady Bonds*, que viria a ser extinto no ano seguinte. Também a partir desse ano a estratégia de endividamento passaria a se concentrar na definição de *benchmarks*, com o início da reabertura de emissões de um título diversas vezes, aumentando sua liquidez em mercado. Tal estratégia tinha por objetivo a construção de uma curva de juros externa mais eficiente.

Um terceiro e fundamental aspecto na história recente da dívida externa foi a primeira emissão, no mercado internacional, de um título denominado em reais, com vencimento em 2016, o BRL 2016. A partir do ano seguinte, o país daria os primeiros passos no sentido de consolidar a criação de uma curva externa na moeda doméstica.

3.4 A fase atual: emissões qualitativas

A partir de 2006, tendo em vista a redução expressiva da necessidade de financiamento externo pela redução da dívida e o forte influxo de dólares, o país deixa de necessitar das emissões externas como fonte de financiamento. A partir daquele ano, inclusive, foram realizadas diversas operações de pré-pagamento de dívida mobiliária federal externa, que remontaram a US\$ 35,7 bilhões. Já em relação à dívida contratual, o país antecipou o pagamento da dívida remanescente com o Clube de Paris no valor de US\$ 1,7 bilhão, bem como, ainda em 2005, realizou o pré-pagamento de sua dívida com o FMI, no valor de US\$ 20,4 bilhões.

Como citado no parágrafo anterior, foram realizadas diversas operações de redução da dívida mobiliária. Em abril de 2006, dando prosseguimento ao pagamento antecipado do estoque remanescente de *C-Bond*, em outubro do ano anterior, o país exerceu a cláusula de recompra antecipada dos demais *Bradies*, no valor de US\$ 6,5 bilhões, terminando assim uma importante fase da história do seu endividamento externo. Também no início do referido ano, o Tesouro começou, via mesa de operações do Banco Central, um programa de recompras da dívida externa, com vistas à melhora de seu perfil, inicialmente com o resgate dos títulos com vencimento até 2012. Naquele ano foram recomprados US\$ 5,8 bilhões em valor de face.

A primeira agência a avaliar o risco de crédito da República do Brasil foi a Moody's, em 1986. Na ausência de instrumentos negociáveis de dívida durante alguns anos, esta foi a única forma de avaliar o crédito do país. Com o processo de securitização da dívida externa e consequente desenvolvimento do mercado por meio desses instrumentos, em especial após o desenvolvimento do processo de emissões voluntárias anteriormente descrito, era de esperar que novas agências de *rating* avaliassem o risco de crédito dos instrumentos de dívida do país. De fato, a partir de 1994, Standard and Poor's e Fitch passaram também a divulgar classificações para o crédito do país.

Nos primeiros anos do Plano Real e início da fase das emissões voluntárias, não houve mudanças significativas nas classificações das agências (exceção feita à S&P, que elevou em um grau a classificação em 1997). Entretanto, com a deterioração das condições macroeconômicas em 1998, a Moody's rebaixou a classificação do país, sendo seguida pelas demais agências em 1999, ano da desvalorização do real. O país conseguiu posteriormente recuperar em um grau sua nota nas três agências, mas em 2002, com as incertezas geradas pelo processo

sucessório e seus impactos nas condições econômicas e financeiras do país, novamente houve rebaixamento nas notas dadas pelas três agências.

A partir de 2003, entretanto, as constantes melhorias nos fundamentos econômicos do país fizeram com que houvesse um processo de contínuo *upgrades*, até se chegar à situação atual, em que o Brasil é considerado *investment grade* pelas agências de classificação de risco S&P e Fitch e está a apenas um grau do *investment grade* pela Moody's.

Nessa classificação, o ativo deixa de ser considerado um investimento de risco, categoria em que algumas importantes classes de investidores internacionais são proibidas de aplicar recursos. Em outras palavras, a obtenção do grau de investimento representa não apenas um reconhecimento do mercado à qualidade do crédito do emissor, como também a abertura do mercado para parcela significativa de investidores.

Quanto à composição, ainda em 2006 o país emitiu mais um instrumento denominado em reais, com prazo de 15 anos de vencimento (o BRL 2022), montando o segundo ponto da curva externa em moeda local. Esse título seria emitido mais duas vezes (reabertura) ao longo do ano, fazendo com que seu estoque chegasse a R\$ 3 bilhões. No ano seguinte, emitiu-se, em quatro oportunidades, o BRL 2028, título em reais com vinte anos de prazo. Dessa forma, o Brasil terminou 2007 com um estoque de cerca de R\$ 10,2 bilhões em títulos externos em moeda local, ajudando a criar referência, no mercado externo, para a construção de uma curva de juros na moeda doméstica.

A partir de 2007, iniciou-se programa, agora em caráter permanente, de recompra dos títulos da dívida externa ao longo de toda a curva. O objetivo do programa é reforçar a política de construção de uma curva externa eficiente e líquida. Naquele ano foram recomprados US\$ 5,4 bilhões, representando 12,2% do estoque da dívida externa ao final de 2006. Em 2008, com a liquidez de mercado reduzida por conta do cenário internacional adverso, as recompras aconteceram em menor volume (US\$ 1,5 bilhão), mas continuaram a refletir a estratégia de retirar instrumentos menos líquidos e trocá-los por títulos *benchmark*, que serviam como melhor referência para a curva externa.

Dados os passos recentes, atualmente o país conta com uma estrutura de dívida externa não somente reduzida, mas diluída ao longo do tempo, com pontos líquidos e apresentando risco cambial bastante baixo, se comparado com o início da década.³⁹ Em outras palavras, um dos grandes problemas de política econômica enfrentado pelo Brasil ao longo dos últimos trinta anos tornou-se uma questão cuja administração é absolutamente confortável.

4 Conclusões

A história da dívida pública no Brasil mostra um processo de avanços e retrocessos ao longo do tempo. A composição da dívida apresentou sensíveis variações, refletindo as diversas conjunturas econômicas experimentadas pelo país. Em que pese essa constatação, houve também inequívoca tendência de melhora.

De fato, na dívida interna, o país conta com uma estrutura mais eficiente em termos de composição e prazo, permitindo maior tranquilidade na sua administração, assim como uma melhor contribuição ao desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Quanto à dívida externa, a estrutura atual permite afirmar,

³⁹ A participação da dívida externa no estoque da Dívida Pública Federal em poder do público é inferior a 10%. Adicionalmente, enquanto o estoque desta dívida externa é de aproximadamente USD 60 bilhões, as reservas internacionais superam os USD 200 bilhões, em um regime de câmbio flutuante.

com confortável grau de certeza, que as instabilidades cambiais geradas pelos elevados passivos em moeda estrangeira do setor público pertencem a um passado cada vez mais distante.

Dessa forma, ao mesmo tempo em que a consolidação da estabilidade macroeconômica permitiu o aperfeiçoamento da estrutura das dívidas públicas interna e externa, tal aperfeiçoamento deu uma importante contribuição para a consolidação da própria estabilidade econômica, permitindo um ciclo virtuoso entre política macroeconômica estável e gestão da dívida eficiente.

Referências

ANDIMA. *Séries históricas – dívida pública*, 1993.

ARAÚJO, C. H. *Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais*. Notas Técnicas do Banco Central, 2002.

BACHA, Edmar. *Escaping confrontation: Latin America's debt crises in the late eighties*. Rio de Janeiro: PUC, out. 1997 (Texto para discussão).

BANCO CENTRAL. *Relatórios de atividades*. Vários anos.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Da crise internacional à moratória brasileira*. São Paulo: Paz e Terra, 1988.

BARCINSKI, A. *Risco de taxa de juros e a dívida pública federal no Brasil pós-real*. Prêmio BNDES de Monografia, 1998.

BEVILAQUA, A.; GARCIA, M. *Banks, domestic debt intermediation and confidence crises: the recent Brazilian experience*. Rio de Janeiro: PUC, nov. 1999 (Texto para discussão, n. 407).

_____. *Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*. Nov. 1999. Mimeografado

BEVILAQUA, A.; Werneck, R. *Public sector debt dynamics in Brazil*. Departamento de Economia. Rio de Janeiro: PUC, 1997.

BOTARO, R. O mercado de títulos de países emergentes nos anos 90. *Finanças públicas: VI Prêmio Tesouro Nacional. Coletânea de Monografias*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2001.

BRANDÃO, C. *Dívida pública e mercado aberto no Brasil*. Andima (Coleção mercado aberto, n. 3). Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 1985.

BUITER, W. *A guide to public sector debt and deficits, in principles of budgetary and financial principles*. Yale University. Economic Growth Center. Center Paper, n. 428, 1985.

CAMPOS, Roberto. *A lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

CARNEIRO, Dionísio. Crise e esperança: 1974-1980. *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.

CARNEIRO, Dionísio; MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.

- CERQUEIRA, Ceres Aires. *Dívida externa brasileira: processo negocial, 1983-1996*. Banco Central do Brasil, 1997.
- EASTERLY, W. *Growth implosions and debt explosions: do growth slowdown cause public debt crises?* World Bank, jan. 2001.
- FERREIRA, E. *Public debt management and monetary policy in Brazil*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Ibmec), 1974.
- FIGUEIREDO, L. F.; FACHADA, P.; GOLDENSTEIN, S. *Monetary policy in Brazil: remarks on the inflation targeting regime, public debt management and open market operations*. Banco Central, mar. 2002 (Working Paper Series, n. 37).
- GARCIA, M. *A estrutura da dívida pública no Brasil*. Texto apresentado no Seminário de Pesquisa Econômica, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, out. 1998.
- GARRIDO, F. *O endividamento externo do Brasil: uma avaliação sob o ponto de vista das relações internacionais*. Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais), Universidade de Brasília, Brasília, 2003.
- GOLDFAJN, Ilan. *Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?* Banco Central do Brasil. Nota Técnica n. 5, jul. 2002.
- GOMES, C. T. F. *Captação de recursos no mercado internacional de capitais*. Rio de Janeiro: Ibmec, 1982.
- HADDAD, C. *A dívida pública no Brasil e outros textos*. Andima, 1985 (Coleção mercado aberto, n. 5).
- HOLANDA, Fernando; LOUREIRO, André. *Dívida pública e prêmio de risco dos títulos públicos no Brasil*. Banco Central do Brasil. Nota Técnica, n. 42, 2003.
- IMF. Brazil, Selected Issues and Statistical Appendix. *IMF Country Report*, n. 01/10.
- LAGO, Luiz Aranha. *A retomada do crescimento e as distorções do "milagre": 1967-1973. A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.
- LLUSA, A. J. Fernanda. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. 21º Prêmio BNDES de Economia, 1998.
- MARQUES, M. S.; WERLANG, S. *Deságio das LFT e a probabilidade implícita de moratória*. EPGE, Escola de Pós-Graduação em Economia, set. 1989 (Ensaio econômico, n. 143).
- MODIANO, Eduardo. *A ópera dos três cruzados: 1985-1989. A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. *O desequilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil 1966-1975: o papel do endividamento externo*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1977.
- NETO, F. A estrutura da dívida pública no Brasil. *Finanças públicas: IV Prêmio Tesouro Nacional. Coletânea de Monografias*. 2000. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2000.
- NUNES, P. Selene. *Dívida pública, déficits quase-fiscais e coordenação entre políticas econômicas no Brasil. Finanças públicas: II Prêmio Tesouro Nacional de Monografias*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 1997.

PEDRAS, Guilherme. *A evolução da administração da dívida pública no Brasil e risco de repúdio*. Escola de Pós-Graduação em Economia, Dissertação de Mestrado, Rio de Janeiro, 2003.

RESENDE, André Lara. *Estabilização e reforma: 1964-1967. A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Editora campus, 1989.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Plano Anual de Financiamento, 2001, 2002 e 2003*.

SILVA, A. Diretrizes para administração da dívida pública em conjunturas de crise de confiança. *Finanças públicas: III Prêmio Tesouro Nacional. Coleção de Monografias*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 1999.

SILVA NETO, A. L. *Dívida pública interna federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Brasília, jun. 1980.

Silva, N.; CAVALCANTI, M. A. A administração da maturidade da dívida mobiliária brasileira no período de 1994-1997. *Finanças públicas: IV Prêmio Tesouro Nacional. Coletânea de Monografias*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2000.