

Dívida interna (1994-2004): preferência pela liquidez e estabilização via poupança externa

Carlos Alberto Lanzarini Casa*

Resumo

O mecanismo de esterilização do impacto monetário da entrada de recursos externos impulsionou o crescimento desproporcional da dívida interna, nos primeiros anos de execução do Plano Real. A emissão de títulos de curto prazo, sob altas taxas de juros, fora resultado, ao mesmo tempo, do modelo de estabilização empregado (daí o papel das operações de esterilização) e do atendimento à demanda dos agentes do mercado de títulos públicos. A captação de poupança externa e a histórica característica de elevada preferência pela liquidez do mercado brasileiro de títulos públicos moldaram a estrutura da dívida interna, dentro da nova realidade de uma economia sob desinflação. O ônus desse processo foi nada mais do que o represamento da poupança pública, face ao crescimento, a cada ano, das despesas com juros reais.

Palavras Chave: vulnerabilidade externa; preferência pela liquidez; dívida interna.

Classificação JEL: E42, F32, H69

1. Introdução

O objetivo primordial deste artigo é a demarcação da característica da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos como sendo a peça-chave para a aceitação, por este mercado, da transição de um mercado de títulos públicos, então indexado à correção monetária e com taxas de juros

* Professor do Departamento de Ciências Econômicas da UFRGS. O artigo, depois de aprovado para publicação na Revista da SEP em julho de 2009, recebeu o primeiro lugar, na categoria "artigo técnico ou científico", no XV Prêmio Brasil de Economia, conferido pelo Conselho Federal de Economia.

nominais elevadas, para um mercado de títulos públicos com taxas de juros reais elevadas, mantendo a questão dos curtos prazos de resgate desses títulos. Isto posto, dentro de uma nova realidade de uma moeda estável, recém instalada, e numa economia sob desinflação. A utilização da metodologia keynesiana se enquadra no estabelecimento da preferência pela liquidez como fator de determinação da taxa de juros, quer dizer, na determinação da taxa de remuneração dos títulos públicos pelo lado da demanda. Demanda esta, que se materializara na figura do poder construído pelo setor bancário-financeiro na economia brasileira ao longo de décadas de financiamento do setor público através do mecanismo da correção monetária, no convívio de um quadro crônico de inflação inercial. A focalização da preferência pela liquidez tem a função de pontuar a fixação de elevadas taxas de juros, no começo do Plano Real, não somente como uma necessidade frente à captação de poupança externa para o fechamento do balanço de pagamentos e para a formação de reservas internacionais, mas também como uma condição imposta internamente pelo mercado de títulos públicos face à emissão de uma nova modalidade de títulos públicos.

Em conjunto à estabilização monetária, havia, na elaboração original do Plano Real, a tentativa de reconstruir o mercado de títulos públicos de um patamar estritamente pós-fixado para uma nova configuração prefixada. Tal proposta se ratificava justamente como um dos pré-requisitos para a manutenção da estabilização, ao tentar eliminar a mentalidade inflacionária dos novos contratos emergidos na nova moeda, a partir de títulos com remuneração pré-determinada. A elaboração deste artigo tem o propósito de discorrer sobre a atuação da preferência pela liquidez como a característica de impedimento da manutenção do formato original prefixado dos títulos públicos ao longo dos primeiros dez anos do Plano Real, ao mesmo tempo em que já de antemão, no lançamento do Plano Real, a herança da preferência pela liquidez dos tempos de inflação alta obrigara o governo a emitir títulos públicos prefixados sob taxas extremamente proibitivas, em termos reais, como forma de aceitação desses novos títulos públicos por um mercado que fora responsável, até então, pela reciclagem diária de títulos indexados sob os padrões da correção monetária. Neste caso específico, a preferência pela liquidez assume uma dimensão distinta da formulação original de Keynes quanto à retenção de moeda pelo motivo portfólio, em momentos de incerteza, mas da preponderância dos ativos financeiros que se apresentam como os mais líquidos possíveis quando o mercado de títulos públicos ameaça especular contra a própria moeda nacional. Uma característica construída nos trinta anos de vigência da correção monetária, entre 1964 e 1994, e que também fora observada, nos dez primeiros anos do

Plano Real, no que tange à exigência da emissão de títulos públicos de curto prazo de vencimento e com elevadas taxas reais de remuneração. O que vem a ser uma variante da metodologia keynesiana em relação à especificidade da economia brasileira.

O papel da metodologia keynesiana nesta análise é visto também pelo conceito-chave de vulnerabilidade externa, ao frisar a dependência captação de poupança externa, e ao configurar o mecanismo de transmissão dos choques externos para a geração de desequilíbrios internos, ao contrário da formulação neoclássica, de observação dos desequilíbrios externos como sendo resultado de prévios desequilíbrios internos. Por isto mesmo que a combinação de vulnerabilidade externa com preferência pela liquidez acabou por condicionar um perfil de dívida interna viesado para o curto prazo e com elevadas taxas reais de remuneração dos títulos públicos. Estes dez primeiros anos do Plano Real, de 1994 a 2004, têm em comum a permanência de um mesmo formato de execução de política econômica por três governos distintos; no Governo Itamar, em 1994; nos dois mandatos de FHC (1995-2002); e nos dois primeiros anos do Governo Lula (2003-2004); em que a prerrogativa da estabilização através de políticas contracionistas, tanto fiscal como monetária, colocou em segundo plano a retomada do desenvolvimento por meio de investimentos públicos, dadas a restrição orçamentária para o pagamento das despesas com juros reais e o conseqüente represamento da poupança pública em função do crescimento progressivo do estoque da dívida interna.

Este perfil de endividamento público interno, em rota explosiva, drenara a poupança pública e a capacidade de investimento do Estado brasileiro desde a introdução do Real, mas se acentuara com o fim do sistema de bandas cambiais, em 1999, quando a política fiscal se oficializara quanto à formação de superávits primários, determinando, em última instância, o represamento da poupança pública como base de sustentação do modelo de estabilização fincado no tripé: superávits primários, câmbio flutuante, e metas de inflação, em substituição ao modelo original de estabilização baseado na âncora cambial e acima de tudo na questão da captação de poupança externa.

2. Estabilização interna via poupança externa: a atuação dos fluxos de capitais externos sobre a dinâmica da dívida interna

A questão básica da exacerbação da vulnerabilidade externa a partir do Plano Real se fez como decorrência da atribuição da poupança externa como sendo a peça de salvação da economia brasileira. A formatação da âncora

cambial, a partir da combinação de valorização cambial, déficits em transações correntes, e por último pela conta de capitais (tudo isto tendo como mola a taxa de juros interna), condicionou o acúmulo de passivos externos e a presença artificial de um elevado estoque de reservas internacionais. A dívida interna representou a reciclagem interna da absorção da poupança externa pelo mercado financeiro, sobretudo na administração dos fundos de renda fixa. O total de movimentação na balança de capitais durante a vigência da âncora cambial saltou de US\$ 9,93 bilhões em 1994 para US\$ 52,29 bilhões em 1998, e no mesmo período o déficit em transações correntes se aproximou de US\$ 110 bilhões; sendo que do total de capitais recebidos, a maior parte correspondia a investimentos externos diretos, baseados na sua maioria em aquisições e fusões de empresas nacionais, ao invés da fundação de novas empresas em território nacional. O financiamento externo, que por décadas serviu para o incremento da produção nacional, passara a ser utilizado especialmente pelas empresas privadas de grande porte como forma de fugir do *spread* entre as taxas de juros interna e externa. Em 1994, o setor privado detinha 41,1% do total da dívida externa (US\$ 60,9 bilhões), atingindo, em 1998, quase 60% (US\$ 140,2 bilhões) (FILGUEIRAS, 2003, p. 184).

“[...] O sucesso dos programas de estabilização na América Latina está diretamente vinculado à retomada de liquidez internacional nos anos 90 e à ruptura do círculo vicioso entre as políticas cambial, fiscal e monetária que havia se estabelecido em decorrência da obrigatoriedade da sustentação de transferências de recursos reais para o exterior, desde os anos 80, por conta da crise da dívida externa. A estabilização só se tornou viável quando foi possível financiar o déficit externo e usar a âncora cambial. A estabilização do câmbio redefiniu as formas de articulação entre a política fiscal, o câmbio e os juros, debelando o quadro de inflação crônica. A discussão colocou-se, então, em outros termos, ou seja, como sustentar o baixo nível inflacionário e a convergência com o padrão das economias avançadas. A nova forma de inserção dos países latino-americanos favoreceu o controle da inflação, mas, por outro lado, estabeleceu regras de articulação comercial e financeira com implicações no quadro macroeconômico. O direcionamento da demanda de bens ao mercado no exterior e o crescente endividamento externo provocaram a situação de vulnerabilidade do balanço de pagamentos e a necessidade de elevado financiamento internacional. A dependência em relação ao *humor* do mercado financeiro internacional determinou o patamar interno de juros, o qual teria de ser suficientemente atrativo para garantir a continuidade deste mesmo financiamento externo” (LOPREATO, 2002).

O modelo de estabilização ancorado na captação externa propiciou uma maior exposição da economia brasileira às oscilações externas, algo notório

com as crises do México em 1994, da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, além de exacerbar a preferência pela liquidez do mercado nacional, responsável pela exigência de colocações de títulos públicos com altas taxas de remuneração e de curto prazo. Essa, inclusive, foi uma razão essencial para as altas taxas de juros reais, logo na implementação do Real em 1994, por que a transição da velha ciranda financeira para o novo mercado de títulos exigiu a manutenção das bases de remuneração e de acumulação de capital anteriores.

Como marca da continuidade desse esquema de financeirização, de modo específico quanto à questão da emissão dos títulos públicos, a taxa de juros de *overnight* (SELIC)¹ fora estabelecida em 64% a.a. em julho de 1994, e em 65% a.a. em março de 1995, após a crise mexicana²; um exemplo direto do papel da preferência pela liquidez dos agentes do mercados (doméstico e externo) diante do chamado “risco” para a aceitação destes títulos. A fixação das taxas básicas de juros (sobretudo reais, em patamares altíssimos) foi o instrumento direto para a indução da captação de poupança externa e da sinalização quanto à manutenção de expressivos rendimentos para quem adquirisse os títulos públicos emitidos em reais.

A atração de capitais especulativos de curto prazo, com maior força durante o 2º semestre de 1994, garantiu uma valorização cambial (com o câmbio oscilando abaixo de R\$ 1,00) capaz de gerar um ciclo contínuo de entrada desses capitais, direcionados em sua maior parte para a compra dos títulos da dívida interna brasileira. Títulos esses, os quais tinham (no período em foco) como motor o mecanismo de esterilização, pois a junção de sobrevalorização cambial com altas taxas nominais de juros resultou na constante entrada de recursos externos para a compra de novos títulos, dada a atraente taxa real de remuneração dos títulos brasileiros, expressa em dólares.

Por conta desse considerável *spread* internacional, o ano de 1994 ficou marcado como o ano em que a maioria absoluta dos recursos movimentados na conta de capitais se dirigiu para os fundos de renda fixa; ao invés de aquisições de ações, como ocorrera tanto no início da década de 90 (com o processo de liberalização da conta de capital), e no período 1995-1998, durante a vigência da âncora cambial. Um fato peculiar desse novo mercado de títulos públicos pôde ser evidenciado pela rápida transição do lançamento majoritário de títulos pós-fixados, no 1º semestre de 1994, às vésperas do Plano Real, para os títulos pré-fixados, como as LTN e os BBC, já no 2º semestre de 1994, assunto inclusive, a ser tratado na próxima seção.

Utilizando-se os dados da tabela 1, pode-se constatar que somente em 1994 entraram no país US\$ 43,7 bilhões³ destinados de forma exclusiva para as

aplicações em fundos de renda fixa, e aplicações do gênero. A média anual do período 1991-1993 fora de US\$ 7,4 bilhões, e de US\$ 11,3 bilhões para 1995-1998. O investimento estrangeiro em carteira fechou esse ano em US\$ 50,6 bilhões, contra também uma média anual de US\$ 10,6 bilhões para 1991-1993 e US\$ 15,4 bilhões para 1995-1998. Outro ponto mensurável do modelo de atração de capitais adotado no pós-Plano Real se refere à questão do papel das privatizações ter guiado a captação dos investimentos diretos estrangeiros no período 1995-1998, apresentando uma média anual de US\$ 14,6 bilhões. Uma diferença considerável em relação ao próprio ano de 1994, quando essa modalidade de investimento externo captou apenas US\$ 1,5 bilhão, além do período 1991-1993, com US\$ 0,9 bilhão.

Tabela 1
Contas externas do Brasil
Médias anuais e ano selecionado de 1994/ US\$ bilhões

	1991-1993	1994	1995-1998
1. Balança Comercial	13,0	10,5	-5,6
2. Balança de Serviços	-13,5	-14,7	-23,2
3. Transações Correntes	1,4	-1,7	-26,4
4. Investimento Direto	0,9	1,5	14,6
5. Investimento em Carteira	10,2	50,6	15,4
5.1 Ações	2,8	6,9	4,1
5.2 Renda Fixa e Similares	7,4	43,7	11,3
6. Reservas Internacionais	21,8	38,8	52,2
7. Financiamento Líquido (entrada e saída de divisas)	-4,3	-43,6	-0,7
8. Dívida Externa Total	135,2	148,3	195,2

Fonte: CINTRA; PRATES, 2004.

O retorno do crédito externo e o acordo da dívida externa de 1994 viabilizaram o redirecionamento do fluxo da liquidez internacional para o mercado brasileiro, que sofrera uma ruptura desde a decretação da moratória da dívida externa em 1987. Fluxo esse, responsável pelo acúmulo prévio de um estoque de reservas internacionais de US\$ 40 bilhões, em julho de 1994, o qual passara a se formar desde 1992. Cabendo, entretanto, reparar o caráter pouco dinâmico para a expansão da atividade produtiva deste novo ciclo de investimentos externos diretos (LAPLANE; SARTI, 1999), muito concentrado na

captação de empréstimos externos e de investimentos externos em portfólio⁴. A volta da liquidez internacional só foi possível, no caso brasileiro, devido à liberalização da conta de capitais, ainda em 1991, tendo sido efetuadas diversas adequações ao longo da década de 90. Os dois eixos principais da abertura financeira, nos anos 90, foram: a permissão do investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro local⁵ e a emissão de títulos no exterior⁶. Todavia, tal abertura ainda passara por mudanças⁷, em 2000, durante a gestão de Armínio Fraga à frente do Banco Central (CINTRA; PRATES, 2004). No que tange à captação externa nos anos 90, e com maior relevância a partir do Plano Real, a conversão de dívida externa em dívida interna não viabilizou uma alavancagem significativa do crédito interno conforme ocorrera nas décadas de 60 e 70.

“[...] Segundo estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, 80 % dos repasses foram utilizados para alongar e reduzir o custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. Assim, pode-se afirmar que grande parte, dos recursos externos, captados pelos bancos, foram utilizados em operações de arbitragem, por intermédio da compra dos títulos públicos. Ou seja, os recursos internalizados pelo setor privado financeiro foram repassados para o setor público mediante operações de esterilização com títulos do BACEN e do Tesouro Nacional. A parcela restante, que foi realmente emprestada ao setor produtivo, não se direcionou para o financiamento do investimento do país” (PRATES, 1998, p. 47).

Os bancos privados nacionais se apresentaram como os maiores repassadores desses recursos externos, ao mesmo tempo em que foram os principais compradores dos títulos da dívida pública federal⁸. No entanto, o que seria o maior indicador dos verdadeiros donos dos títulos públicos emitidos, informando de forma pormenorizada o ranking dos maiores compradores desses títulos, não é disponibilizado pelo Banco Central. Essa ausência de uma desagregação precisa impede uma identificação social concisa dos credores; é sabido que as instituições financeiras são as principais detentoras dos títulos públicos. Em 1999, a carteira própria das instituições financeiras absorveu 37,7% do estoque total dos títulos federais em poder do público⁹.

Tabela 2
Conta Capital e Financeira, e Poupança Externa

	CCF	Poupança Externa (%PIB)
1994	US\$ 8,69 bilhões	0,33
1995	US\$ 29,09 bilhões	2,61
1996	US\$ 33,96 bilhões	3,03
1997	US\$ 25,80 bilhões	3,77
1998	US\$ 29,70 bilhões	4,24
1999	US\$ 17,31 bilhões	4,72
2000	US\$ 19,32 bilhões	4,03
2001	US\$ 27,05 bilhões	4,55
2002	US\$ 8,80 bilhões	1,67
2003	US\$ 5,54 bilhões	-0,82
2004	US\$ 6,70 bilhões	-1,94

Fonte: IBGE, Banco Central.

O formato da política econômica nos dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso privilegiara a entrada de capitais estrangeiros a qualquer preço, seja pela isenção fiscal e tributária, seja pelo favorecimento desses capitais na aquisição de empresas estatais em processos de privatização. Num exercício de Economia Política se pode descrever tal período não apenas como um simples período de abertura comercial e financeira, mas como um período em que o capital financeiro internacional passou a exercer uma hegemonia significativa sobre os parâmetros de formulação da política econômica na economia brasileira. Tendo na figura da desnacionalização de inúmeros setores da atividade produtiva e financeira o reflexo direto do que veio a ser denominado, à época, de “globalização”. Nesta globalização, a consequência para o crédito interno à produção se dava pelo progressivo encarecimento deste, face aos fenômenos da própria drenagem da poupança interna pelo mercado de títulos públicos e da concentração bancária em parcela considerável nas mãos de bancos estrangeiros.

A captação externa, impelida pelas altas taxas básicas de juros e pelo processo de privatizações no 1º mandato de FHC (1995-1998), registrou os maiores volumes justamente quando os percentuais de utilização de poupança externa ultrapassaram a casa dos 3% e 4% do PIB. Havendo com isso, um repasse direto do quadro deficitário externo para a dinâmica interna de funcionamento da economia. Alguns exemplos dessa conjuntura podem ser vistos

através da tabela 2: 1995, US\$ 29,09 bilhões captados (2,61% de poupança externa); 1998, US\$ 29,70 bilhões (4,24% de poupança externa) e 2001, US\$ 27,05 bilhões (4,55% de poupança externa). Já a partir de 2003, observou-se a reversão desse quadro de captação externa, dada a não mais dependência da poupança externa. Nesse ano, a conta de capitais fechara em US\$ 5,54 bilhões, com um superávit em conta corrente de 0,82% do PIB.

Por conta da necessidade de captação de poupança externa, a fixação interna da taxa básica de juros virara refém da argumentação neoclássica de incerteza¹⁰. Isto significa que somado às condições históricas de consolidação do mercado financeiro brasileiro, as regras da globalização cristalizaram uma rede de agentes determinantes nos mercados internacionais no que se refere ao conceito de “risco” dos países emergentes. Este fato transformou a fixação das taxas básicas de juros, por parte das autoridades monetárias desses países, num mecanismo tomador de informações referente à “disposição” dos mercados, quanto à aquisição dos títulos do governo dadas às inúmeras debilidades “fiscais” e de “fundamentos”, além das deficiências crônicas das contas externas, que seriam assim, retro-alimentadoras da possibilidade de *default* na dívida pública.

O histórico da dívida pública brasileira demonstra o contrário neste aspecto quanto ao pagamento dos títulos públicos, exceto em raros momentos de tentativa de sub-indexação e de alongamento unilateral do estoque, como as ocorridas nos Planos Cruzado e Collor I, respectivamente. Não obstante, a demanda por esses papéis sempre foi alta porque a financeirização da economia brasileira sempre teve na dívida pública um alicerce seguro. Não há como classificar o título público brasileiro numa categoria elevada de risco, pois se olharmos o retrospecto do endividamento interno em conjunto ao crescimento do setor financeiro na economia brasileira, veremos, que ambos emergiram em conjunto, não havendo risco algum de tal ruptura.

“[...] Títulos públicos em mercados normais oferecem um *trade-off* entre retorno e risco de mercado, variável com a maturidade efetiva do título. O risco de crédito é geralmente inexistente, dado que os títulos carregam consigo o pleno crédito da entidade emissora, e o risco de liquidez é normalmente administrado pelo gestor da dívida, ao distribuí-lo pelas maturidades em que o papel é negociado. No Brasil, nos últimos anos, o risco de crédito é inexistente (exceto nas ocasiões em que raramente há razões para se esperar iniciativas de *políticas de default*). O risco de mercado foi eliminado pela indexação e pela taxa de juros de curto prazo (SELIC), e o risco de liquidez é mantido baixo, pela disposição sempre elevada das instituições participantes, especialmente o Banco Central, em servir de comprador de última instância destes títulos” (CARDIM DE CARVALHO, 2004, pp. 15, 16).

3. A lógica do financiamento do Estado brasileiro diante da estabilização pós-Plano Real (1994-2004)

As finanças públicas, de modo oposto aos planos de estabilização anteriores, se pautaram num ajuste prévio do orçamento público, ao final de 1993, através do Fundo Social de Emergência, posteriormente chamado de Fundo de Estabilização Fiscal. Fundo este, que permitira inicialmente a desvinculação de 20% das receitas da União para fins de contingenciamento orçamentário de forma provisória. A base do financiamento público se mostrava incerta diante da expectativa do fim do processo inflacionário a partir de julho de 1994, por que o regime de administração de "boca do caixa"¹¹ perderia em si a sua essência num ambiente de estabilidade inflacionária, tanto no lado da receita como da despesa. No lado da receita, por mais que prevalecesse a conversão dos impostos federais em UFIR, a própria UFIR perderia a velocidade de reajuste se comparada aos tempos da antiga aceleração inflacionária.

No lado da despesa, a corrosão oriunda da inflação desaparecera, e o próprio crescimento natural do gasto público, referente ao crescimento vegetativo da população, com destaque às novas aposentadorias a cada ano (englobando o funcionalismo público e o regime geral do INSS) iria impor um incremento nas execuções orçamentárias; agora de modo real, em substituição às velhas correções nominais, fáceis de serem manipuladas. A solução do ponto de vista da política fiscal fora, desde então, a adoção de uma política fiscal rígida, a qual contemplou a elevação progressiva da carga tributária e o corte de despesas e de novos investimentos, que assim, veio a estabelecer o equilíbrio orçamentário num ambiente de uma moeda estável sem os velhos esquemas de indexação.

O crescimento gradual e contínuo da carga tributária foi o verdadeiro termômetro do processo de desinflação sofrido pela economia brasileira ao longo do período supracitado, passando de 28,6%, e 28,5% do PIB em 1996 e 1997, respectivamente, para 32,3% em 2002, e por fim para 32,7% em 2004, quando a dívida interna como proporção do PIB saíra da casa dos 20,7% para 44,3% (vide tabela 3). O efeito da desinflação sobre o financiamento público e sobre a dívida interna foi, sem dúvida, o da prática de um aperto fiscal e monetário para o primeiro e o de um crescimento exponencial para a dívida interna. Em tempos de inflação sob controle (sem regras de indexação generalizada) é possível auferir receitas públicas via aumentos de impostos sem haver pressões inflacionárias em cadeia, dado o represamento da demanda agregada, o que possibilitara o crescimento real da carga tributária, a despeito de seus contra-efeitos. Como exemplos desses contra-efeitos se destacaram o desestímu-

lo à expansão de investimentos de capital fixo, pelo setor privado (vide o crescimento das alíquotas do PIS/COFINS, entre outros impostos incidentes sobre a produção), e a perda de poder aquisitivo de segmentos sociais, como a classe média. Segmento esse, que sofrera um achatamento de seus rendimentos reais por conta do aumento do IR para pessoas físicas, resultante do congelamento da tabela do IR, praticado de 1996 a 2003.

Esse crescimento da carga tributária derivou do “crescimento” dos serviços da dívida pública, com maior ênfase às despesas com juros reais. Nada mais do que uma transferência contínua de renda entre os setores produtivo e financeiro, utilizando para isto, o represamento da poupança pública como canal de transmissão desta lógica de direcionamento da determinação da renda para a figura dos “rentistas”, compradores dos títulos públicos. A dívida interna, que já se estabelecera desde os anos 80 como um elemento alimentador da especulação financeira, pautada nos instrumentos da correção monetária e cambial, se fortalecera e assumira em definitivo o comando sobre a base de remuneração do sistema financeiro. A restauração do padrão monetário, e de todas as funções clássicas da moeda, não inverteu a lógica especulativa do mercado financeiro, construída ao longo de mais de 30 anos desde a introdução da correção monetária e consolidada com a convivência de uma inflação de mais de dois dígitos mensais¹². O que de fato deu continuidade à desaceleração da atividade produtiva, no momento em que os custos de oportunidade referentes à rentabilidade dos ativos financeiros se transformaram na “melhor” alternativa líquida para a execução dos investimentos de capital.

[...] Num mundo de incerteza, a escolha de investir em ativos menos líquidos irá demonstrar um elevado grau de confiança no futuro e vice-versa. Como moeda e ativos financeiros são vistos, numa economia monetária, como ativos que competem com os fixos, o ritmo dos investimentos em ativos de capital dependerá do estado das expectativas. Assim, as expectativas sobre a lucratividade da aplicação e a preferência pela liquidez são os guias para a implementação de planos de investimento” (FELJÓ, 1999, p. 121).

A desinflação, reforçada pelas aberturas comercial e financeira, na verdade, acirrou o direcionamento da economia para a esfera financeira, desviando recursos da poupança interna, que certamente contribuiriam para a expansão da taxa de investimento e de toda a produção agregada. A taxa de investimento, desde 1994, caiu de 20,75% para valores que oscilaram entre 18% e 19%, como exemplo o ano de 1999 com 18,91% (GONÇALVES, 2005, p. 198).

"[...] o crescimento da dívida pública, que nos anos 80, período de altas taxas de inflação se constituiu em peça chave da "ciranda financeira" e alimentou os lucros das instituições financeiras, não desapareceu com a queda da inflação. No período pós-Real, ao contrário da expectativa dominante, a dívida pública continuou sendo o ponto de apoio fundamental da especulação financeira, principalmente a partir de março de 1995" (FILGUEIRAS, 2003, p. 166).

Tabela 3
Dívida Interna, Carga Tributária, Cresc. PIB, e Inflação

Anos	Dívida Interna (%PIB)	Carga Tributária (%PIB)	Cresc. PIB (%)	Inflação (IPCA)
1994	20,7	27,9	5,9	916,46
1995	24,9	28,4	4,2	22,41
1996	29,4	28,6	2,7	9,56
1997	30,2	28,5	3,3	5,22
1998	36,9	29,3	- 0,1	1,65
1999	39,0	31,1	0,8	8,94
2000	39,7	30,3	4,4	5,97
2001	42,2	31,8	1,3	7,67
2002	41,2	32,3	1,9	12,53
2003	46,3	31,9	0,2	9,30
2004	44,3	32,7	4,9	7,60

Fonte: Banco Central, IBGE, IPEA, FGV.

De modo semelhante ao que ocorrera na primeira metade dos anos 80, as operações de esterilização¹³ e as altas taxas básicas de juros, como componentes de uma política monetária contracionista, atuaram no crescimento explosivo da dívida interna; só que na década de 90, a compra de divisas pelo Banco Central se direcionara para a formação de reservas internacionais, dentro do esquema de estabilização do Real, ao contrário da crise da dívida externa, em que a compra de divisas se dera para o pagamento de juros em moeda estrangeira. A diferença na aquisição dessas divisas está no fato de que nos anos 80 elas proviam dos saldos comerciais, e na segunda metade dos anos 90 do saldo da conta de conta de capitais. O que importa frisar é que em ambas as épocas o endividamento interno fora impulsionado pela mesma razão: pela crise do balanço de pagamentos, mais precisamente, por conta da vulnerabilidade externa da economia brasileira (GONÇALVES, 2005, p. 124).

"[...] Como bem salienta Kregel (1999), a dependência excessiva de fluxos de capitais externos leva a que ações de política monetária sejam contrárias à estabilização macroeconômica. Participação crescente dos juros entre as despesas do governo compromete o caráter estabilizador do multiplicador keynesiano. No Brasil, no período recente, destaca Kregel (1999), os gastos do governo federal com o pagamento dos juros da dívida pública são superiores a seus dispêndios com salários e ordenados. Ao mesmo tempo as taxas de juros elevadas acabam induzindo à aritmética perversa destacada por Sargent (1986) e que impede qualquer regra de política monetária. O crescente estoque de títulos, relativamente aos meios de pagamentos, resultantes de uma forte política de esterilização, de um lado, e do financiamento do déficit público operacional, de outro, pode ser interpretado como uma pré-condição para um ataque especulativo liderado por ativos financeiros. Assim, entre as lições que aprendemos com os programas de estabilização com ancoragem cambial, implementados na América Latina nos anos 1990, podemos salientar os problemas derivados da vulnerabilidade do setor externo e da vulnerabilidade financeira interna, que se somam à dinâmica do endividamento público; concluindo que a evolução da dívida interna passa a ser subordinada aos objetivos da política de estabilização e ao equilíbrio de curto prazo" (FALCÃO SILVA, 2002).

4. A estrutura da dívida mobiliária federal (1994-2004)

Conforme é demonstrado na tabela 4, a evolução do perfil da dívida mobiliária entre 1994 e 2004 retrata as diversas nuances da forma de financiamento do Estado brasileiro via colocação de títulos públicos. A absorção de recursos da poupança interna, através da rolagem da dívida interna, fizera com que houvesse a necessidade constante de aumentos da carga tributária para fazer jus ao crescimento dos serviços dessa dívida. De forma concomitante, as modificações das carteiras de títulos emitidos se deram de acordo com as variações do grau de preferência pela liquidez de seus compradores diante dos sucessivos abalos externos, além das bolhas especulativas (outra marca da preferência pela liquidez), vide os exemplos de 1999, 2001 e de 2002¹⁴.

Tabela 4
Dívida Mobiliária Federal 1994-2004
(participação percentual por indexador)

Período	Saldo (R\$ bilhões)	Câmbio	TR	IGP-M	SELIC	IGP-DI	Prefixado	TJLP	Outros	Total
1994	61,78	8,3	7,2	2,6	15,6	-	65,2	1,1	-	100
1995	108,48	7,6	6,9	2,2	15,2	-	65,8	2,3	-	100
1996	176,21	9,4	7,9	1,8	18,6	-	61,0	1,4	-	100
1997	255,50	15,4	8,0	0,3	34,8	-	40,9	0,6	-	100
1998	323,86	21,0	5,4	0,3	69,1	0,1	3,5	0,2	0,5	100
1999	414,90	24,2	3,0	0,3	61,1	2,1	9,2	0,1	-	100
2000	510,69	22,3	4,7	1,6	52,2	4,4	14,8	-	-	100
2001	624,08	28,6	3,8	4,0	52,8	3,0	7,8	-	-	100
2002	623,19	22,4	2,1	7,9	60,8	3,1	2,2	-	1,6	100
2003	731,85	10,8	1,9	8,7	61,4	2,4	12,4	-	2,4	100
2004	810,26	5,2	3,1	4,9	57,1	1,8	19,7	-	3,1	100

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números (1994-2004).

Ao final de 1994, de um estoque de R\$ 61,78 bilhões, R\$ 40,28 bilhões (65,2%) correspondiam a títulos prefixados como LTN e BBC, e R\$ 9,63 bilhões (15,6%) a títulos pós-fixados como as LFT¹⁵. A participação dos títulos cambiais no montante total da dívida pública interna saltara vertiginosamente desde a adoção do Real, passando de R\$ 5,12 bilhões (8,3%) em 1994, para R\$ 68,01 bilhões (21,0%) em 1998, reflexo direto da desconfiança do mercado em relação à continuidade do regime de bandas cambiais após os sucessivos choques externos; o mesmo pode ser dito para o crescimento da preferência por títulos pós-fixados, pois esses tiveram seus rendimentos fortemente majorados conforme se davam as elevações da taxa básica de juros face à necessidade de dar prosseguimento à captação de poupança externa. Já ao final de 1998, de um estoque de R\$ 323,86 bilhões, apenas R\$ 11,33 bilhões (3,5%) correspondiam a títulos prefixados, sendo R\$ 223,78 bilhões (69,1%) compostos por títulos pós-fixados atrelados à SELIC, o maior percentual registrado até hoje. Situação essa, originada das variações da demanda por títulos públicos entre 1994 e 1998¹⁶, durante a vigência da âncora cambial, transparecendo o peso da vulnerabilidade externa da economia brasileira sobre as decisões de composição das carteiras de investimento de portfólio.

Vulnerabilidade esta, que impusera o retorno do Brasil ao FMI, em dezembro de 1998, após o pleito que garantiria a reeleição de FHC no 1º turno, inclusive a liberação do câmbio só fora realizada no começo de 1999, após as

eleições, como consequência da incapacidade do Banco Central em continuar sustentando artificialmente a âncora cambial. O novo acordo do FMI se estigmatizara como decorrência dos solavancos causados pela crise russa, numa demonstração do nível de deterioração das contas externas (em função desses 5 anos de sobrevalorização cambial, desde 1994); e que mesmo após a captação desses empréstimos de regularização, a manutenção do sistema de flutuação suja das bandas cambiais se tornara inviável dadas às vultosas perdas diárias de reservas internacionais (nos primeiros dias de 1999) e à forte bolha especulativa formada em torno dos títulos cambiais. Culminando na substituição do modelo de estabilização via âncora cambial em favor da tríade: superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação, transferindo de tal modo para a política monetária a responsabilidade absoluta pelo novo modelo de estabilização.

De 1999 a 2004, a participação percentual dos títulos pós-fixados sofreu pequena redução, de 61,1% (R\$ 253,50 bilhões) para 57,1% (R\$ 462,98 bilhões), apesar de continuar representando a maioria absoluta dos títulos da dívida mobiliária. Os títulos prefixados conseguiram melhorar sua posição, de 9,2% (R\$ 38,17 bilhões) para 19,7% (R\$ 159,62 bilhões), mas ainda muito pequena dada à necessidade de redução dos custos relacionados aos títulos presos à variação da SELIC. A maior queda significativa se deu com os títulos cambiais, saindo de 24,2% (R\$ 100,40 bilhões) para 5,2% (R\$ 42,13 bilhões), um sinal claro do fim da necessidade de captação de poupança externa, quando o país passara a apresentar superávits nas contas externas, sobretudo em conta corrente¹⁷. As bolhas especulativas do período foram observadas em 1999, 2001 e 2002. Em todos esses anos, a procura por títulos cambiais evidenciara a estrutura especulativa do mercado financeiro nacional, ao requerer a constante emissão de títulos cambiais como forma de barganha em relação ao que seria uma possível fuga dos portfólios financeiros na direção da compra de "dólares". Já que os sinais da restrição externa, resultantes das deficiências do balanço de pagamentos, demonstravam um nível insuficiente de aquisição de divisas para o fechamento das contas externas, e ressaltavam a dimensão atribuída à conta de capitais no papel crucial deste fechamento. O câmbio flutuante, instalado em janeiro de 1999, ainda não havia trazido resultados expressivos para o saldo em conta corrente, permanecendo, em tese, uma situação de vulnerabilidade externa quase semelhante à vivenciada nos anos da âncora cambial.

Conforme os dados da tabela 5 ficam evidentes os dois títulos de maior preferência pelo mercado financeiro ao final de 2004: a LFT (atrelada à SELIC), e a LTN (prefixada). No entanto, o peso dos títulos pós-fixados (a exemplo das LFT) refletiu o grau de exigência do mercado financeiro quanto aos títulos mais líquidos possíveis, tendo atingido, em 2004, o estoque de LFT em R\$ 457,75

bilhões (56,49%), seguido do estoque de LTN em R\$ 159,95 bilhões (19,74%). Dentre os títulos de menor procura estavam as NTN-D, com um estoque de R\$ 11,71 bilhões (1,45%), um exemplo da diminuição da procura por títulos cambiais.

Este formato da dívida interna impôs sem dúvida uma perda de eficiência da política monetária na tentativa de redução de seu estoque, pois pelo fato de 57,14% do estoque estar atrelado à SELIC, em 2004, uma elevação de 1% na taxa SELIC corresponderia a um aumento médio de R\$ 4 bilhões no estoque total dessa dívida. Uma solução apontada por muitos analistas consiste em promover estímulos aos títulos atrelados à variação do índice de preços. Títulos tais, a exemplo das NTN-C, que registravam baixa participação na composição percentual do estoque da dívida mobiliária em dezembro de 2004, somente 9,51% do total (R\$ 77,07 bilhões).

“[...] É preciso que se reduza a proporção de títulos atrelados à taxa SELIC e ao câmbio e seja aumentado o volume de títulos indexados à inflação. Desse modo, elevações na taxa de juros para arrefecer pressões inflacionárias também contribuiriam para reduções na razão Dívida/PIB. Por conseguinte, haveria um incremento na credibilidade da política anti-inflacionária que favoreceria a estratégia de ampliação do prazo da dívida pública” (MEN-DONÇA, 2004, p. 139).

Tabela 5
Estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna em Poder do Público por Título (R\$ milhões, dezembro de 2004)

	Negociáveis oferta pública	Negociáveis emissão direta	Total negociáveis	Inegociáveis	Total geral
Banco Central					
NBCE	13.583,94	-	13.583,94	-	13.583,94
Total	13.583,94	-	13.583,94	-	13.583,94
Tesouro Nacional					
LFT	370.238,82	87.518,17	457.756,99	-	457.756,99
LTN	159.959,51	-	159.959,51	-	159.959,51
NTN-F	2.775,77	-	2.775,77	-	2.775,77
NTN-C	72.927,44	4.144,68	77.072,12	-	77.072,12
NTN-D	8.956,41	2.758,41	11.714,81	-	11.714,81
NTN-B	14.641,46	10.790,86	25.432,32	-	25.432,32
Outros	-	13.488,06	13.488,06	3.278,57	16.766,63
Dívida securitizada	-	25.288,77	25.288,77	159,72	25.448,49
Certificados	0,34	13.955,56	13.955,90	3.387,04	17.342,94
LFT-E/M	-	-	-	-	-
TDA	-	2.410,78	2.410,78	-	2.410,78
Total	629.499,77	160.355,28	789.855,05	6.825,33	796.680,38
Total geral	643.083,71	160.355,28	803.438,99	6.825,33	810.264,32

Fonte: Boletim do Banco Central, dezembro de 2004.

5. A estrutura de endividamento e os prazos de vencimento dos títulos públicos após a flutuação cambial de 1999

A relativa rigidez dos prazos médios de resgate dos títulos públicos entre 1999 e 2004 pode ser explicada por meio da preferência pela liquidez¹⁸, pois os exemplos de 1999, 2001, 2002 e 2004 servem para um perfeito balizamento por se tratarem de períodos completamente distintos. Em 1999, ocorreu a mudança no regime cambial, além de um acirramento da política monetária por conta do repique inflacionário. Em 2001 e 2002, os movimentos de *hedge* do mercado financeiro fizeram dos títulos cambiais o principal destino das aplicações, sendo que em 2002, a especulação no mercado cambial (com o dólar ultrapassando o valor de R\$ 4,00) se baseara na argumentação para o chamado “risco eleitoral”, acarretando numa inflação acumulada de 12,53%. Em 2004, a realidade do ponto de vista dos “fundamentos macroeconômicos” já era outra, a inflação estava controlada ao nível próximo da meta acertada, o superávit primário superara a marca de 4 % do PIB (R\$ 81,1 bilhões, 4,18% do PIB) e o país apresentara um superávit operacional de R\$ 38,07 bilhões (2,06% do PIB) e um superávit em conta corrente no balanço de pagamentos de US\$ 11,7 bilhões¹⁹ (1,94% do PIB). Não necessitando, obviamente, de poupança externa. As mudanças nas preferências do mercado por cada modalidade de título apenas representaram migrações internas das composições de portfólio na direção do título que demonstrasse a maior rentabilidade e liquidez em cada momento distinto do período 1999-2004. Porém, os prazos médios de resgate de toda a carteira de títulos oscilaram muito pouco, a despeito das melhoras tanto fiscais quanto externas, observadas ao fim do período em questão.

Por mais que tivesse havido melhoras substanciais nas contas externas e no controle da inflação, a taxa de juros e os prazos médios de vencimentos dos títulos públicos se mantiveram praticamente inalterados. Quer dizer, a dívida interna acabou apresentando uma trajetória estacionária, independente das condições vivenciadas pela economia brasileira; demonstrando que a argumentação neoclássica de que o problema relacionado à dívida interna teria a ver com “questões de fundamentos” não se verificara empiricamente, vindo à tona o fato de que o mercado de títulos já possui uma forma pré-determinada (de curto prazo) para a aquisição dos títulos públicos. Isto é a clara demonstração do poder que este mercado exerce sobre a formulação da política econômica brasileira, utilizando continuamente a retórica de um possível risco de *default* para justificar o que na verdade corresponde à manutenção da característica de preferência pela liquidez, herdada do período de alta inflação dos anos 80, e mantida até os dias de hoje.

Tabela 6
Prazos Médios da Dívida Mobiliária Federal
por Tipo de Rentabilidade

Em meses

	Prefixados	SELIC	Índice de Preços	Câmbio	TR	Outros	Total
Dez.1999	2,00	19,88	63,02	24,71	118,58	11,27	27,13
Dez.2000	5,15	27,61	59,11	28,50	101,82	11,04	29,85
Dez.2001	3,45	36,39	68,45	25,36	91,43	18,21	34,97
Dez.2002	3,06	21,83	79,18	35,47	98,46	15,27	33,24
Dez.2003	6,50	22,74	77,88	40,51	92,75	10,17	31,34
Dez.2004	5,63	17,49	76,74	58,41	94,95	5,87	28,13

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números (1999-2004).

Como exemplos dessa rigidez da estrutura de prazos (utilizando-se os dados da tabela 6), os títulos atrelados à SELIC, sobretudo as LFT, passaram de um prazo médio de 19,88 meses em dezembro de 1999 para 17,49 meses em dezembro de 2004. Significa dizer, que apesar da melhora de todos os “fundamentos”, ao fim desses anos, os prazos médios dos títulos de maior peso na dívida mobiliária federal, que deveriam, em tese, terem sido alongados, foram exatamente encurtados, contrariando qualquer justificativa neoclássica quanto à correlação entre melhora de fundamentos e alongamento dos prazos de resgate dos títulos da dívida interna.

Observou-se, também, por esses mesmos dados, que os prazos médios dos títulos atrelados ao câmbio e ao índice de preços se comportaram inversamente em relação às respectivas demandas, os quais foram transformados em substitutos diretos dos títulos pós-fixados, e em parte aos prefixados, vide os exemplos dos títulos cambiais, passando de 24,71 meses em dezembro de 1999 (no auge de sua demanda) para 58,41 meses em dezembro de 2004; o mesmo ocorrendo com os títulos vinculados aos índices de preços durante o mesmo período, de 63,02 meses (quando o IPCA anual atingira 8,94 % em 1999) para 76,74 meses (já com um IPCA anual de 7,60%). O crescimento da demanda por títulos pós-fixados foi resultado de um processo contínuo da pressão dos agentes do mercado financeiro por títulos com vultosos níveis de liquidez e de rendimentos reais, num universo em que o recurso de utilização da SELIC se tornara em definitivo como o instrumento único do modelo em vigor de estabilização. De modo geral, fora verificado o absurdo do contra-senso entre melho-

ra dos indicadores macroeconômicos e rigidez dos prazos de resgate do total dos títulos públicos, de 27,13 meses em dezembro de 1999, contra 28,13 meses em dezembro de 2004; um alongamento pífio, diante das significativas mudanças conjunturais apresentadas entre esses anos. Ironicamente, os anos de maior especulação cambial, 2001 e 2002, foram justamente os anos de maior alongamento do prazo total dos títulos (34,97 meses em 2001 e 33,24 meses em 2002), em períodos cujos indicadores do risco-país atingiram os maiores níveis até hoje registrados. Anos esses, responsáveis inclusive por um novo pequeno ciclo de crescimento da dívida pública externa.

No somatório das dívidas interna e externa, a dívida pública brasileira fechou o ano de 2004 em R\$ 1,047 trilhão de reais, se situando como uma das maiores dentre as economias emergentes. De modo contrário aos outros países emergentes e ao que ocorrera nos anos 80 e início dos anos 90, a dívida externa no Brasil (a partir dos saldos externos positivos desde 2003) deixou de ser um problema grave e seu peso se reduziu em comparação com a interna; sendo o endividamento público interno o grande nó atual da economia brasileira, principal responsável pelos entraves à área fiscal e à retomada do crescimento, pelo fato dos títulos públicos competirem diretamente com as oportunidades de retorno dos investimentos em capital produtivo.

Quando se faz um balizamento entre esses dez anos aqui analisados e o período 2005-2008 no tocante à estrutura da dívida interna, se averigua uma gradual melhora nos indicadores apesar do crescimento do estoque nominal, que passara de R\$ 1,157 trilhão, em dezembro de 2005, para R\$ 1,397 trilhão, em dezembro de 2008. O desempenho do balanço de pagamentos, apresentando superávits em conta corrente em grande parte do período, propiciou uma pequena reestruturação no perfil da dívida interna nesses últimos anos; acresce-se também a questão do recebimento do “grau de investimento” das agências Standards & Poor’s e Fitch Ratings em abril e maio de 2008, respectivamente, para a dívida externa de longo prazo do Brasil (TESOURO NACIONAL, 2009). Contribuindo, por extensão, para a substituição dos títulos cambiais em favor de títulos prefixados, por conta da maior apreciação cambial, decorrente da maior entrada de divisas pela balança de capitais, tanto pelos investimentos diretos estrangeiros quanto pelos capitais de portfólio. Na verdade, o fator que viabilizou a redução da taxa básica da taxa de juros foi o acúmulo progressivo do estoque de reservas internacionais, se situando na casa de US\$ 200 bilhões em 2008, abrindo espaço em função da redução da necessidade de captação de poupança externa. Na outra ponta, a mudança na estratégia de emissão de títulos por parte do Banco Central, sobretudo na ampliação da base de investi-

dores, fora uma tentativa do Banco Central em atenuar a questão da preferência pela liquidez. E Esta tentativa visava à geração de um quadro de maior aceitação da redução das taxas de juros dentro do processo de rolagem dos títulos públicos. Mas a presença nítida da preferência pela liquidez se dá, até hoje, na pressão exercida pelo mercado de títulos públicos sobre o COPOM (Comitê de Política Monetária) para impedir quedas substanciais na taxa básica de juros. Enquanto toda a sociedade (incluindo sindicalistas e industriais) cobra ostensivamente maiores cortes na taxa básica de juros, o mercado de títulos públicos atua na contramão, exercendo o poder político do capital financeiro sobre os diretores do banco Central. Na questão do prazo médio de resgate o alongamento foi tênue, passando de 35,3 meses em 2004 para 42 meses ao fim de 2008.

O crescimento das reservas internacionais fora resultado de saldos positivos no balanço de pagamentos e da expressiva redução do uso da poupança externa, face aos consideráveis saldos comerciais, embora havendo a permanência de déficits na balança de serviços, possibilitando a atenuação do quadro de vulnerabilidade externa, em que a composição dessas reservas se dera, em sua maior parte, pela conta corrente ao invés dos fluxos de capitais de portfólio. No que tange à modalidade de emissão dos títulos públicos e à estrutura dos prazos de resgate, observamos uma redução da participação percentual dos títulos pós-fixados e dos títulos cambiais e um crescimento da participação dos títulos prefixados e de índices de preços. Em dezembro de 2005, a participação dos títulos indexados à SELIC (LFT) era de 43,9% e em dezembro de 2008 já era de 32,4%, no mesmo período observou a redução dos títulos cambiais de 17,6% para 9,7%, e dos demais títulos (TR e outros) de 1,8% para 1,4%. Por outro lado, houve uma melhora na participação de títulos prefixados (LTN) de 23,6% para 29,9%, e dos títulos atrelados aos índices de preços (NTN-B), de 13,1% para 26,6%. No total da composição percentual da dívida pública federal temos, em números de 2008, 56,47% referentes aos títulos prefixados e índices de preços, e 43,53% referentes aos pós-fixados (SELIC), aos títulos cambiais, e aos demais títulos. Na questão do prazo médio de resgate houve um alongamento de 35,3 meses em 2004 para 42 meses ao fim de 2008.

O relativo alongamento dos prazos médios de resgate dos títulos públicos e o maior direcionamento da emissão destes títulos para um viés prefixado não inverteram por si só o montante de recursos públicos disponibilizado mensalmente para as despesas com juros reais e também para as despesas de amortização. A política de formação de superávits primários continuou drenando parte expressiva da poupança pública para o processo de rolagem da dívida interna

em montantes até superiores aos piores momentos de elevação da taxa SELIC, quando o Real sofrera sucessivos ataques especulativos, não representando uma transformação estrutural no sentido de reduzir de forma considerável o comprometimento da poupança pública com os pagamentos dos serviços de rolagem da dívida interna; sendo o superávit primário de 4,83% do PIB em 2005, 4,32% em 2006, 3,98% em 2007, e -4,07% em 2008 por conta do reflexo direto da crise internacional do Sub-Prime sobre a arrecadação dos diversos níveis de governo, quando o PIB do último trimestre de 2008 sofrera uma retração de 3,6%, mesmo com um crescimento acumulado de 5,1% no ano (IBGE). A Nota Técnica nº 149 (abril de 2009) do INESC (Instituto de estudos Socioeconômicos, sediado em Brasília) é uma das melhores provas empíricas para a constatação do estrangulamento da poupança pública: as despesas de juros e encargos das dívidas interna e externa somaram R\$ 110,16 bilhões em 2008, as despesas com pessoal e encargos sociais foram de R\$ 144,08 bilhões, e as despesas de investimento ficaram restritas a R\$ 25,38 bilhões. O Plano Anual de Financiamento de 2009, definido pela Secretaria do Tesouro Nacional, também exprime o grau de aniquilamento da poupança pública frente às despesas relativas ao endividamento público. Um total de recursos orçamentários de R\$ 91,3 bilhões²⁰ disponibilizado para os pagamentos de juros e amortizações se apresenta insuficiente diante de uma necessidade bruta de financiamento de R\$ 400,5 bilhões, que corresponde à R\$ 16,1 bilhões para a dívida externa, mais R\$ 20,8 bilhões para encargos no Banco Central, e mais R\$ 363,3 bilhões para a dívida interna em mercado; significa dizer que o total de R\$ 309,2 bilhões de necessidade líquida de financiamento será integrado à rolagem da dívida interna pela emissão de novos títulos, contribuindo para a continuidade do processo de estancamento da poupança pública e de respectiva drenagem da poupança privada para as bases não-produtivas da economia brasileira.

A lógica de todos os modelos de estabilização empregados durante o Real preconizou o estancamento da poupança pública como forma de manutenção das regras de equilíbrio orçamentário, dentro do que se convencionou como política de formação de superávits primários a partir de 1999, e mesmo antes, entre 1994 e 1998. No que tange à observação das execuções de políticas públicas se apreende o fato de que a figura do contingenciamento orçamentário passou a ser a diretriz de formulação dessas mesmas políticas. Não havendo quaisquer programas de fomento ao desenvolvimento econômico e social entre 1994 e 2004, ainda mais pelo fato da persistência de quadros de desemprego que passaram a ser estruturais, e não somente conjunturais. A inexistência de um direcionamento de recursos públicos, nesse período, para a retomada do

crescimento agravou a situação social, pois a permanência de um longo período de desinflação, apenas atenuado por breves períodos de crescimento como em 2000 (4,4%) e em 2004 (4,9%), não fora capaz de reverter a estrutura de desemprego criada no período pós-estabilização, pois as cadeias produtivas, adequadas com novos patamares de ganhos de produtividade, não foram capazes de reabsorver a mão-de-obra que fora desempregada.

“[...] Além do enxugamento nos segmentos intermediários de renda na estrutura social brasileira, verificou-se que a aplicação da agenda neoliberal teve por resultado o esvaziamento de recursos públicos alocados tradicionalmente nas políticas sociais como saúde, educação, e previdência e assistência social. Todas elas passaram a afetar menos os segmentos mais organizados e de classe média em virtude da desvinculação do orçamento da seguridade social e da racionalização dos gastos sociais. Em nome da responsabilidade fiscal foram implementados dois novos sistemas de garantia de renda mínima no país. De um lado, as taxas de juros básicas estabelecem o nível de garantia mínimo de renda a cerca de 20 mil famílias que vivem da aplicação de suas riquezas no circuito da financeirização. Desde o final da década de 1990 que o Brasil vem transferindo anualmente algo em torno de 10% de todo o Produto Interno Bruto na forma de uma renda mínima aos ricos. De outro lado, ganhou maior dimensão desde o ano de 2001 a difusão de programas de complementação de renda mínima para segmentos miseráveis da população. A cada ano, cerca de 0,5% do PIB nacional tem sido transferido a quase 10 milhões de famílias que vivem em condições de extrema pobreza. Neste termos, observa-se que o enfrentamento da nova polarização social requer não apenas políticas para pobres, mas fundamentalmente de políticas para os ricos” (POCHMANN, 2008, pp.92,93).

De fato, a questão do desemprego, em taxas que chegaram a atingir 10% da força de trabalho em fins da década de 90 se estigmatizara como a principal perda da classe trabalhadora com os instrumentos de política econômica que promoveram a estabilização, isto é, a cristalização do desemprego como decorrência de ajustes nas esferas produtivas pela geração ostensiva de ganhos de produtividade do capital, e acima de tudo, pela ausência do planejamento público para a promoção do desenvolvimento a partir da poupança pública, dado que esta se encontra estritamente comprometida com a rolagem da dívida interna.

6. Conclusões

O balanço dos dez primeiros anos do Plano Real (1994-2004), no que tange ao quadro de endividamento público interno, demonstrou a cristalização de uma dívida interna com um nível de indexação à taxa básica de juros até

superior à dívida interna pré-estabilização. De fato, a estabilização dos níveis de inflação não reverteu o sistema de financeirização da economia, mas ao contrário, ressuscitou o crescimento da dívida interna como forma de explicitação e “capitalização” desta financeirização. Nesse processo de desinflação, a dívida interna representou uma válvula de escape, senão um amortecedor dos choques externos das últimas décadas, convertendo vulnerabilidade externa em endividamento interno através das operações de esterilização, que representam a emissão de títulos públicos com o propósito de enxugar a moeda emitida para a compra de divisas, dentro do processo de formação de reservas internacionais. O crescimento da dívida interna, por conta das operações de esterilização, se dera em função da emissão de títulos públicos sob taxas reais de remuneração em patamares absurdos, como resultado da pré-determinação, por parte do Banco Central, do atendimento à demanda do mercado de títulos públicos. Trazendo à tona a presença da preferência pela liquidez²¹ como característica mor dos agentes do mercado de títulos públicos em uma economia cujo setor financeiro se consolidara como hegemônico frente os demais segmentos do capital produtivo.

O poder deste mercado pôde ser comprovado pelo fracasso da tentativa inicial de se prefixar a maior parte do estoque da dívida interna, pois ao fim de 2004, os títulos pós-fixados haviam assumido a liderança na composição total do estoque; retornando praticamente aos mesmos níveis do 1º semestre de 1994, antes do lançamento do Real, em tempos cuja regra de pós-fixação dos títulos era inerente à própria existência da indexação, algo desnecessário, em tese, dentro de um cenário de preços estáveis. O incremento da demanda por títulos cambiais e pós-fixados, em momentos distintos, fora o retrato da convergência das expectativas deste mesmo mercado em relação a uma suposta “volta” da inflação, exigindo, então, a emissão destas modalidades de títulos como forma de um sinal quanto à manutenção da estabilidade. A formação de bolhas especulativas no mercado cambial, tanto na demanda por títulos atrelados ao câmbio, como na própria demanda por moedas estrangeiras (nos anos de 1998, 1999, 2001 e 2002), nada mais foi do que uma ameaça do mercado financeiro nacional contra a estabilidade monetária; em conjunturas cujo balanço de pagamentos se encontrava debilitado.

A marca do endividamento interno no período pós-Plano Real, do ponto de vista de um processo de desinflação, pode ser considerada como um efeito colateral não apenas do modelo de estabilização empregado (pela indução à captação externa), mas como um resultado direto do uso exclusivo da política monetária, dentro de uma estrutura de elevada preferência pela liquidez, con-

forme a perspectiva teórica keynesiana. A política monetária fora a peça fundamental da desinflação no regime de câmbio fixo, no período 1994-1998 (desde o último ano do Governo Itamar, passando pelo 1º mandato de FHC), como também desde 1999, quando da implementação do sistema de metas de inflação. De mesmo modo que também vem sendo a principal ferramenta da estabilização no 2º mandato de FHC e nos dois mandatos de Lula, tanto na gestão de Antonio Palocci, como de Guido Mantega, à frente do Ministério da Fazenda, em que o Banco Central assumira praticamente o comando das regras de estabilização, numa espécie de “autonomia”, se firmando como o executor absoluto da política monetária. A política monetária atuou nas frentes relativas ao represamento da demanda agregada, pelo estímulo à captação externa e por último à política de esterilização do impacto monetário da entrada de divisas, e foi essa combinação de frentes, por meio de taxas estratosféricas de juros, que cada vez mais se direcionou a economia do setor real para o financeiro; vindo a construir uma lógica de estabilização que sugou a poupança pública e que hoje se torna inconcebível falar de “lógica do financiamento do Estado brasileiro”; por que este mesmo Estado se inseriu num processo de financiamento através do progressivo aumento da carga tributária e da constante rolagem de títulos públicos, o qual não representa nenhum processo de financiamento para o desenvolvimento.

O crescimento da dívida pública desde a adoção do Real, especificamente da dívida interna, não consistiu em nenhuma forma de captação de recursos junto ao mercado com o propósito de dinamização de quaisquer políticas públicas, conforme ocorrera em diversas fases de crescimento econômico da história econômica brasileira. Mas de todo um esquema de reciclagem de dívidas privadas, de transferência da geração do valor e da formação do estoque de riqueza a partir do campo financeiro da economia, tendo na dívida pública interna o principal canal deste mecanismo de transferência. Mecanismo, sobretudo, condicionador do baixo percentual de crescimento da formação bruta de capital, no momento em que a poupança interna foi fortemente canalizada para as aplicações de fundos de renda fixa, a exemplo dos Fundos DI, cobertos por títulos públicos.

A preferência pela liquidez, na especificidade do mercado brasileiro de títulos públicos, pode ser entendida como o conceito-chave da metodologia keynesiana responsável pela definição da pressão exercida ao Banco Central pelos principais agentes do mercado de títulos públicos. O termo preferência pela liquidez se encaixa perfeitamente na visualização do processo de determinação da taxa básica de juros e nos respectivos prazos de resgate desses títulos, pois

mesmo com o consenso de que não há mais hoje, na economia brasileira, pressões inflacionárias pelo lado da demanda agregada que pudessem fazer com que a inflação superasse as metas estabelecidas, as principais vozes do mercado financeiro continuam a alertar para o suposto "fantasma da volta da inflação". A questão seria mais simples se este ramo financeiro fosse apenas mais um setor da economia da mesma forma que as federações industriais, só que este exerce diretamente um poder sobre as principais decisões no âmbito da política monetária, o principal instrumento da política econômica para o cumprimento das metas de inflação conforme os parâmetros estabelecidos pelo modelo vigente de estabilização.

Abstract

The mechanism of sterilization of the monetary impact from the entry of external resources, applied in the early years of Real plan, impelled the out of control growth of internal federal debt. The issue of short run bonds under high interest rates was caused, at the same time, by the used stabilization model (that was also focused on sterilization process) and by the attended demand from public bonds market's agents. The requirement of external saving and the historical characteristic of a high liquidity preference from Brazilian bonds market molded the internal federal debt's structure into a new reality of an economy under disinflation. The cost of this process was the contingency for the public saving because of the yearly growth of the real interest expenses.

Key words: external vulnerability; liquidity preference; internal federal debt.

Referências

- ANDREI, Cristian. *O Plano Real e o desempenho da inflação nos primeiros quatro anos*. In: CARNEIRO, R. (org. et alli) *Gestão Estatal: armadilhas da estabilização (1995-1998)*. São Paulo: Edições FUNDAP, 1998.
- ALMEIDA, Júlio Gomes de; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização brasileira, 2002.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. *Desarranjo Fiscal*. Carta Capital, ano XI, nº323. São Paulo: dezembro de 2004.
- _____. *Enriquecimento e Produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo*. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando (orgs.). *Macroeconomia Moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.
- BACEN. *Boletim do Banco Central* (vários números, 1994-2004).
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando José. *Investimento, poupança e financiamento: financiando o crescimento com inclusão*. Texto para discussão. www.unesp.br. Acessado em 18.10. 2004.

- CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. Coleção Economia Contemporânea. São Paulo: Ed. Fundação UNESP; I.E. UNICAMP, 2002.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; PRATES, Daniela Magalhães. *Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90*. www.desempregozero.org.br. Acessado em 10.09.2006.
- FALCÃO SILVA, Maria Luiza. *Plano Real e âncora cambial*. Revista de Economia Política, vol.22, nº3 (87), julho-setembro/2002.
- FEIJÓ, Carmem Aparecida. *Decisões empresariais em uma economia monetária de produção*. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando (orgs.) *Macroeconomia Moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.
- FGV. *Conjuntura Econômica* (vários números, 1994-2004).
- FILGUEIRAS, Luiz Antonio de Mattos. *História do Plano Real: fundamentos, impactos, e contradições*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2003.
- GONÇALVES, Reinaldo. *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.
- GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. *A armadilha da dívida*. In: Coleção Brasil Urgente. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2002.
- IBGE. *Contas Nacionais* (1994-2008), www.ibge.gov.br, acessado em 20.07.2009.
- INESC. www.inesc.org.br, acessado em 20.07.2009
- IPEA. www.ipeadata.gov.br, acessado em 18.07.2009
- KREGEL, Jan. *Risks and implications of financial globalisation for national policy autonomy*. Artigo preparado para a Conferência Internacional: Macroeconomia em face da globalização, org. CORECON. Brasília, 1996.
- _____. *Was there an alternative to the Brazilian crisis?* Brazilian Journal of Political Economy, 19 (3): 23-28, July-September, 1999.
- LAPLANE, Mariano; SARTI, Fernando. *Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90*. Texto para discussão, nº 629. Brasília, DF: IPEA, 1999.
- LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. *Um olhar sobre a política fiscal recente*. Texto para discussão nº111. I.E. UNICAMP, 2002.
- MENDONÇA, H. F. *Três ensaios sobre a dívida pública e a determinação da taxa de juros na economia brasileira*. Finanças Públicas, VIII Prêmio Tesouro Nacional, 2003. Brasília, DF, 2004.
- OREIRO, José Luís. *O debate sobre os determinantes da taxa de juros*. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando. (orgs.) *Macroeconomia Moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.
- POCHMANN, Marcio. *Qual desenvolvimento? Oportunidades e dificuldades do Brasil contemporâneo*. São Paulo: Ed. Publisher, 2008.
- PRATES, Daniela Magalhães. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa*. In: CARNEIRO, R. (org. et alii). *Gestão Estatal: armadilhas da estabilização (1995-1998)*. São Paulo: Edições FUNDAP, 1998.

Notas

¹ A SELIC teve uma atuação no início do Plano Real como taxa de overnight, remuneradora dos títulos pós-fixados, só sendo escolhida como taxa básica de juros a partir de 1997.

² Ver (ANDREI, 1998).

³ A maior parte dessa movimentação foi direcionada para aplicações em derivativos.

⁴ “Se, por um lado, o retorno dos fluxos de capitais voluntários constituiu uma pré-condição para o sucesso desse plano, por outro lado, o grau de vulnerabilidade externa da economia à reversão dos fluxos dependeu das características do programa de estabilização, que se distinguiu em relação a dois fatores: a gestão macroeconômica dos fluxos de capitais e o grau de abertura financeira da economia” (PRATES, 1998, p. 21).

⁵ -1991: Anexo IV à Resolução nº 1.289/87. Ao contrário dos demais anexos dessa resolução, permitia a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico (segmentos primário e secundário) e não estava sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência.

-Aquisição de cotas de fundos de investimento, que se diferenciavam em relação às modalidades de aplicação permitidas: Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro, instituídos em 1991; Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro, criados em 1993; e dois fundos de investimento no país, que foram abertos à participação estrangeira em 1996 (Fundos de Investimento em Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário).

-Contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante (CC-5): única modalidade de aplicação que não estava sujeita às restrições quanto ao tipo de aplicação. Mediante a conta específica de “Instituição Financeira”, as instituições credenciadas pelo Banco Central podiam negociar moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, em quantidade ilimitada. Em contrapartida, as aplicações através das CC-5 incorriam em um maior risco cambial – já que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas – e recebiam o mesmo tratamento.

⁶ -Além dos eurobônus e das euronotas, foi autorizada a emissão de novos títulos de dívida direta – *Commercial Papers*, *Export Securities*, Títulos e Debêntures Conversíveis em ações pelas empresas, e Certificados de Depósitos ou *Depositary Receipt* (DR), que constitui um certificado representativo de ações de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados de capitais dos Estados Unidos (ADR) ou em diferentes mercados simultaneamente (*Global Depositary Receipt*, *GDR*). Os investimentos estrangeiros através de DR constituíam o Anexo V à Resolução nº 1.289/87.

-Permissão, em 1991, da emissão de títulos de dívida pelos bancos nos termos e nos fins previstos pela Resolução 63/1967. As modalidades de repasse desses recursos também foram ampliadas. Além dos empréstimos para a indústria, comércio e serviços, foram autorizados os créditos com *fundings* externo para os setores imobiliário e rural (em 1995) e para empresas exportadoras (em 1996).

⁷ -Resolução nº 2.689 de 26/01/2000: extinguiu as diferentes modalidades de aplicações mediante o mercado de câmbio comercial (com exceção do Anexo III, que regulamenta os investimentos estrangeiros de portfólio em fundos fechados, negociados em bolsas de valores estrangeiras) e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, na qual os investidores

não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro, bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à CVM. O representante também precisa efetuar o cadastramento, ou recadastramento, no caso dos investidores dos Anexos I, II e IV, que concede um código CVM individual para cada investidor. Somente após a posse desse código, os investidores podem aplicar dinheiro novo e realizar as transferências de recursos dos antigos instrumentos para a nova modalidade de aplicação.

- O Conselho Monetário Nacional (CMN) através da Resolução nº 2.270 de 30/08/2000, revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Foi eliminada a exigência de autorização do Banco Central do Brasil para qualquer tipo de captação de recursos – assim, o regime passou de autorizativo para declaratório – e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos. A única restrição mantida foi a cobrança de IOF de 5% sobre as operações com prazo inferior a 90 dias.

⁸ Em dezembro de 2004, os bancos radicados no Brasil foram os principais compradores dos títulos da dívida pública federal, adquirindo 65,9% das ofertas.

⁹ Ver (GONÇALVES; POMAR, 2002, p. 35).

¹⁰ “A questão keynesiana de expectativas auto-realizáveis emerge de um modelo heterodoxo completamente diferente. No caso de Keynes, ‘fundamentos’ não são importantes já que eles não podem ser a base para expectativas do futuro em um mundo onde prevalece o estado de incerteza radical, pois mesmo se variáveis fundamentais de distribuição de probabilidade condicional existissem não seria possível realizar previsões confiáveis em um mundo não-ergódico. De acordo com Keynes, os ‘fundamentos’ seriam dependentes das expectativas dos agentes e mais especificamente dos *animal spirits*. Não há uma separação clara possível entre fundamentos e bolhas, de certa forma ambos são partes de um mesmo fenômeno e dependentes do estado das expectativas. No caso das taxas de juros, se mais agentes acreditarem que elas irão subir e por isso vendem os títulos, maior será o aumento das mesmas” (FALCÃO SILVA, 2002).

¹¹ Atraso, por parte da União, dos repasses para as esferas sub-nacionais, dos fundos de participações constitucionais, e de outras despesas federais. O mecanismo possibilitava maior sobre de caixa quanto maior fosse a aceleração inflacionária. A indexação plena das receitas e a manutenção das despesas sob a forma de moeda corrente também era conhecida como efeito Bacha, ou efeito Tanzi às avessas.

¹² A desindexação e o estabelecimento de uma referência monetária, o Real, apenas cumpriram a atribuição de debelar a inflação, entretanto, a dinâmica financeira não foi modificada na essência, por mais que se tenha restabelecido a demanda por moeda. O sistema financeiro, inclusive, aprimorou seus lucros através do mercado de títulos públicos em substituição à velha ciranda financeira.

¹³ “No período 1994-1997, a entrada líquida de capitais promoveu a expansão do passivo externo e das reservas do BACEN, cuja política de esterilização monetária levou ao crescimento da dívida pública interna. Na fase de saída líquida, a queda das reservas foi acompanhada da elevação dos juros, o que encareceu o serviço da dívida e determinou o rápido crescimento da relação Dívida/ PIB” (BELLUZZO, 2004).

¹⁴ Anos em que o mercado interno registrou as maiores procuras por títulos indexados ao câmbio.

¹⁵ Entre janeiro e julho de 1994, às vésperas do Plano Real, a parcela de títulos indexados ao câmbio foi sendo reduzida, assim como a parcela indexada à inflação e a parcela prefixada. A dívida mobiliária foi sendo rolada com a utilização de títulos pós-fixados. Em junho de 1994, apenas 10,7% da dívida mobiliária federal se encontrava atrelado à variação cambial. A maior parte,

45,7%, estava atrelada à variação da taxa de *overnight* (os títulos de menor risco), enquanto 25,5%, do total da dívida, indexado ao IGP-M. O total de títulos prefixados correspondia a 7%. Com inflação menor e desindexação da economia, o mercado de títulos adotou novas características. A proporção de títulos nominais que chegou a zero em 1989, voltou a crescer de forma expressiva após o Plano Real. O governo pôde ofertar mais títulos prefixados e atuou no mercado com leilões de LTN e BBC. Dentro de um programa de desindexação da economia, procurou-se evitar títulos indexados a índices de inflação, mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar do que pelo efeito inflacionário concreto, já que não existem evidências empíricas de que a indexação de títulos à inflação seja inflacionária.

¹⁶ Durante os anos de 1995 e 1996, ainda sobre o efeito do sucesso do Plano Real, foi aumentada a colocação de LTN e BBC, reduzindo a exposição aos demais indexadores da dívida pública. Em setembro de 1996, a parcela prefixada chegou ao pico de 62,4%, enquanto as parcelas indexadas ao câmbio, à inflação e à taxa de juros de curto prazo correspondiam a 7,9%, 2,0% e 17,9% respectivamente. Após meses ofertando basicamente BBC, LTN e NTN-D, no início de 1997, o governo ofertou NBC-E e aumentou a parcela de NTN-D, tentando conter o aumento da demanda por dólares, causada pelos resultados ruins da balança comercial. Em outubro de 1997, o Brasil começou a sofrer contágio da crise asiática, e o Banco Central se viu obrigado a aumentar a taxa de juros (SELIC) de 20,70% para 43,41%. Nos últimos quatro meses de 1997, com a deterioração da situação na Ásia, a procura por *hedge* contra a possível desvalorização do Real cresceu, e a participação de títulos cambiais no total da dívida mobiliária chegou a 15,42% em dezembro de 1997. Ao longo de 1998, a parcela cambial foi sendo gradativamente aumentada, sobretudo com a colocação de NBC-E e NTN-D. A partir do segundo semestre já se começou a sentir os efeitos do contágio da crise russa, quando o governo optou pela redução da emissão de títulos prefixados, o que fez saltar a participação dos pós-fixados para 69,10% ao fim de 1998. Vale também ressaltar que, em setembro de 1998, mais um título cambial foi criado: a Nota do Banco Central-Série F; com o objetivo de estender a possibilidade de *hedge* aos agentes na tentativa de reduzir o fluxo de divisas pra fora do país. O prazo mínimo era de 3 meses, com atualização do valor nominal do título de acordo com a variação da cotação de venda do dólar no mercado, sendo consideradas as taxas médias dos dias anteriores às datas de emissão e resgate do título. A taxa de juros contratada foi estabelecida em 6% a.a. com pagamentos semestrais. O principal seria pago em parcela única no vencimento. Em outubro de 1998, a parcela prefixada ainda teve uma pequena elevação devido à criação do Bônus do Banco Central-Série A (BBC-A), mas esse aumento não se sustentou dadas às pressões do mercado. A redução da maturidade foi causada pela colocação de títulos prefixados e curtos, o que aproximou os vencimentos e aumentou os riscos de rolagem da dívida. Com o aumento das incertezas quanto à continuidade do regime cambial, até mesmo os títulos prefixados de maturidade curta não foram mais possíveis de serem ofertados. Assim, a colocação de títulos pós-fixados e indexados ao câmbio (substituindo os prefixados) permitiu que a maturidade voltasse a crescer. Já se percebia, entretanto, o custo nesta opção por estes títulos indexados, já que um futuro aumento na taxa de juros ou uma depreciação do câmbio elevaria os custos da dívida pública.

¹⁷ O primeiro superávit em conta corrente após várias décadas foi da ordem de US\$ 4 bilhões, em 2003.

¹⁸ "Numa economia, sujeita à incerteza não redutível ao cálculo de probabilidades, os indivíduos valorizam a posse de ativos líquidos nos portfólios. Dessa forma, eles só estarão dispostos a reter ativos ilíquidos se lhes for oferecida uma recompensa explícita pela renúncia à posse de ativos líquidos. Essa recompensa é precisamente a taxa de juros. A Teoria da Preferência pela Liquidez afirma, portanto, que ativos com diferentes graus de liquidez devem proporcionar aos indivíduos que os retêm, recompensas monetárias inversamente proporcionais ao seu grau de liquidez" (OREIRO, 1999, p. 229).

¹⁹ O maior superávit em conta corrente até então verificado na história brasileira, desde o início da medição em 1947. No ano anterior, 2003, o superávit fora de US\$ 4,6 bilhões, superando os déficits de US\$ 7,75 bilhões em 2002, US\$ 23,21 bilhões em 2001, US\$ 24,22 bilhões em 2000, US\$ 25,33 bilhões em 1999 e US\$ 33,41 bilhões em 1998.

²⁰ Valores oriundos da proposta orçamentária, Lei nº 11.897, de 30/12/2008, e que não incluem o resultado do Banco Central e o superávit financeiro de 2008 (TESOURO NACIONAL, 2009).

²¹ A elevada taxa real de juros desde o lançamento do Real e a questão do curto prazo quanto ao resgate dos títulos públicos derivou justamente da preferência pela liquidez, uma característica intrínseca da dívida pública brasileira, independente de qualquer conjuntura, e que se enraizou como um fator impeditivo de reestruturações no que se convencionou como financeirização da economia brasileira.