

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**COMPOSIÇÃO E TRAJETÓRIA DA DÍVIDA INTERNA BRASILEIRA NO
PERÍODO PÓS-REAL**

Aluno: Luiz Henrique Petersen Forjaz

Matrícula: 9615343-0

Orientador: Fábio Giambiagi

01 de Dezembro de 2000

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma
de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.**

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Agradeço a meus pais por terem sempre se esforçado em me dar a melhor educação possível e que contribuíram intensamente para meu caráter e minha formação pessoal.

Agradeço a meu orientador, Fábio Giambiagi, pelos comentários e sugestões que contribuíram para que este trabalho saísse da melhor forma possível.

Índice

I.	Introdução.....	06
II.	A Dívida Mobiliária Federal no Brasil Pós-Real.....	08
	II.1 O Papel do Mercado Financeiro.....	08
	II.2 Antecedentes Históricos da Dívida.....	11
	II.3 Composição e Evolução da Dívida Mobiliária Federal no Período Pós-Real.....	15
	II.3.1 O Ano de 1994: A Implementação do Plano Real:.....	15
	II.3.2 1995 e 1996: A Crise Mexicana:.....	17
	II.3.3 1997: A Crise Asiática abala o Mercado Mundial:.....	26
	II.3.4 1998: O Ano da Crise Russa e do Fundo de Hedge Americano – LTCM:.....	30
	II.3.5 Os Anos de 1999 e 2000: Da Desvalorização à Recuperação:.....	34
	II.4 Descrição dos Títulos Públicos em Poder do Público.....	41
III.	A Condição de Equilíbrio da Dívida Pública Brasileira.....	45
	III.1 Fundamentos Teóricos:.....	49
	III.2 Simulações para o Caso Brasileiro.....	52
IV.	Conclusão.....	62

V.	Apêndice: Dados.....	65
VI.	Referências Bibliográficas.....	74

I. Introdução

O Plano Real implantado em julho de 1994 veio a ser um divisor de águas da economia brasileira. O país veio de uma situação de hiperinflação para uma economia estável com uma inflação baixa. Inúmeros avanços foram alcançados desde então em todos os setores da economia, mas não sem alguns contratemplos, como as crises externas, México, Ásia, Rússia e LTCM; o fundo de hedge americano; e a desvalorização do Real no início de 1999, devido à insustentabilidade da política cambial vigente na época.

As crises citadas tiveram graves conseqüências sobre a área fiscal. Elas foram responsáveis por um aumento da dívida pública de 26% do PIB¹, em 1994, para cerca de 44,7%, em dezembro de 1999, parte provocado pelas políticas de juros altos utilizadas como forma de proteção à moeda, e parte da desvalorização da moeda, quando esta ocorreu.

¹ Os dados referentes a relação dívida/PIB serão considerados sem a base monetária.

A questão fiscal, após a desvalorização do Real, passou a centrar todas as atenções do mercado. A relação dívida pública/PIB é o indicador que melhor mostra o andamento das contas públicas, sendo sua trajetória de grande importância para a melhora da percepção de risco que os investidores externos têm do Brasil e o tão esperado “*upgrade*” no risco soberano do país dado pelas agências internacionais.

O objetivo deste trabalho é demonstrar como ocorreu esse aumento da relação dívida pública/PIB, e sob quais circunstâncias ela poderia assumir uma trajetória explosiva. Para isso analisaremos a composição da dívida pública no Brasil no período pós-Real, destacando os diversos títulos usados pelo governo para se financiar e seus efeitos sobre o total da dívida pública dadas as crises que o país passou. Além disso, analisaremos, ao longo do tempo, dados diferentes níveis de déficit ou superávits primários e a evolução da dívida pública, traçando algumas trajetórias possíveis.

O trabalho deverá ser organizado em quatro capítulos, sendo o primeiro uma introdução; o segundo um apanhado histórico sobre a evolução e composição da dívida pública no período pós-Real; o terceiro capítulo irá analisar as relações existentes entre os diversos componentes que afetam a trajetória da dívida, sendo eles, os juros, senhoriagem, superávit/déficit primário, base monetária, inflação, o PIB e a dívida pública. Para finalizar este capítulo, serão feitas algumas simulações quanto à trajetória da dívida. Finalmente, o quarto irá conter a conclusão do trabalho.

II. A Dívida Mobiliária Federal no Brasil Pós-Real

II.1 O Papel do Mercado Financeiro:

A dívida pública brasileira é administrada por duas instituições, o TN (Tesouro Nacional representado pela Secretária do Tesouro Nacional – STN) e o BC (Banco Central do Brasil), e retida, em sua maior parte, por agentes privados – Bancos, Corretoras e Fundos, em sua maioria – que as adquirem em leilões. Essa relação entre os administradores e os agentes é que será objeto de estudo desta seção.

O BC tem em uma de suas funções a realização de operações em *open market*, que consistem em compras e vendas de títulos públicos. Existem pelo menos duas maneiras dessas operações se processarem: uma delas seriam os leilões de títulos públicos, na qual qualquer instituição financeira poderá participar, a outra seriam os *go arounds*. Os leilões são de responsabilidade, em sua maioria, pelo TN, que tem como objetivo financiar o déficit fiscal e obter recursos para a rolagem de sua dívida que está vencendo. O BC é responsável, hoje em dia, apenas pela rolagem dos títulos cambiais que estão vencendo.

O BC realiza também *go arounds*, que são leilões onde somente as instituições que são *dealers*² do BC podem participar. Esses leilões são utilizados pelo BC para fazer ajustes rápidos na liquidez do mercado, ou seja, se o mercado está credor, com excesso de liquidez, o BC pode vir a fazer leilões de venda de papel, enxugando a liquidez; no caso do mercado estar devedor, o BC pode vir a fazer leilões de compra de papéis para aumentar a liquidez do mercado – típica operação de *open market*.

Definidas as funções dos administradores da dívida pública, passa-se à definição das funções dos agentes que financiam essa dívida, as instituições financeiras. A essas instituições cabe prover o governo com a quantidade de recursos necessárias para que ele se financie. São essas instituições que serão responsáveis pela definição dos principais aspectos da dívida do governo, sendo eles: tipo de títulos, prazo e taxas.

Com os agentes definidos, falta definir os mercados em que eles atuam. O mercado primário consiste no mercado de colocação de títulos, os leilões, como explicado acima. O mercado secundário consiste nas operações com esses títulos pelos agentes financeiros. Existem várias operações, mas as mais utilizadas são as operações compromissadas e as definitivas. As operações compromissadas são operações de compra e venda, na qual a instituição tem o compromisso de recomprá-la ou revendê-la numa data futura (normalmente no dia seguinte). Essas operações visam equilibrar o mercado, ou seja, as instituições que têm dinheiro emprestam aos que não tem, tendo como garantia os títulos públicos.

² *Dealers* são instituições credenciadas pelo BC que servem de intermediários entre o BC e as demais instituições.

Existem também as operações definitivas, onde as instituições compram e vendem definitivamente esses títulos.

O perfeito funcionamento do mercado secundário é de extrema importância para a melhor administração da dívida pública, já que, como foi dito, é o mercado que irá definir as condições de rolagem da dívida. Se não houver mercado, as instituições perdem o interesse por não terem meios de, por exemplo, venderem um papel no caso de necessitarem do dinheiro.

II.2 Antecedentes Históricos da Dívida:

O mercado de capitais que existe hoje começou a ser moldado com a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, através da Lei 4595 de 1964. A institucionalização do mercado de capitais ocorreu no ano seguinte, pela Lei 4728/65. A partir deste momento diversas mudanças passaram a tomar forma.

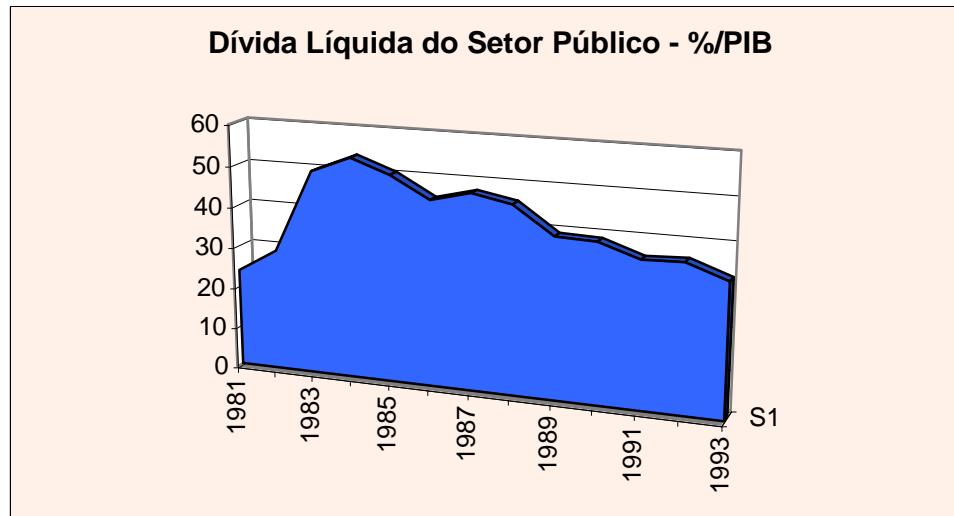
A criação da correção monetária e das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) pela Lei 4357/64 visou neutralizar os efeitos da inflação, além de financiar os déficits do TN. Neste ponto vale ressaltar o fato do governo estar disposto a criar um mercado aberto, o que não existia.

A criação, em 1971, das LTNs (Letras do Tesouro Nacional) deu mais mobilidade ao BC na condução da política monetária, já que antes as operações de *open market* eram realizadas apenas com as ORTNs. A Lei Complementar 12, de 1971, deu ao BC autorização para emitir títulos de giro da dívida de responsabilidade do TN, o que ocasionou um aumento da participação das LTNs no mercado.

A composição da dívida pública mudou várias vezes ao longo da década de 80, mas uma característica marcante desse período foi o perfil de curto prazo da dívida. Os títulos emitidos eram todos de responsabilidade do TN, LTNs e ORTNs. Isto permaneceu até 1985.

O gráfico 1 mostra a evolução da dívida na década de 80 e início de 90.

Gráfico 1



Em fevereiro de 1986 veio o Plano Cruzado, e com ele a troca das ORTNs por OTNs (Obrigações do Tesouro Nacional), já que foi extinta a correção monetária. O BC passou a poder emitir títulos de sua própria responsabilidade, sendo seu primeiro título as LBCs (Letras do Banco Central), de características pós-fixadas.

Com o aumento da inflação e o fracasso do Plano Cruzado, em novembro de 1986 foi criado o Cruzado II, que iria durar até junho de 1987. Neste segundo plano, as OTNs foram congeladas e trocadas pelas LBCs como indexador dos ativos financeiros.

Em junho de 1987 foi criado o Plano Bresser, que promoveu novo congelamento. Neste ano o BC não mais emitiu títulos, ficando o TN com essa responsabilidade. Para isso

criou as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), que tinha as mesmas características das LBCs.

O Plano Bresser também fracassou e em janeiro de 1989 um novo plano foi criado para tentar controlar a inflação, o Plano Verão, que durou até 1990, mas também sem sucesso.

O Plano Collor de estabilização foi posto em prática em março de 1990. Este plano promoveu o confisco de ativos financeiros, pois a inflação era vista como causa do excesso de ativos financeiros de curto prazo nas mãos do setor privado. O *overnight* foi extinto e a maturidade dos títulos restantes foi estendida para 18 meses e rendiam BTN (Bônus do Tesouro Nacional) mais 6% a.a., que onerava o TN bem menos que as LFTs.

Com esse confisco, o mercado passou a temer novas emissões do BC, que teve dificuldades de se financiar através de LTNs. No final de 1990 o BC foi novamente autorizado a emitir títulos de sua responsabilidade, foram criadas as BBCs (Bônus do Banco Central), idênticas às LTNs.

Um novo plano foi criado em 1991, tendo em vista que o plano atual não tinha obtido resultados no combate a inflação. Foi criado o Plano Collor II. A partir de outubro de 1991, o TN passou a emitir novos títulos, as NTNs (Notas do Tesouro Nacional), de diversas características.

O Plano Collor II também não obteve sucesso, e de 1992 até 1994, a economia voltou a apresentar uma inflação crescente que acabou por resultar na criação do Plano Real, que será detalhado na próxima seção.

II.3 Composição e Evolução da Dívida Mobiliária Federal no Período Pós-Real:

O Plano Real foi responsável pela eliminação do processo inflacionário que persistia no país. Foi ele também o responsável por um aumento considerável da dívida brasileira, ela foi de 26% do PIB em 1994, para 44,7% do PIB em 1999. Esta evolução da dívida será objeto de estudo desta seção. Para facilitar a análise da evolução e composição da dívida pública, esta seção será dividida em 5 sub-seções, uma correspondente para o ano de 1994, uma para 1995-6, outra para 1997, 1998 e uma para 1999/2000 a partir de 1994, sendo que para o ano 2000, somente o primeiro semestre será analisado.

II.3.1. O ano de 1994: A implementação do Plano Real:

Em julho de 1994 foi implantado um novo plano de estabilização, chamado de Plano Real. O Plano Real se baseou em duas âncoras, uma cambial e outra monetária. Do lado cambial, antes da adoção do Plano Real, víamos uma forte entrada de capitais estrangeiros que eram esterilizadas pela ação do BC comprando o excesso de moeda estrangeira, provocando um aumento da quantidade de moeda em circulação. Por um lado, como apresentado por Franco(1995), o aumento de reservas diluiria os riscos de uma crise cambial, mas aumentava a dívida interna, e conseqüentemente, os juros internos.

O aumento dos juros internos, com os juros externos permanecendo constantes, propiciava uma entrada maior de capitais externos, buscando esse maior diferencial, o que se tornava insustentável tendo em vista as atuações do BC na compra do excesso de moeda.

A primeira medida tomada foi deixar o BC fora do mercado de câmbio, o que evitava essa esterilização. O resultado disso foi uma apreciação cambial após a implementação do Plano Real. No ano de 1994, o saldo da balança comercial foi positivo da ordem de 10,5 bilhões de dólares, mas tínhamos um pequeno superávit em conta corrente, o qual deveria se tornar num elevado déficit em conta corrente com a apreciação cambial. Tendo isso em vista, o BC passou a adotar medidas de restrição a entrada de capitais para evitar uma apreciação ainda maior.

No que tange a política monetária, o BC adotou uma série de medidas para restringir a oferta de moeda na economia. Uma delas era modificar o mecanismo autorizativo para emissões de moeda e a instituição de limites para a sua emissão. Além disso, a base monetária seria lastreada nas reservas internacionais do país.

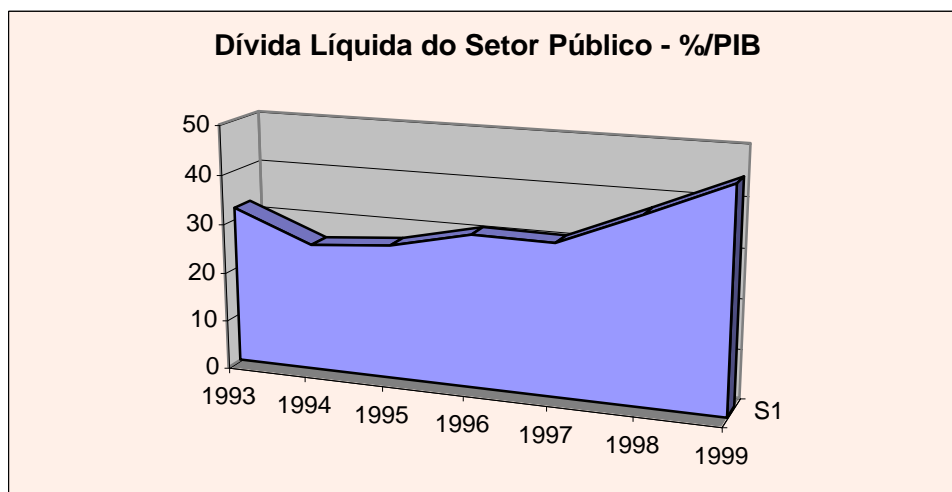
A adoção de políticas de restrição de liquidez visava controlar os efeitos inflacionários que o excesso provocava. O aumento dos recolhimentos compulsórios foi uma das medidas adotadas para travar o mercado de crédito.

Nesse período inicial, vimos uma remonetização da economia, provocada pela nova política cambial, que propiciou uma retirada da ordem de R\$ 13 bilhões, no segundo semestre, de títulos públicos do mercado, ocasionando uma forte contração da dívida

pública. O ano de 1994 finalizou com uma relação dívida/PIB da ordem de 26%, comparado com 32.2% do ano anterior, uma queda de 23% do montante total da dívida.

Em dezembro de 1994, fatores externos iriam começar a afetar a reestruturação da economia. A crise cambial mexicana nos mostraria que não poderíamos conviver com desequilíbrios em nossas contas externas. O gráfico 2 mostra a evolução recente da dívida pública.

Gráfico 2



II.3.2. 1995 e 1996: A Crise Mexicana:

O ano de 1995 começou conturbado pela crise mexicana. Ataques especulativos contra nossa moeda provocaram queda nas reservas da ordem de US\$ 9 bilhões de dólares

até abril. Em março, o BC, para evitar a maciça fuga de capital estrangeiro, promoveu uma desvalorização de 7% e passou a adotar um sistema de bandas de flutuação para o câmbio que iria promover desvalorizações anuais de 7%.

Além dessas medidas na política cambial, o BC aumentou também os impostos sobre produtos importados, para evitar um desequilíbrio maior na balança comercial. No campo monetário, uma política de juros altos reverteria essas saídas de reservas. O nível das reservas voltariam ao normal já em julho.

As políticas adotadas quase não afetaram a dívida mobiliária federal em poder do público, que permaneceu praticamente estável, sendo isto possível pelo fato de que metade das vendas de dólares efetuadas pelo BC não foram esterilizadas, o que provocou um forte aperto monetário.

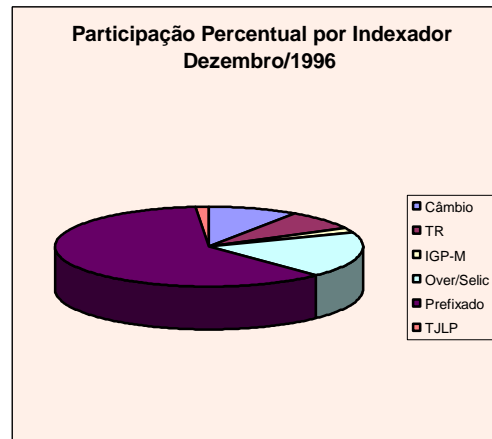
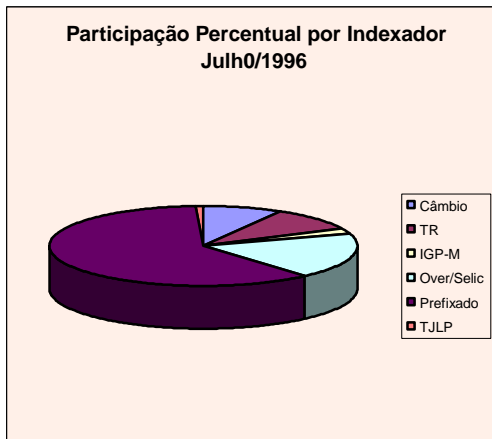
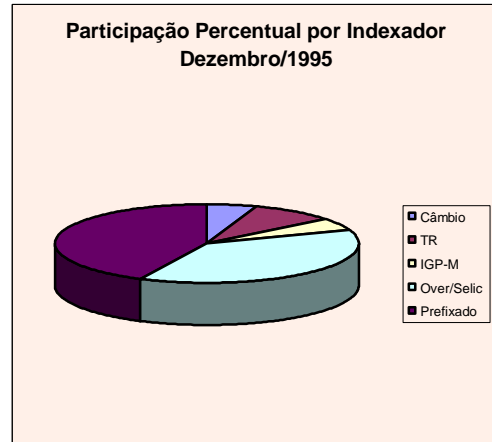
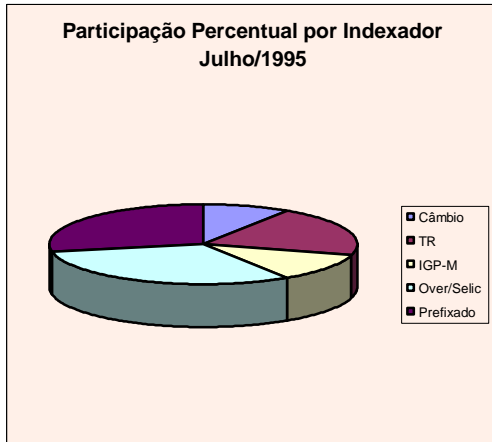
Com a situação controlada, e a consolidação do Plano Real, o TN, no segundo semestre, adotou medidas que visavam aperfeiçoar a administração da dívida pública, já que o ambiente macroeconômico havia mudado consideravelmente. Essas medidas eram:

- início da realização de leilões quinzenais, em contraste com leilões mensais realizados até então;
- formação de comitê composto por membros do TN e do BC, para avaliar variáveis conjunturais e planejar os leilões do TN;

- elevação do grau de transparência e previsibilidade da administração da dívida pública, mediante ampliação dos canais de comunicação com instituições financeiras;
- desindexação gradual da dívida por intermédio da emissão de títulos prefixados e da suspensão de novas colocações de papéis indexados à inflação ou às taxas de juros diárias (*overnight*);
- estímulo à liquidez dos títulos do TN. Essa estratégia estava pautada na oferta regular, em leilão, de papéis com as mesmas características;
- alongamento gradual do perfil da dívida pública a custos aceitáveis;
- alcançar um fluxo de vencimentos uniformemente distribuído, com o propósito de reduzir o risco de refinanciamento da dívida.

Das medidas adotadas, o TN só era autônomo nas três primeiras, já que as outras medidas dependiam do grau de aceitabilidade por parte do mercado. Uma visão mais clara dessas medidas pode ser observada analisando os gráficos de 3-6, mostram a composição da dívida pública para alguns períodos de 1995 e 1996.

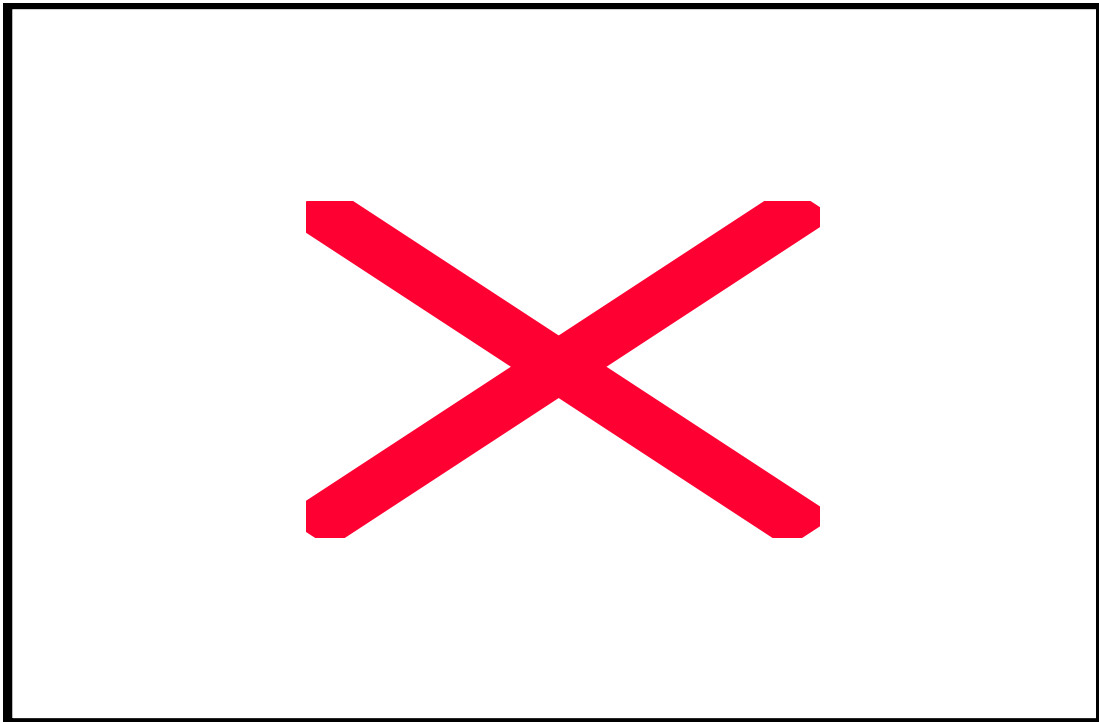
Gráficos 3 – 4 – 5 – 6



Ao analisarmos os gráficos vemos que o percentual de títulos indexados diminuiu consideravelmente no período 95/96. O percentual de títulos prefixados aumenta de 28% em julho de 1995, para 61% em dezembro de 1996, e, como era de se esperar, tendo em vista que, a partir de julho de 1995, não foram mais colocadas LFTs, a participação de títulos indexados à taxa de juros diminuiu consideravelmente, de 31,2% em janeiro de 1995 para 18,6% em dezembro de 1996.

Para perceber melhor essa evolução no tempo, o gráfico 7 mostra a composição dos títulos públicos por indexador ao longo do tempo.

Gráfico 7



No que diz respeito à estratégia do TN de alongar sua dívida, o TN passou a emitir LTNs e NTN-Ds de prazos cada vez mais longos, chegando as NTN-Ds a 24 meses e as LTNs a 365 dias. Os gráficos³ 8 e 9 mostram essas emissões (de 1995 até 1996).

³ Por haverem emissões de prazos diferentes no mesmo dia, os gráficos não apresentam datas.

Gráfico 8

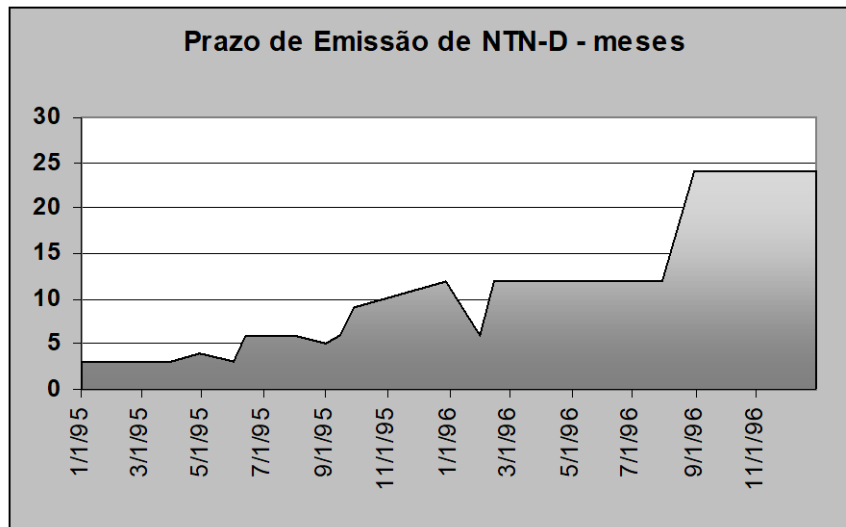
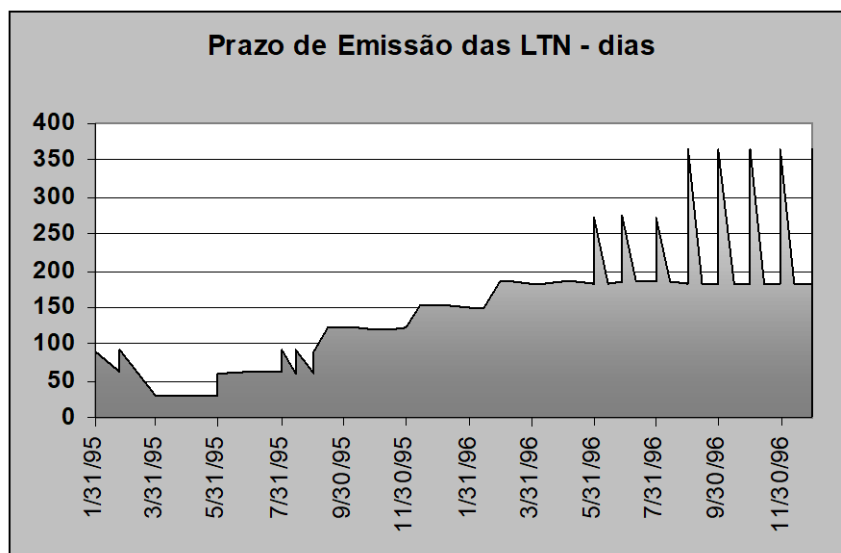


Gráfico 9



O mercado, por encontrar um ambiente cada vez mais calmo, e uma taxa de juros declinante, passou a pedir prêmios menores para as emissões do TN. Os gráficos 10 e 11 demonstram isso.

Gráfico 10

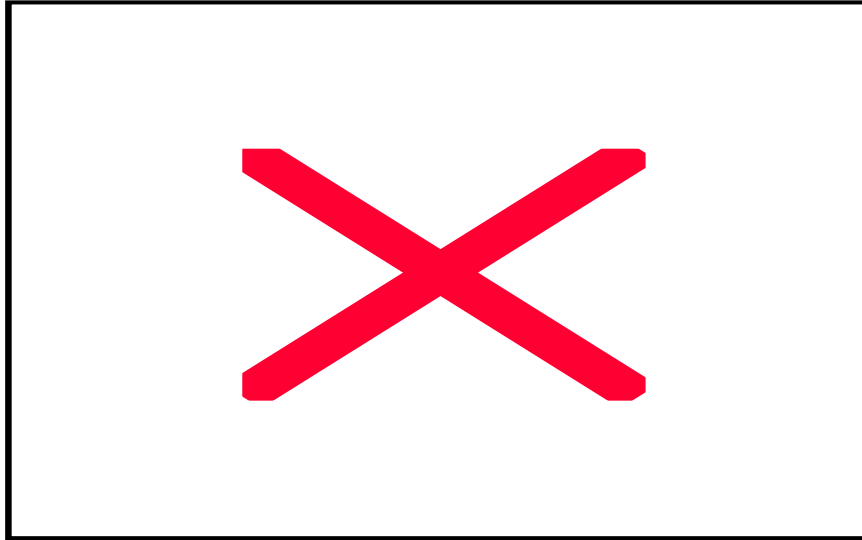
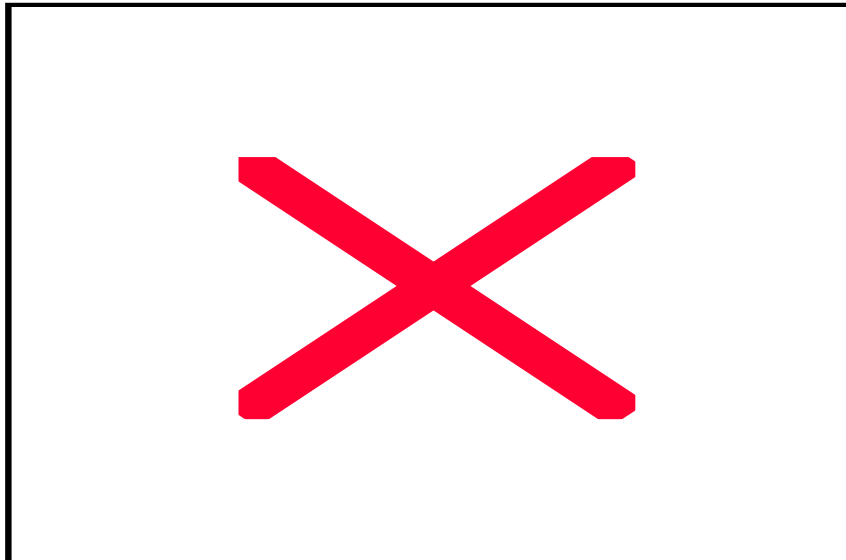


Gráfico 11

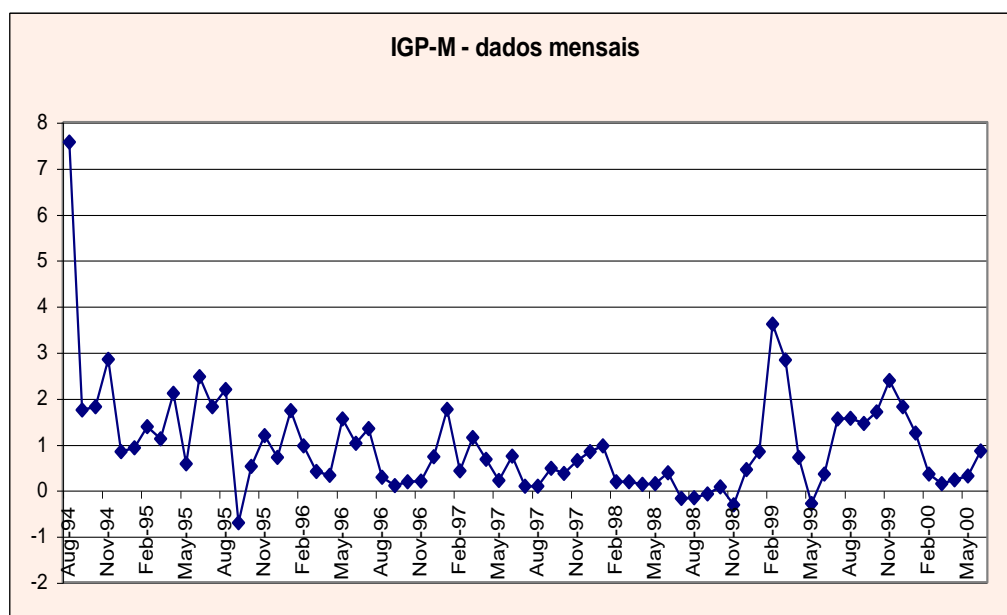


Como vimos, após superar a crise mexicana no início de 1995, a economia apresentou um quadro de queda de juros, com baixa inflação e um câmbio que variou dentro das expectativas, ou seja, os 7% estipulados pelo BC. A relação dívida/PIB terminou

1995 em 27,3%, ante 26% em 1994 e terminou 1996 em 30,9%, variando muito pouco em relação a 1995.

Após o segundo ano do Plano Real, completado em junho de 1996, podemos notar o sucesso deste plano no controle da inflação, o gráfico 12 demonstra claramente essa queda.

Gráfico 12



Em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a taxa de juros, foi criado o Comitê de Política Monetária – COPOM – que contribuiu ainda mais para essa consolidação. Vimos também uma consolidação da atuação do BC no mercado. As medidas adotadas no segundo semestre de 1995 obtiveram êxito, como vimos anteriormente.

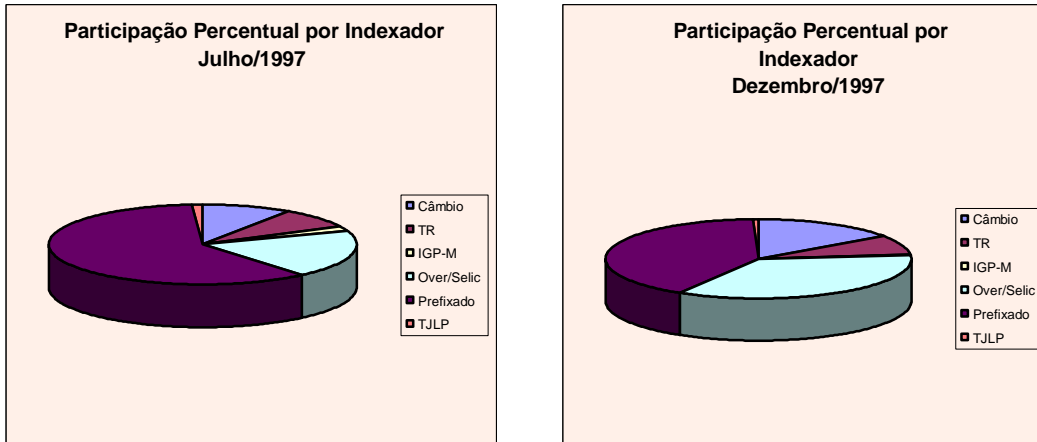
II.3.3 1997: A Crise Asiática abala o mercado:

O ano de 1997 foi marcado por algumas crises, sendo a mais importante a crise da Ásia em outubro. No primeiro trimestre o efeito da liquidação de algumas instituições financeiras, a instauração da CPI dos títulos estaduais e a aquisição do Bamerindus pelo HSBC resultaram em alterações temporárias na liquidez do sistema. Em abril, boatos de compra de votos pelo governo para a aprovação da emenda que aprovou a reeleição presidencial, mostraram a fragilidade do mercado em absorver títulos de prazos mais longos.

No campo da política monetária a manutenção da taxa de juros da economia a partir de abril mostrou a fragilidade de uma economia às crises, que tem uma âncora cambial, mas apresenta desequilíbrios no seu Balanço de Pagamentos. Com a eclosão da crise asiática, ataques especulativos contra a moeda brasileira, ocasionaram grandes perdas de reservas, o que acabou por levar o COPOM - Comitê de Política Monetária – a aumentar as taxas de juros em caráter emergencial, para 30% ao ano, recuando logo em seguida, em novembro.

A disposição do governo em não mudar a política cambial se traduziu em um número maior de atuações do BC no mercado e no aumento da emissão de papéis cambiais, que serviam de *Hedge* para o mercado. A participação dos papéis cambiais aumentou de 9,3% em julho de 1997, para 15,4% em dezembro de 1997, como apresentado nos gráficos 13 e 14.

Gráficos 13-14



Conseqüência direta das crises que o país passou, as dificuldades do TN em rolar sua dívida mudou drasticamente a composição da dívida pública. A participação das LTNs diminuiu, e o TN teve que voltar a ofertar LFTs no mercado, o que aumentou consideravelmente sua participação.

Durante a maior parte do ano de 1997, o TN conseguiu manter sua política de alongamento dos prazos, chegou a emitir títulos de 720 dias, para as LTNs e 60 meses para as NTN-Ds e 24 meses para as NBC-ES. Quanto às taxas, o TN vinha conseguindo mantê-las estáveis, mas com a crise asiática, elas se elevaram. Os gráficos de 15 a 18 mostram essas relações.

Gráfico 15

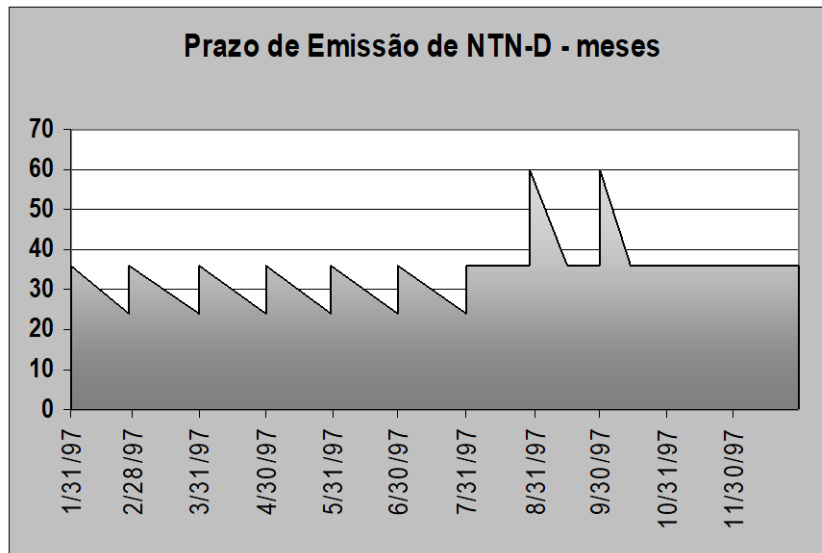


Gráfico 16

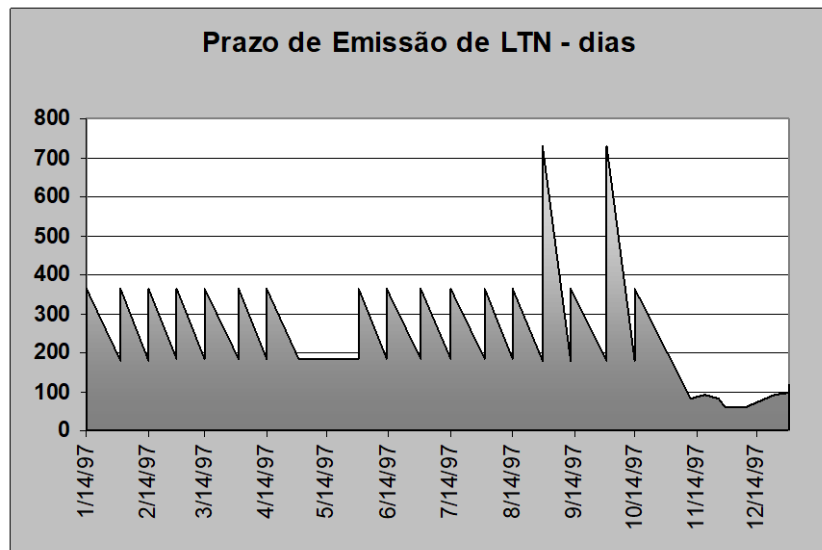


Gráfico17

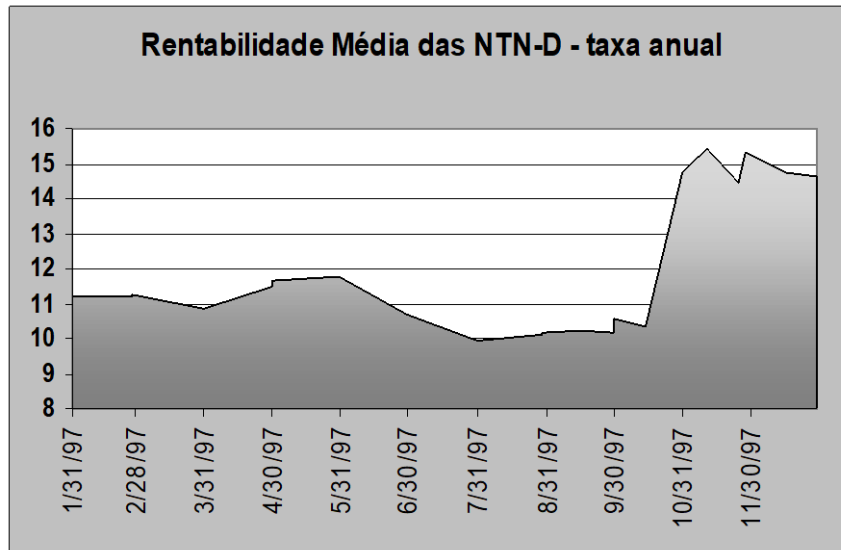
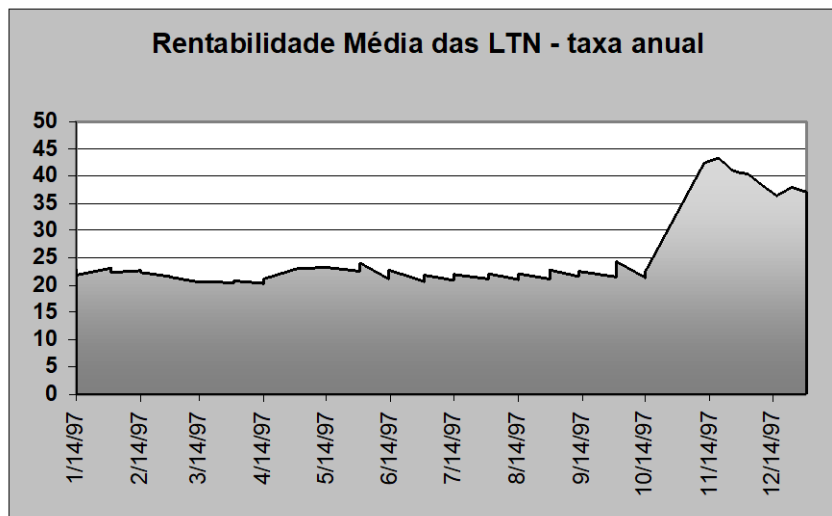


Gráfico 18



Algumas considerações devem ser feitas sobre as medidas adotadas pelo TN em meados de 1995. Primeiro, a política de desindexação acaba sendo afetada pelos sucessivos fracassos na emissão de títulos prefixados, o que obriga o TN a voltar a emitir títulos

indexados, pela necessidade do TN de rolar sua dívida. Segundo, as interrupções das emissões regulares, acabam por prejudicar a liquidez que vinha sendo estimulada. Terceiro, o alongamento passa a ser inconsistente, pois o mercado, ou não demanda os títulos mais longos, ou demanda taxas elevadas nas quais o TN não deseja vender.

Como vimos, em momentos de crise, a administração da dívida pública fica à mercê do mercado, que determina o preço e o prazo ao qual quer adquirir os títulos do governo.

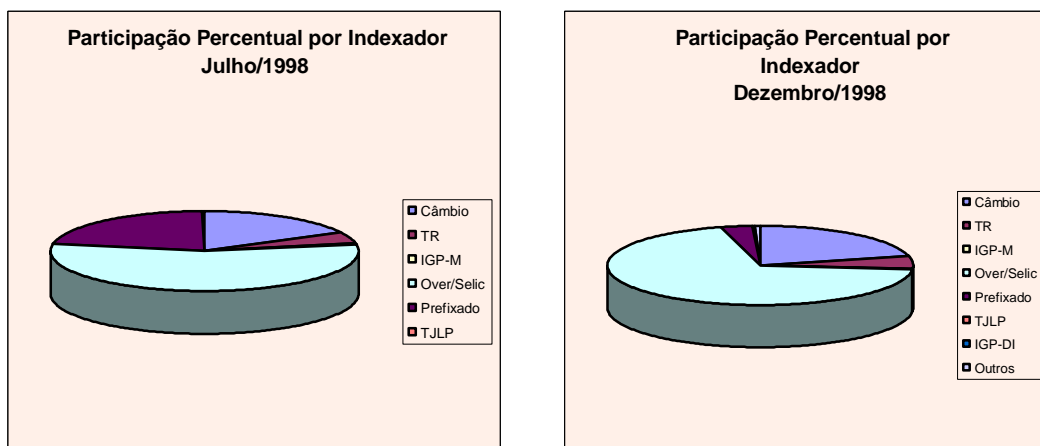
Apesar da crise, e o fato dela ter ocorrido em outubro, a dívida pública apresentou uma trajetória estável, ficando em 30,7% em 1997, um pouco abaixo do apresentado em 1996.

II.3.4 1998: O Ano da Crise Russa e do Fundo de Hedge Americano – LTCM:

O ano de 1998 foi um ano conturbado para o mercado mundial em geral. O mundo ainda vinha se recuperando da crise asiática, quando em agosto estourou a crise da Rússia, crise esta, que acabou por levar alguns fundos de *hedge* americanos, entre eles o LTCM – Long Term Capital Management – administrado por um ganhador do prêmio Nobel, a quebrar em outubro.

No primeiro semestre o agravamento da crise asiática gerou enormes dificuldades na administração da dívida. Houve um aumento considerável da participação de títulos indexados, tanto ao juros, quanto ao câmbio. Os gráficos 19 e 20 mostram essa evolução.

Gráfico 19 - 20



Ao final de 1998, os títulos indexados ao juros já representavam 69,1% do total da dívida pública em poder do público. As colocações de LTNs já tinham seus prazos bem menores que as colocações anteriores, devido às crises. Além disso, o mercado passou a demandar mais prêmio, o que ocasionou a suspensão da emissão desses títulos em junho. Os gráficos 21 e 22 mostram a evolução das taxas e dos prazos de emissão.

Gráfico 21

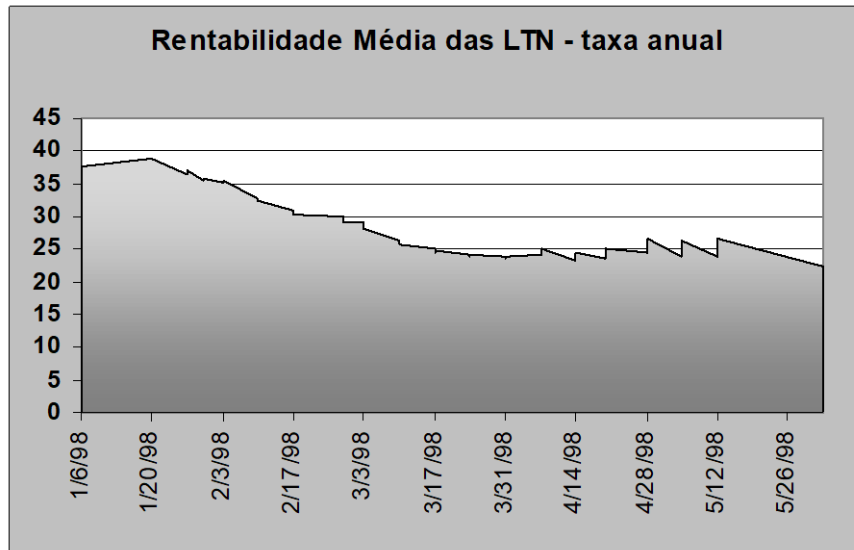
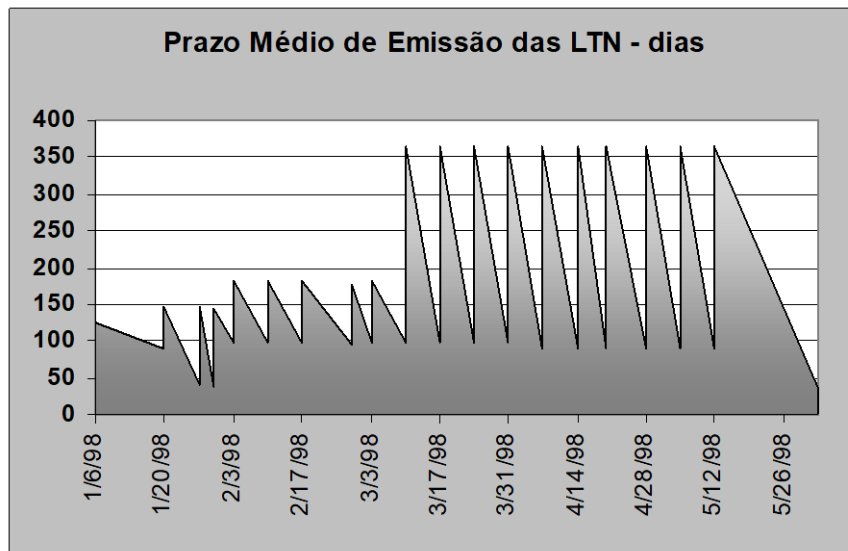


Gráfico 22



No final de 1998, o mercado passa a testar a fragilidade da economia brasileira, principalmente da sua política cambial. Durante o ano, em agosto e outubro, devido à

enorme fuga de capital estrangeiro do país, tivemos as taxas de juros aumentadas para perto de 45% em outubro - veja o gráfico - o que encareceu demais a dívida pública. Em consequência disso, a relação dívida/PIB esse ano disparou, chegando a 37,6%.

O aumento da incerteza acerca da manutenção do sistema cambial vigente, não se confirmou no ano de 1998, mas diminuiu bastante as reservas internacionais disponíveis. O gráfico 23 mostra a evolução das reservas, enquanto que o 24 mostra a evolução da taxa Selic.

Gráfico 23

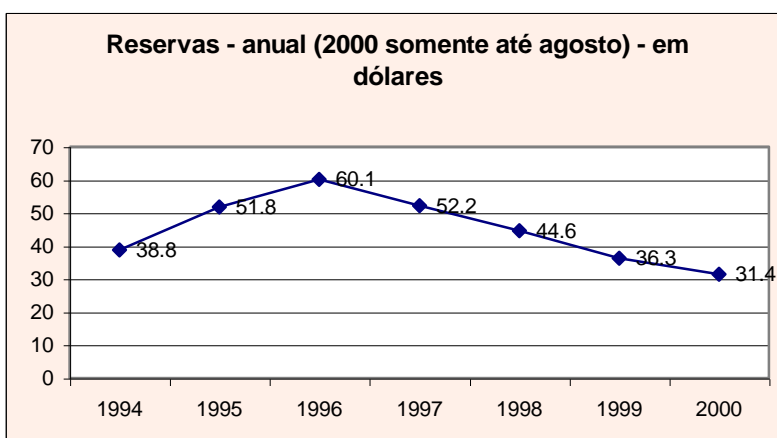
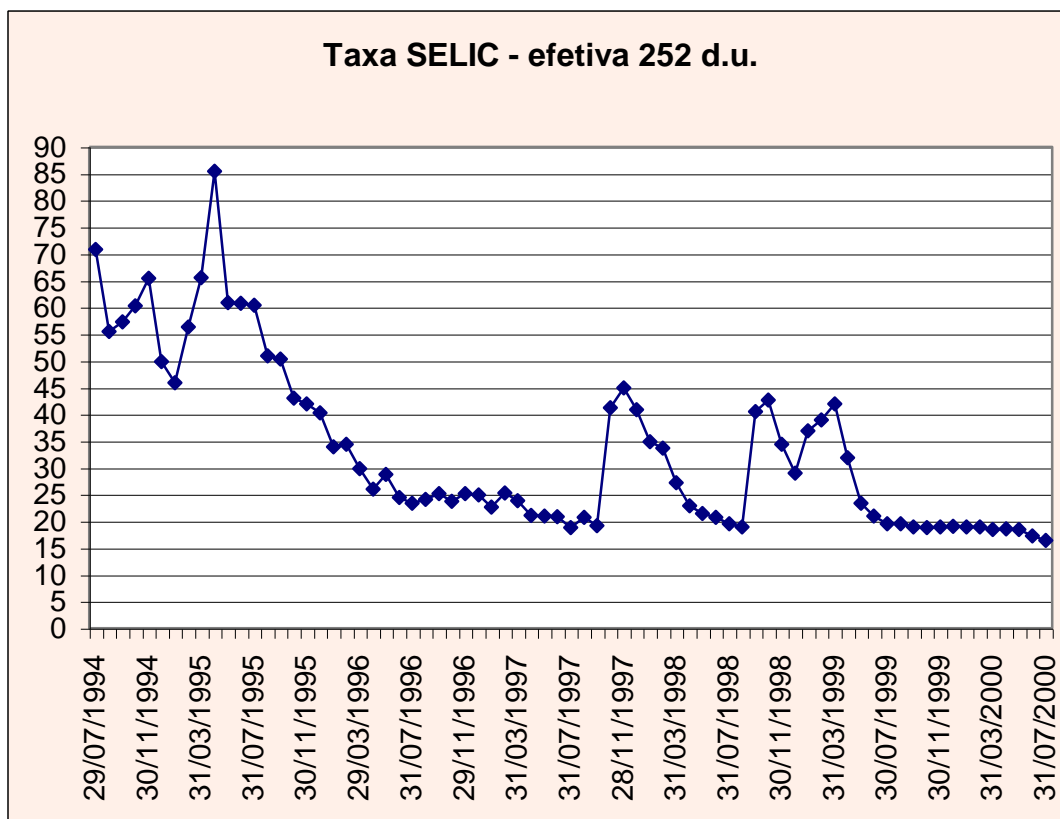


Gráfico 24



II.3.5 Os Anos de 1999 e 2000: Da Desvalorização à Recuperação:

O ano de 1999 foi pautado por numerosas mudanças na economia brasileira. A grande mudança pela qual o país passou, foi a mudança da política cambial vigente, para uma política de câmbio flexível.

As dificuldades políticas encontradas, no final de 1998, para aprovar as medidas de ajuste fiscal e manter os juros em patamares elevados se intensificaram, gerando uma crise de confiança no país. No início de 1999, o anúncio de moratória da dívida junto ao TN pelo governo de Minas Gerais, aliado à intensa fuga de capitais forçou à troca no comando do BC, que acabou por resultar numa tentativa fracassada de desvalorização controlada.

A continuidade do processo de perdas de reservas fez com que o BC se pronunciasse afirmando que iria ficar fora do mercado de câmbio, deixando-o, assim, flutuar de vez. O câmbio agora seria flexível, sem bandas de flutuação e a economia não estaria mais ancorada ao câmbio.

No momento em que se aboliu o câmbio como âncora, o BC precisava dar sinais de que a política monetária não ficaria sem rumo, e passou a adotar o sistema de Metas de Inflação, ao qual, as medidas de política monetárias ficariam atreladas. O índice de inflação adotado foi o IPCA, divulgado pelo IBGE.

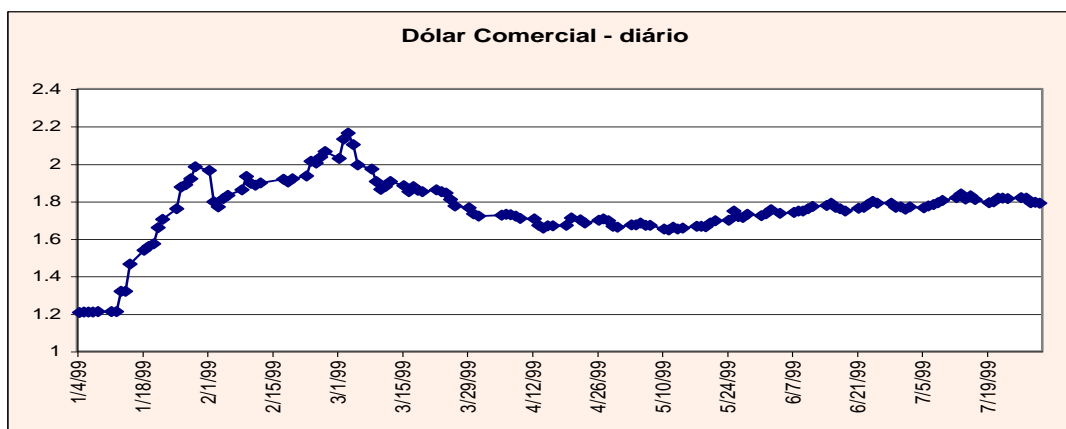
Num primeiro momento, logo após a desvalorização, as taxas de juros foram aumentadas, para garantir o sucesso da desvalorização, mas apresentaram tendência de queda desde então. Um acordo com o FMI foi necessário para garantir credibilidade ao mercado.

Foi no campo fiscal que o governo conseguiu seus melhores resultados. Diversas medidas foram aprovadas no Congresso, tendo em vista a necessidade de se alcançar um

superávit primário de 3,1% em 1999, meta esta fixada com o FMI. Mas mesmo com essas medidas, a dívida no ano de 1999 cresceu de 37,6% em 1998, para 44,7% em 1999.

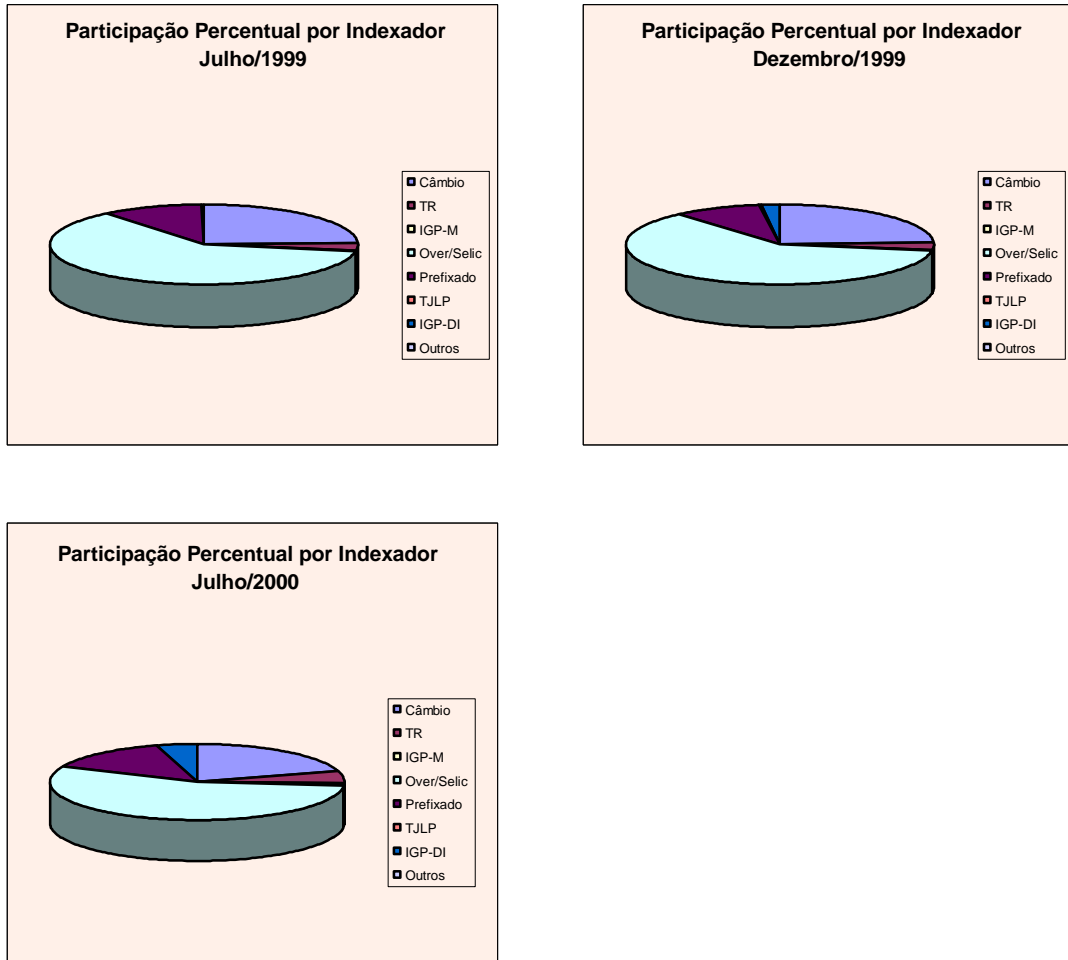
No ano de 2000, até julho, deu-se continuidade as medidas adotadas em 1999, visando o ajuste fiscal. A tão temida inflação que deveria ter vindo, fruto da desvalorização cambial, não veio. O câmbio, após alguns movimentos mais extremados se estabilizou entre R\$ 1,80 e R\$ 1,90, mostrando que os ajustes feitos estão surtindo efeito. O gráfico 25 mostra os movimentos no câmbio.

Gráfico 25



Na questão da composição da dívida podemos observar uma grande mudança, que já vinha ocorrendo em função das crises: os títulos indexados responderam, em julho de 1999 por 85,6% da dívida (papéis cambiais e atrelados ao juro), 85,3% em dezembro de 1999 e 75,4% em julho de 2000. As LTNs correspondem a 10,7%, 9,2% e 13,8% para os mesmos períodos. Os gráficos 26, 27 e 28 mostram essa relação.

Gráfico 26 – 27 – 28



Visando melhorar a administração da dívida e estimular o mercado secundário, o governo adota medidas semelhantes às adotadas no segundo semestre de 1995, que se encontram relacionadas abaixo:

- 1- Divulgação prévia, pelo TN, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por ofertas públicas.

- 2- Alteração do processo de seleção dos *dealers* do BC, de modo a privilegiar a capacidade de serem *market-makers*.
- 3- Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas (apenas às terças-feiras).
- 4- Flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais.
- 5- Oscilação da taxa *overnight* ao redor da meta para a Taxa SELIC.
- 6- Compra e venda final de títulos curtos em complementação aos *go arounds* de reservas bancárias realizados pelo BC.
- 7- Divulgação periódica de Nota para a Imprensa, contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez.
- 8- Ofertas públicas de títulos de prazo longo, com rentabilidade – de prefixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra.
- 9- Realização periódica de *go around* de compra ou venda de títulos públicos.

- 10- Realização pelo TN , de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos.
- 11- Facilidades para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (*short*).
- 12- *Go around* de títulos prefixados com compromisso de recompra (*reverse repo*) para as instituições *dealers* cobrirem posições vendidas (*short*).
- 13- Divulgação de área, pela ANDIMA, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação.
- 14- Desenvolvimento de sistema para registro no SELIC das operações a termo com títulos federais.
- 15- Lançamento de títulos no SELIC, com liquidação financeira em D + 1.
- 16- Lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (*put*).
- 17- Reuniões periódicas do BC e do Tesouro com os *dealers*, com agências de *rating*, com os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e associações de classe.

- 18- Criação de títulos cambiais, sem pagamento intermediários de juros (*zero-coupon-bond*).
- 19- Permitir a negociação em separado do principal e dos cupons (*strips*) dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos.
- 20- Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário, mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico.
- 21- Incentivo para as Bolsas criarem mercado de derivativos das opções de venda (*put*) lançadas pelo BC.

Praticamente todas as medidas anunciadas foram implementadas com sucesso, até o momento. Essas medidas serão postas à prova no momento em que ocorrer uma crise, sendo neste momento que saberemos se as medidas serão suficientes ou não.

II.4 Descrição dos Títulos Públicos em Poder do Público:

Nesta seção serão apresentados os títulos mais usados pelo TN e pelo BC na administração de sua dívida.

Títulos de responsabilidade do TN:

- Obrigação do Tesouro Nacional (OTN): a ORTN, título criado em 1964 com o objetivo de financiar despesas do TN, foi substituído pela OTN em 1986, título que assegura ao credor correção monetária no respectivo resgate, segundo critério estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional – CMN -, ou segundo a variação do dólar norte-americano oficial. O valor nominal era reajustado todo mês com base na variação do IPC ou do indexador adotado. Os prazos eram no mínimo de seis meses e no máximo de dois anos. A rentabilidade era dada por juros de 6% ao ano pagos semestralmente, mais correção monetária fixada mensalmente com base na variação do IPC calculado pelo IBGE ou correção cambial. Esses títulos foram substituídos pelas BTNs em 1989.
- Letra do Tesouro Nacional (LTN): título criado em 1970, e emitido pelo TN para cobrir déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação de receita. O prazo mínimo para o lançamento é de 28 dias, vigente desde outubro de 1994. A rentabilidade, sob a forma de desconto, representa a diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação pelo BC e o valor nominal de resgate (indexador: *overnight*).

- Letra Financeira do Tesouro (LFT): título criado em 1987 com o objetivo de cobrir déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação de receita. O prazo é determinado conforme comunicado do STN. A rentabilidade é dada pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais.
- Bônus do Tesouro Nacional (BTN): título criado em 1989 com o objetivo de prover o TN de recursos necessários à manutenção do equilíbrio orçamentário ou à realização de operações de crédito por antecipação de receita. O título deixou de ser emitido em 1990. O prazo era de até 25 anos. A rentabilidade era definida por juros máximos de 12% ao ano, pagos semestralmente, calculados pelo valor nominal, reajustado monetariamente ou de acordo com a variação da cotação de venda do dólar norte-americano oficial desde a data de emissão até o dia do vencimento (geralmente o indexador é a taxa *overnight*).
- Nata do Tesouro Nacional (NTN): criado em 1991 com o objetivo de prover o TN de recursos necessários à manutenção do equilíbrio orçamentário ou à realização de operações de crédito por antecipação de receita. As NTNs, que compõem a dívida pública federal, apresentam modalidade nominativa e negociável. Dividem-se em:
 1. NTN – série C (NTN-C): prazo mínimo de 12 meses. A rentabilidade é dada pela taxa de juros de 6% ao ano, calculada sobre o valor atualizado pelo IGP-M do mês anterior (indexador: IGP-M), pago semestralmente de acordo com o resgate;
 2. NTN – série D (NTN-D): prazo mínimo de três meses. A rentabilidade é dada pela taxa de juros de 6% ao ano, calculada sobre o valor nominal

atualizado pela variação da cotação de venda do dólar norte-americano comercial oficial. São consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de vencimento do título. O pagamento de juros é semestral, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Títulos de responsabilidade do BC:

- Letras do Banco Central (LBC): criado em 1970, com o objetivo de servir como instrumento de política monetária. O prazo máximo é de 30 meses. A rentabilidade é definida pela taxa média ajustada dos financiamentos, apurados no SELIC, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título (indexador: *overnight*).
- Bônus do Banco Central (BBC): criado em 1990, é um título emitido pelo BC para fins de política monetária. O seu prazo mínimo é de 28 dias. A rentabilidade é dada sob forma de desconto, representado pela diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação pelo BC e o valor nominal de resgate.
- Notas do Banco Central – série E (NBC-E): título emitido pelo BC para fins de execução de política monetária, com o intuito de dar *hedge* cambial para as instituições. A rentabilidade é dada pela taxa de juros estipulada pelo BC, podendo ser 6% ou 12%, calculada sobre o valor nominal atualizado pela variação da cotação de venda do dólar norte-americano comercial oficial. São consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de vencimento do título. O pagamento de juros é feito de acordo com o prazo do título: até seis meses,

o pagamento é no resgate; superior a seis meses, o pagamento é semestral de acordo com o mês de resgate, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Atualmente, o BC só emite os títulos cambiais, NBC-E, enquanto que o TN fica com a responsabilidade de emitir os demais títulos.

III. A condição de equilíbrio da dívida pública brasileira.

Uma das dúvidas constantes do mercado em relação à situação fiscal brasileira diz respeito à sustentabilidade das contas públicas a médio prazo, ficando essas dúvidas ainda maiores à medida que se aproxima o fim do acordo firmado com o FMI, que irá terminar em 2001.

O acordo com o FMI vem sendo cumprido com folga pelo governo brasileiro, mas a dúvida que fica é se o governo continuará empenhado em manter uma política fiscal que seja sustentável. O governo já deu sinais ao mercado garantindo que o ajuste continuará e que a dívida irá diminuir como proporção do PIB.

Mundialmente temos visto o empenho dos países em diminuir suas dívidas internas. Comparativamente, a dívida brasileira é baixa para os padrões mundiais, em torno de 44,7%, em dezembro de 1999, mas existem outros fatores que nos deixam mais vulneráveis, sendo um deles o prazo extremamente curto da nossa dívida. Outro ponto importante a se destacar é o fato dela ter apresentado uma trajetória de crescimento que começou em 1994 e durou até 1999, o que não é visto com bons olhos pelo mercado.

Os países europeus e alguns países latino-americanos têm feito esforços enormes no sentido de diminuir suas dívidas, e têm logrado sucesso. O Brasil deveria fazer o mesmo, haja visto que em tempos de calma, como o momento atual, manter uma dívida como a nossa em patamares sustentáveis pode ser preocupante, já que em tempos de crise, esta dívida pode tender a aumentar.

O ideal neste caso é traçar uma trajetória declinante nesses períodos de calma, para que as contas públicas tenham uma certa folga quando vierem as crises. Suponha, para o caso brasileiro, que os juros permaneçam nos patamares atuais, então, se conseguirmos forçar a dívida a ter uma trajetória de queda, no caso de ocorrer uma queda nos juros, a dívida cairá ainda mais e, no caso de ser necessário um aumento nas taxas de juros, ainda teremos uma folga para que esta não passe a ter uma trajetória de alta.

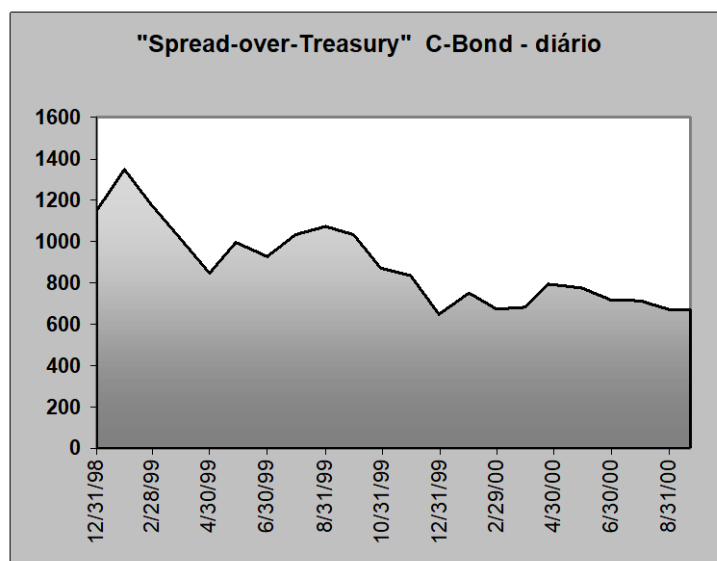
Um outro ponto a se destacar é o fato de que, quanto mais austera for a política fiscal, maiores serão as chances do país ter o “*rating*” de sua dívida elevado pelas agências estrangeiras, o que seria extremamente benéfico para o país.

A elevação do “*rating*” fará com que os custos de rolagem da dívida externa diminuam, além de facilitar o acesso as linhas de crédito externa. Facilitaria também a entrada de capital por parte de investidores, pois essa melhora eliminaria certas restrições que alguns investidores reservam a países que não são “*investment grade*”.

Nosso esforço fiscal já tem sido notado pelos investidores estrangeiros, fato que pode ser comprovado pela demanda por títulos brasileiros no exterior e pela queda no “*spread-over-treasury*”¹ que os títulos, principalmente os C-Bonds vem tendo.

O gráfico 29 mostra a evolução do “*spread-over-treasury*” Dez. de 1998.

Gráfico 29



Fonte: Bloomberg

A continuidade das reformas, tributária e previdenciária, além da retomada do processo de privatização, são fatores que podem e vão ser cruciais na continuidade dessas melhorias nas contas públicas, e conseqüentemente na percepção de risco por parte dos estrangeiros.

¹ “*spread-over-treasury*” é usado como parâmetro de comparação entre o risco dos títulos dos países emitidos no exterior, quanto maior o prêmio, maior o risco.

Na parte seguinte do trabalho será feita uma análise de como a dívida se comporta dado alguns cenários, ou seja, iremos verificar a sustentabilidade das contas públicas no longo prazo.

III.1 Fundamentos teóricos²:

O modelo apresentado a seguir tenta verificar qual será a relação que irá estabilizar, ou mesmo, reduzir a relação dívida/PIB. Partindo da definição das NFSP, no conceito nominal, dadas por:

$$\text{NFSP} = J - \text{SP} \quad (1)$$

onde a NFSP é dada pela diferença entre os juros reais líquidos (J), e o superávit primário (SP).

A despesa real com os juros é dada por

$$J = i \cdot D_{-1} \quad (2)$$

onde i é a taxa de juros reais e D_{-1} a dívida líquida defasada em um período.

O financiamento do déficit público é dado pela variação da dívida líquida total do setor público sem base monetária (ΔD), e pela emissão de moeda (ΔB), ou senhoriagem.

$$\text{NFSP} = \Delta D + \Delta B \quad (3)$$

Admitindo a relação da dívida/PIB constante, e o crescimento real do PIB igual a y , a taxa de crescimento real da dívida é:

$$\Delta D = y \cdot D_{-1} \quad (4)$$

O PIB é dado por

$$Y = Y_{-1} \cdot (1+y) \quad (5)$$

² Baseado no texto de Giambiagi (1998).

As relações superávit primário/PIB e senhoriagem/PIB são:

$$p = SP/Y \quad (6)$$

e

$$s = \Delta B/Y \quad (7)$$

Substituindo (2) em (1), (4) em (3), igualando as duas equações resultantes e dividido por (5) e assumido (6) e (7) obtém-se

$$p = d.(i-y)/(1+y) - s \quad (8)$$

onde, para qualquer período de tempo,

$$d = D/Y \quad (9)$$

Note-se que p é uma função direta de d e i e inversa de y e s : quanto maior a dívida pública e a taxa de juros e menor o crescimento da economia e/ou emissão monetária para financiar parte do déficit, maior terá que ser o superávit primário a ser alcançado para evitar que a relação dívida/PIB aumente.

A relação das NFSP e o PIB é dada por

$$f = NFSP/Y \quad (10)$$

Substituindo (4) em (3), e dividindo (3) por (5), tem-se então,

$$f = [d.y/(1+y)]+s \quad (11)$$

Como pode ser visto, f é independente do resultado primário e da taxa de juros, sendo afetado somente por d , y e s . Quanto maiores a dívida pública, o crescimento da economia e a senhoriagem, maior poderá ser o déficit público. Uma dívida pública maior e um crescimento maior da economia “comportam” um déficit público maior, sem afetar o coeficiente dívida/PIB, enquanto uma emissão de moeda maior também evita que se pressione esse coeficiente.

III.2 Simulações para o caso brasileiro

Com base no estudo teórico feito na seção anterior, baseado em alguns cenários definidos abaixo, serão construídas algumas possíveis trajetórias para a evolução da relação dívida pública com o PIB.

As perspectivas para o futuro da economia são boas. Na área fiscal temos vários pontos que mostram sua evolução positiva. A reforma da previdência, no caso do setor privado (INSS), permitiu que o déficit se estabilizasse em torno de 1% do PIB pelos próximos dez anos. A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal fará com que certos limites de endividamento sejam respeitados pelas três esferas do governo. Outros dois pontos também se mostram positivos, sendo um o estabelecimento de metas fiscais para 2002, tendo em vista o fim do acordo com o FMI no final de 2001, e, o envio do Orçamento de 2001 para o Congresso em bases bem realistas.

Como não podia deixar de ser, alguns pontos são de extrema preocupação para o Governo. Em discussão, agora, se encontra a elevação do salário mínimo, que dependendo do aumento, irá impactar negativamente as contas do governo, principalmente a Previdência. A decisão de beneficiar todos os contribuintes do FGTS, com a decisão do STJ, de reajustar suas contas também irão impactar negativamente as contas do governo.

Alguns outros pontos positivos merecem, também, algum destaque. A melhora do “*rating*” da dívida brasileira pela Moody’s e a perspectiva de uma melhora pelo S&P, irão

diminuir sensivelmente o custo de captação do país no exterior, além disso, poderemos ser surpreendidos até o final do ano, por uma nova queda na taxa de juros, o que seria extremamente favorável para a economia brasileira.

Levando isso em consideração, será traçado um cenário básico, modificado por 4 cenários alternativos. O cenário básico consiste de taxa de juros nominais de 14,5% em 2001, 13% em 2002, 12,5% em 2003 e caindo 0,5% de 2004 em diante. O PIB deverá crescer 4,5 % de 2001 até 2004 e 5% de 2005 em diante. A taxa de inflação³ utilizada será a meta estipulada pelo governo, 6% para 2000, 4% para 2001 e 3,5% para 2002, de 2003 em diante será usada uma taxa de inflação de 3%. Serão utilizados três níveis de superávits primários, 3%, 2% e 1%, para ver como a evolução da dívida se comporta.

- Cenário 1: Otimista nos juros. Assume-se 14,5% em 2001, 13% em 2002 e de 2003 em diante caindo 1% até chegar a 8%.
- Cenário 2: Otimista no PIB. O crescimento do PIB será de 5% até 2004 e depois 5,5%.
- Cenário 3: Pessimista nos juros. Assume-se 15% em 2001, caindo 1% até chegar a 12%, ficando constante em 12%.
- Cenário 4: Pessimista no PIB. O crescimento do PIB ficará em 4% sempre.

³ O índice utilizado será o IPCA

A dívida, a cada período t , corresponde ao valor da dívida passada, acrescida do déficit em t , deduzida a parcela do financiamento desse déficit através da moeda, além disso, será incorporada uma nova variável, os chamados “esqueletos”, para tornar mais realista o modelo.

Os quadros abaixo apresentam os dados usados nas simulações:

Para um superávit primário de 3%:

Cenário Básico

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	3.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	41.95%
2002	4.66%	3.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	39.00%
2003	4.21%	3.00%	4.50%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	36.11%
2004	3.74%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	33.10%
2005	3.25%	3.00%	5.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	29.20%
2006	2.75%	3.00%	5.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	25.28%
2007	2.27%	3.00%	5.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	21.38%
2008	1.83%	3.00%	5.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	17.52%
2009	1.42%	3.00%	5.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	13.74%
2010	1.06%	3.00%	5.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	10.06%

Cenário 1

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	3.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	43.84%
2002	4.87%	3.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	40.87%
2003	4.23%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	37.80%
2004	3.59%	3.00%	4.50%	11.00%	3.00%	0.50%	0.20%	34.46%
2005	2.97%	3.00%	4.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	30.42%
2006	2.36%	3.00%	4.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	26.24%
2007	1.81%	3.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	22.00%
2008	1.52%	3.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	17.95%
2009	1.24%	3.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	14.09%
2010	0.97%	3.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	10.39%

Cenário 2

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.43%	3.00%	5.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	41.52%
2002	4.57%	3.00%	5.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	38.17%
2003	4.08%	3.00%	5.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	34.92%
2004	3.58%	3.00%	5.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	31.59%
2005	3.08%	3.00%	5.50%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	27.44%
2006	2.56%	3.00%	5.50%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	23.33%
2007	2.07%	3.00%	5.50%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	19.28%
2008	1.63%	3.00%	5.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	15.33%
2009	1.23%	3.00%	5.50%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	11.51%
2010	0.88%	3.00%	5.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	7.84%

Cenário 3

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.67%	3.00%	4.50%	15.00%	4.00%	0.50%	0.20%	42.13%
2002	5.04%	3.00%	4.50%	14.00%	3.50%	0.50%	0.20%	39.52%
2003	4.43%	3.00%	4.50%	13.00%	3.00%	0.50%	0.20%	36.80%
2004	3.81%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	33.78%
2005	3.50%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	30.32%
2006	3.14%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	26.90%
2007	2.79%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	23.52%
2008	2.44%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	20.18%
2009	2.09%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	16.87%
2010	1.75%	3.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	13.61%

Cenário 4

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.53%	3.00%	4.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	42.40%
2002	4.76%	3.00%	4.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	39.85%
2003	4.34%	3.00%	4.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	37.35%
2004	3.91%	3.00%	4.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	34.68%
2005	3.48%	3.00%	4.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	31.40%
2006	3.01%	3.00%	4.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	28.00%
2007	2.56%	3.00%	4.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	24.52%
2008	2.14%	3.00%	4.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	20.99%
2009	1.74%	3.00%	4.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	17.43%
2010	1.37%	3.00%	4.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	13.89%

Para um superávit primário de 2%:

Cenário Básico

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	2.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	42.91%
2002	4.77%	2.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	40.90%
2003	4.41%	2.00%	4.50%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	38.96%
2004	4.04%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	36.87%
2005	3.63%	2.00%	5.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	33.83%
2006	3.18%	2.00%	5.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	30.72%
2007	2.76%	2.00%	5.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	27.59%
2008	2.36%	2.00%	5.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	24.45%
2009	1.99%	2.00%	5.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	21.32%
2010	1.64%	2.00%	5.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	18.24%

Cenário 1

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	2.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	42.91%
2002	4.77%	2.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	40.90%
2003	4.24%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	38.79%
2004	3.68%	2.00%	4.50%	11.00%	3.00%	0.50%	0.20%	36.39%
2005	3.14%	2.00%	4.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	33.25%
2006	2.58%	2.00%	4.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	29.93%
2007	2.07%	2.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	26.48%
2008	1.83%	2.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	23.19%
2009	1.60%	2.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	20.04%
2010	1.38%	2.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	17.04%

Cenário 2

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.43%	2.00%	5.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	42.47%
2002	4.67%	2.00%	5.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	40.05%
2003	4.28%	2.00%	5.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	37.73%
2004	3.87%	2.00%	5.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	35.29%
2005	3.44%	2.00%	5.50%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	31.96%
2006	2.98%	2.00%	5.50%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	28.61%
2007	2.54%	2.00%	5.50%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	25.28%
2008	2.14%	2.00%	5.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	22.00%
2009	1.77%	2.00%	5.50%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	18.78%
2010	1.43%	2.00%	5.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	15.65%

Cenário 3

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.67%	2.00%	4.50%	15.00%	4.00%	0.50%	0.20%	43.09%
2002	5.16%	2.00%	4.50%	14.00%	3.50%	0.50%	0.20%	41.43%
2003	4.65%	2.00%	4.50%	13.00%	3.00%	0.50%	0.20%	39.66%
2004	4.11%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	37.56%
2005	3.89%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	35.01%
2006	3.63%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	32.50%
2007	3.37%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	30.01%
2008	3.11%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	27.55%
2009	2.85%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	25.12%
2010	2.60%	2.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	22.71%

Cenário 4

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.53%	2.00%	4.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	43.36%
2002	4.86%	2.00%	4.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	41.77%
2003	4.55%	2.00%	4.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	40.24%
2004	4.21%	2.00%	4.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	38.53%
2005	3.86%	2.00%	4.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	36.18%
2006	3.47%	2.00%	4.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	33.70%
2007	3.08%	2.00%	4.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	31.10%
2008	2.71%	2.00%	4.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	28.41%
2009	2.35%	2.00%	4.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	25.64%
2010	2.01%	2.00%	4.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	22.84%

Para um superávit primário de 1%:

Cenário Básico

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	1.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	43.87%
2002	4.88%	1.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	42.81%
2003	4.62%	1.00%	4.50%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	41.81%
2004	4.33%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	40.64%
2005	4.00%	1.00%	5.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	38.45%
2006	3.62%	1.00%	5.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	36.17%
2007	3.25%	1.00%	5.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	33.80%
2008	2.89%	1.00%	5.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	31.37%
2009	2.55%	1.00%	5.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	28.91%
2010	2.22%	1.00%	5.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	26.43%

Cenário 1

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.48%	1.00%	4.50%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	43.87%
2002	4.88%	1.00%	4.50%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	42.81%
2003	4.43%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	41.63%
2004	3.95%	1.00%	4.50%	11.00%	3.00%	0.50%	0.20%	40.13%
2005	3.46%	1.00%	4.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	37.84%
2006	2.94%	1.00%	4.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	35.31%
2007	2.44%	1.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	32.57%
2008	2.25%	1.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	29.96%
2009	2.07%	1.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	27.47%
2010	1.90%	1.00%	4.50%	8.00%	3.00%	0.00%	0.20%	25.09%

Cenário 2

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.43%	1.00%	5.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	43.42%
2002	4.78%	1.00%	5.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	41.94%
2003	4.48%	1.00%	5.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	40.53%
2004	4.16%	1.00%	5.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	38.99%
2005	3.80%	1.00%	5.50%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	36.47%
2006	3.40%	1.00%	5.50%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	33.90%
2007	3.01%	1.00%	5.50%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	31.29%
2008	2.65%	1.00%	5.50%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	28.66%
2009	2.31%	1.00%	5.50%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	26.05%
2010	1.99%	1.00%	5.50%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	23.47%

Cenário 3

Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.67%	1.00%	4.50%	15.00%	4.00%	0.50%	0.20%	44.05%
2002	5.27%	1.00%	4.50%	14.00%	3.50%	0.50%	0.20%	43.35%
2003	4.86%	1.00%	4.50%	13.00%	3.00%	0.50%	0.20%	42.52%
2004	4.40%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	41.35%
2005	4.28%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	39.71%
2006	4.11%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	38.10%
2007	3.95%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	36.50%
2008	3.78%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	34.92%
2009	3.62%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	33.36%
2010	3.45%	1.00%	4.50%	12.00%	3.00%	0.00%	0.20%	31.81%

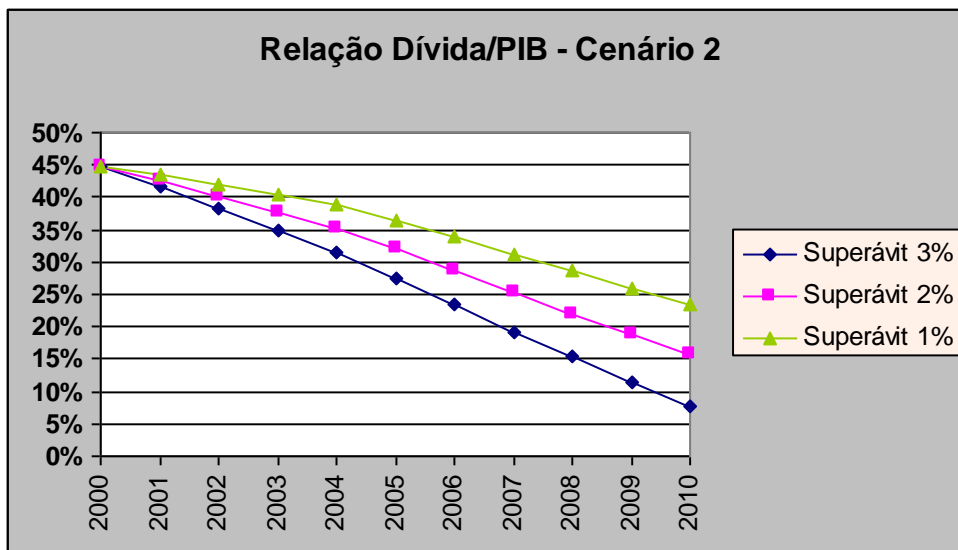
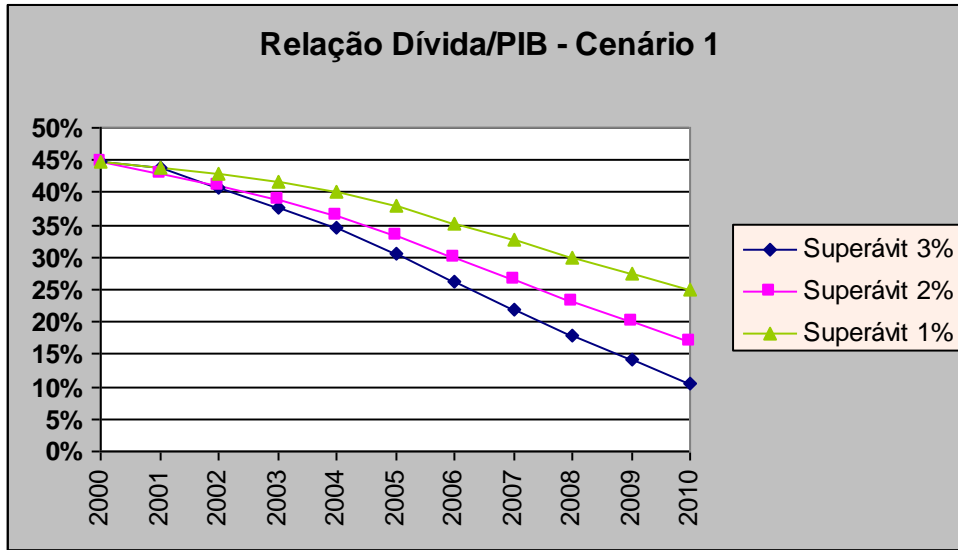
Cenário 4

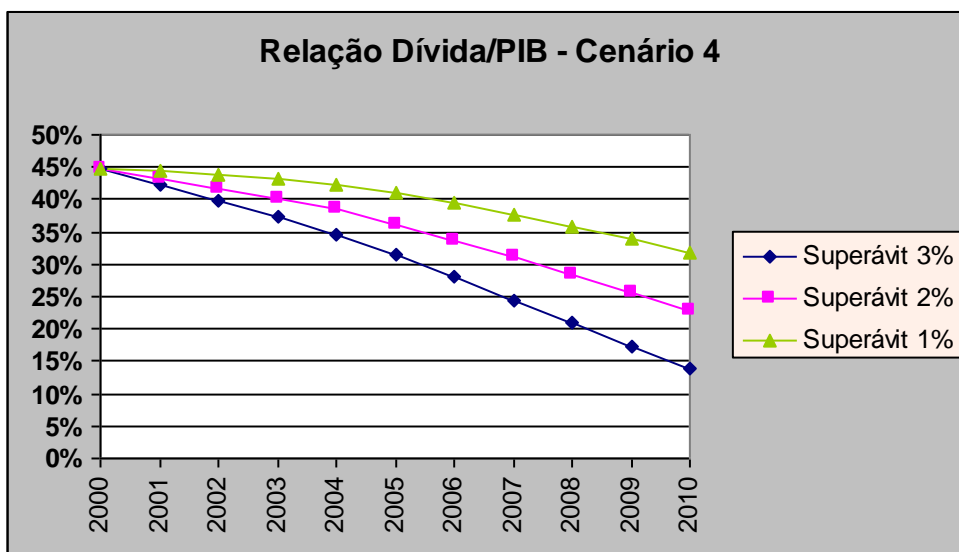
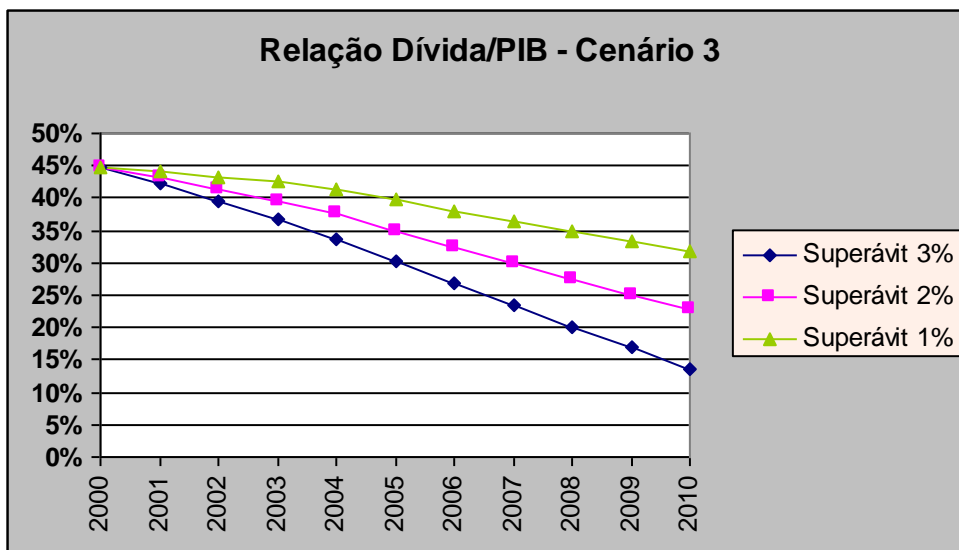
Período	Custo da Div	Sup. Primário	Cresc. do PIB	Juros	Inflação	Esq.	Senhoriagem	Dívida
2000	6.76%	3.25%	4.00%	17.50%	6.00%	0.50%	0.20%	44.63%
2001	5.53%	1.00%	4.00%	14.50%	4.00%	0.50%	0.20%	44.32%
2002	4.97%	1.00%	4.00%	13.00%	3.50%	0.50%	0.20%	43.70%
2003	4.76%	1.00%	4.00%	12.50%	3.00%	0.50%	0.20%	43.13%
2004	4.51%	1.00%	4.00%	12.00%	3.00%	0.50%	0.20%	42.38%
2005	4.25%	1.00%	4.00%	11.50%	3.00%	0.00%	0.20%	40.97%
2006	3.93%	1.00%	4.00%	11.00%	3.00%	0.00%	0.20%	39.40%
2007	3.61%	1.00%	4.00%	10.50%	3.00%	0.00%	0.20%	37.68%
2008	3.28%	1.00%	4.00%	10.00%	3.00%	0.00%	0.20%	35.82%
2009	2.97%	1.00%	4.00%	9.50%	3.00%	0.00%	0.20%	33.85%
2010	2.66%	1.00%	4.00%	9.00%	3.00%	0.00%	0.20%	31.79%

Nos diversos cenários traçados podemos ver que com o sucesso obtido até agora na política fiscal, e sua continuidade. Além de um desempenho favorável da economia, poderemos ver a relação dívida/PIB brasileira diminuir bastante nos próximos anos. O superávit primário de até 1%, garante uma trajetória declinante da nossa dívida.

Os gráficos de 30 a 33 mostram a evolução de cada cenário.

Gráficos 30 – 31 – 32 – 33





Pelos gráficos vemos melhor o efeito dos diferentes níveis de superávits primários sobre os quatro cenários. Todos os cenários apontam para uma redução da dívida. Então, como foi dito anteriormente, o desempenho fiscal é importante para a redução da dívida.

V. Conclusão

Como apresentado no início do trabalho, o objetivo seria mostrar o comportamento da dívida pública ao longo do período posterior a implementação do Plano Real, o que foi feito no capítulo II deste trabalho, como vimos, a dívida pública brasileira passou de 26% do PIB para 44,7% do PIB, e os motivos foram os mais variados, tendo em vista o número de crises que afetaram o país nesses anos iniciais. As crises em si não foram causadoras do aumento da dívida, mas sim os remédios usados para combatê-las, ou seja, juros altíssimos, que encareciam demais o custo de carregamento dessa dívida. O último golpe, que contribuiu para o crescimento dessa dívida foi a desvalorização cambial em 1999.

Desde então o país vem se recuperando, através de um enorme ajuste fiscal, e a pergunta que ficava, era se este seria necessário para não só mantê-la estável, mas como reduzi-la, tendo em vista que ela já se encontra num patamar bastante elevado, e que o seu aumento seria extremamente prejudicial para a credibilidade do país.

Um outro ponto de destaque do capítulo II, diz respeito a composição da dívida. Desde o início do Plano Real, vimos que os títulos da dívida mobiliária brasileira em poder

do público tiveram suas características alteradas de maneira significativa. De julho de 1994 até a crise da Ásia, em outubro de 1997, principalmente a partir de meados de 1995, o TN e o BC, vinham tentando não só aumentar a quantidade de títulos prefixados, mas como de aumentar o prazo da dívida. Vinham obtendo sucesso, mas a partir da crise da Ásia, e principalmente da crise Russa, em meados de 1998, o país foi atingido por uma crise de confiança brutal, que fez com que o mercado demandasse títulos atrelados ao dólar e aos juros, mudando completamente a composição de nossa dívida. Os títulos atrelados aos juros e ao dólar, por dependerem da variação desses dois indexadores, tornam o custo da dívida imprevisível. No final de 1999, com as medidas implementadas, o BC vem tentando mudar essa composição e aumentar o prazo da dívida, que é fundamental para a boa administração da dívida pública.

As simulações feitas no capítulo III deste trabalho apresentam algumas trajetórias factíveis com o atual momento em que a economia se encontra, e são bastante animadoras. O desempenho fiscal, se continuar apresentando os resultados positivos que foram apresentados até agora fará com que a relação dívida/PIB diminua rapidamente. Mas como a manutenção de superávits primários na casa dos 3% é bastante difícil, iremos ver uma desaceleração na redução da relação dívida/PIB, mas que é totalmente sustentável.

O país se encontra, no momento, numa ótima situação. Os investimentos externos continuam fluindo para o país. As privatizações, principalmente esta última, a do Banespa, mostram o interesse que os outros países têm no Brasil. A continuidade dos esforços do governo nas privatizações, não só garantirão a necessidade que temos de fluxos de capitais

externos para equilibrar nossas contas externas, como ajudarão a diminuir a dívida mobiliária brasileira.

O importante no momento, já que estamos no meio de uma crise de confiança na Argentina, é o país continuar mandando sinais de que continuará com os esforços para, não só melhorar a parte fiscal, mas a economia como um todo. Essa percepção se traduz na queda dos custos de rolagem de nossa dívida externa.

Então, o que precisa ser feito está sendo feito, e, esperamos que não ocorram mais nenhuma surpresa na economia mundial que venha a nos afetar.

V. Apêndice: Dados

Nesta seção serão apresentadas as tabelas utilizadas no trabalho.

Quadro I - Títulos públicos federais Participação Percentual por Indexador											
Final de período	Saldo (R\$ milhões) ^v	Índice de correção								Total	
		Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	TJLP	IGP-DI	Outros		
1994 Jul	59 523	10.4	10.0	34.6	20.0	25.0	0.0	0.0	0.0	100.0	
Ago	60 399	8.7	10.9	30.3	22.1	28.0	0.0	0.0	0.0	100.0	
Set	62 503	6.4	13.7	22.3	27.5	30.1	0.0	0.0	0.0	100.0	
Out	65 136	6.9	16.9	17.4	27.6	31.3	0.0	0.0	0.0	100.0	
Nov	64 561	6.7	20.5	14.8	24.5	33.6	0.0	0.0	0.0	100.0	
Dez	61 782	8.3	23.0	12.5	16.0	40.2	0.0	0.0	0.0	100.0	
1995 Jan	63 397	9.3	22.0	14.1	14.0	40.7	0.0	0.0	0.0	100.0	
Fev	65 053	7.5	18.5	13.8	17.7	42.6	0.0	0.0	0.0	100.0	
Mar	65 346	9.2	17.6	12.0	24.4	36.8	0.0	0.0	0.0	100.0	
Abr	66 388	8.3	22.0	12.2	24.8	32.8	0.0	0.0	0.0	100.0	
Mai	68 907	7.4	27.8	11.5	24.1	29.2	0.0	0.0	0.0	100.0	
Jun	69 503	9.2	27.8	11.6	24.4	27.0	0.0	0.0	0.0	100.0	
Jul	82 233	9.2	20.1	11.5	31.2	28.0	0.0	0.0	0.0	100.0	
Ago	92 300	8.7	13.3	9.8	35.7	32.6	0.0	0.0	0.0	100.0	

	Set	98 478	5.9	12.2	8.8	40.6	32.5	0.0	0.0	0.0	100.0
	Out	103 213	6.0	10.2	8.9	41.0	33.9	0.0	0.0	0.0	100.0
	Nov	109 047	6.4	9.0	6.2	40.1	38.4	0.0	0.0	0.0	100.0
	Dez	108 486	5.3	9.0	5.3	37.8	42.7	0.0	0.0	0.0	100.0
1996	Jan	116 649	5.8	9.0	3.7	33.1	47.3	1.1	0.0	0.0	100.0
	Fev	127 340	6.2	9.2	3.3	30.5	49.8	1.0	0.0	0.0	100.0
	Mar	133 585	7.9	10.8	2.9	26.1	51.3	1.0	0.0	0.0	100.0
	Abr	137 987	8.9	11.4	2.7	24.1	51.9	0.9	0.0	0.0	100.0
	Mai	151 236	7.8	9.8	2.3	20.5	58.7	0.9	0.0	0.0	100.0
	Jun	154 263	8.0	10.0	2.4	18.9	60.0	0.9	0.0	0.0	100.0
	Jul	160 432	8.2	9.6	2.2	18.5	60.7	0.8	0.0	0.0	100.0
	Ago	163 236	7.6	8.8	2.0	18.8	62.1	0.8	0.0	0.0	100.0
	Set	162 507	7.9	8.6	2.0	17.9	62.4	1.4	0.0	0.0	100.0
	Out	169 270	8.1	8.1	1.8	18.8	61.8	1.4	0.0	0.0	100.0
	Nov	175 176	9.0	7.8	1.8	18.4	61.7	1.4	0.0	0.0	100.0
	Dez	176 211	9.4	7.9	1.8	18.6	61.0	1.4	0.0	0.0	100.0
1997	Jan	179 590	12.8	7.9	0.7	18.6	58.8	1.3	0.0	0.0	100.0
	Fev	181 093	13.1	8.0	1.2	18.7	57.6	1.3	0.0	0.0	100.0
	Mar	187 064	12.5	7.7	1.5	19.1	58.0	1.2	0.0	0.0	100.0
	Abr	189 560	10.9	7.9	2.9	19.2	57.8	1.2	0.0	0.0	100.0
	Mai	193 169	9.9	7.8	2.6	19.3	59.4	1.1	0.0	0.0	100.0
	Jun	194 948	9.3	7.9	2.3	19.4	60.0	1.0	0.0	0.0	100.0
	Jul	197 793	9.3	8.1	2.0	19.4	60.2	1.0	0.0	0.0	100.0
	Ago	203 206	9.1	8.1	1.5	19.2	61.1	0.9	0.0	0.0	100.0
	Set	210 048	9.7	11.3	1.0	18.8	58.4	0.8	0.0	0.0	100.0
	Out	210 410	12.6	11.7	1.2	19.1	54.7	0.8	0.0	0.0	100.0
	Nov	208 353	15.1	11.3	0.5	19.9	52.5	0.8	0.0	0.0	100.0
	Dez	255 509	15.4	8.0	0.3	34.8	40.9	0.6	0.0	0.0	100.0
1998	Jan	266 074	15.7	7.2	0.3	34.9	41.3	0.5	0.0	0.0	100.0
	Fev	271 450	15.8	6.8	0.3	31.8	44.8	0.5	0.0	0.0	100.0
	Mar	287 814	15.1	5.7	0.3	27.8	50.7	0.4	0.0	0.0	100.0
	Abr	290 893	16.9	4.9	0.4	23.8	53.6	0.4	0.0	0.0	100.0
	Mai	294 260	17.7	4.9	0.4	21.1	55.6	0.3	0.0	0.0	100.0
	Jun	297 002	16.5	4.9	0.4	42.7	35.1	0.3	0.0	0.0	100.0
	Jul	304 873	17.2	4.8	0.5	55.3	21.9	0.3	0.0	0.0	100.0
	Ago	302 278	19.4	4.9	0.5	62.0	13.0	0.2	0.0	0.0	100.0
	Set	292 729	21.4	4.9	0.6	65.7	7.0	0.3	0.0	0.0	100.0
	Out	314 325	21.1	4.7	0.9	58.8	14.2	0.3	0.1	0.0	100.0
	Nov	319 927	21.0	5.4	0.8	64.3	8.2	0.3	0.1	0.0	100.0
	Dez	323 860	21.0	5.4	0.3	69.1	3.5	0.2	0.1	0.5	100.0
1999	Jan	364 478	30.4	4.5	0.3	57.9	6.0	0.2	0.0	0.7	100.0
	Fev	379 522	29.9	4.4	0.3	57.2	7.4	0.2	0.0	0.6	100.0
	Mar	365 649	25.5	4.0	0.2	68.2	1.2	0.2	0.0	0.7	100.0
	Abr	365 297	24.6	4.0	0.2	67.3	3.0	0.2	0.0	0.7	100.0
	Mai	372 975	24.8	3.9	0.2	65.0	5.1	0.2	0.0	0.7	100.0
	Jun	383 133	24.0	3.4	0.2	64.0	8.1	0.2	0.0	0.1	100.0
	Jul	384 203	24.3	3.3	0.2	61.3	10.7	0.2	0.0	0.0	100.0
	Ago	401 985	26.1	3.1	0.1	58.8	11.7	0.2	0.0	0.0	100.0
	Set	403 359	26.3	3.0	0.1	59.5	10.8	0.1	0.1	0.0	100.0

	Out	411 840	26.7	3.0	0.1	58.4	11.6	0.1	0.1	0.0	100.0
	Out	411 840	26.7	3.0	0.1	58.4	11.6	0.1	0.1	0.0	100.0
	Nov	412 568	26.0	3.0	0.1	59.3	11.3	0.1	0.1	0.0	100.0
	Dez	414 901	24.2	3.0	0.3	61.1	9.2	0.1	2.1	0.0	100.0
2000	Jan	432 004	23.5	2.9	0.3	61.2	9.9	0.1	2.0	0.0	100.0
	Fev	434 644	22.9	2.9	0.5	60.6	10.9	0.1	2.0	0.0	100.0
	Mar	438 793	22.5	2.9	0.7	58.8	13.0	0.1	2.0	0.0	100.0
	Abr	477 701	21.1	5.5	1.1	54.2	13.6	0.1	4.4	0.1	100.0
	Mai	498 339	21.0	5.3	1.0	55.2	12.9	0.1	4.3	0.0	100.0
	Jun	504 521	20.6	5.2	1.0	54.9	13.9	0.1	4.3	0.0	100.0
	Jul	506 160	20.3	5.2	1.1	55.1	13.8	0.1	4.4	0.0	100.0

1/ Posição de custódia.

* Dados preliminares

Fonte: BACEN

LTN

Referência	Prazo	Taxa
3/30/94	30	17443.33
4/29/94	30	9395.59
8/31/94	33	57.07
9/30/94	31	62.56
11/30/94	32	56.54
12/29/94	31	42.39
12/29/94	59	44.68
1/31/95	61	46.63
1/31/95	90	50.12
2/23/95	62	49.74
2/23/95	92	51.51
3/31/95	30	84.65
4/28/95	31	59.32
5/31/95	29	59.19
5/31/95	30	56.54
5/31/95	61	55.63
6/30/95	62	55.50
7/14/95	62	57.07
7/31/95	62	53.17
7/31/95	92	52.65
8/14/95	61	49.99
8/14/95	92	49.49
8/31/95	61	45.77
8/31/95	91	45.41
9/14/95	122	38.97

NTN-D

Referência	Prazo	Resgate	Rentab. Média
1/31/94	4	6/1/94	25.44
1/31/94	12	2/1/95	23.85
2/28/94	3	6/1/94	0.00
2/28/94	12	3/1/95	0.00
3/18/94	4	7/21/94	0.00
3/18/94	12	3/21/95	0.00
3/30/94	3	6/30/94	32.58
3/30/94	12	4/1/95	28.44
4/28/94	24	5/1/96	18.00
5/27/94	24	6/1/96	18.00
7/29/94	12	8/1/95	0.00
7/29/94	24	8/1/94	0.00
9/15/94	6	3/16/95	18.10
9/30/94	6	4/1/95	0.00
10/31/94	6	5/1/95	0.00
11/30/94	6	6/1/95	17.97
12/29/94	3	4/1/95	15.20
12/29/94	6	7/1/95	16.09
1/31/95	3	5/1/95	15.35
1/31/95	6	8/1/95	0.00
1/31/95	24	2/1/97	0.00
2/23/95	12	3/1/96	0.00
2/23/95	24	3/1/97	0.00
3/10/95	3	6/13/95	0.00
3/10/95	4	7/13/95	0.00

9/29/95	122	39.55
10/13/95	123	41.67
10/31/95	121	38.15
11/14/95	121	35.85
11/30/95	122	34.95
12/14/95	152	36.20
12/28/95	152	34.72
1/12/96	152	32.59
1/31/96	151	31.81
2/14/96	151	28.54
2/29/96	184	27.78
3/14/96	184	28.43
3/29/96	183	26.50
4/12/96	183	25.45
4/30/96	184	24.19
5/14/96	184	25.13
5/31/96	183	25.02
5/31/96	273	25.34
6/14/96	183	24.61
6/28/96	184	23.36
6/28/96	274	23.67
7/12/96	184	23.77
7/31/96	184	23.98
7/31/96	273	24.29
8/14/96	184	24.92
8/30/96	181	24.92
8/30/96	365	24.50
9/13/96	181	24.40
9/30/96	182	23.56
9/30/96	365	21.51
10/14/96	182	23.25
10/31/96	181	24.40
10/31/96	365	22.63
11/14/96	181	24.50
11/29/96	182	23.67
11/29/96	365	22.22
12/13/96	182	23.46
12/30/96	181	23.15
12/30/96	365	21.81
1/14/97	181	23.05
1/14/97	365	21.81
1/31/97	181	23.08
1/31/97	365	22.34
2/14/97	181	22.60
2/14/97	365	22.32
2/28/97	184	21.55
2/28/97	365	21.51
3/14/97	184	20.58
3/14/97	365	20.60

3/31/95	3	7/1/95	17.98
3/31/95	4	8/1/95	0.00
3/31/95	24	4/1/97	0.00
4/28/95	4	9/1/95	18.50
4/28/95	24	5/1/97	0.00
5/31/95	3	9/1/95	18.28
5/31/95	24	6/1/97	0.00
6/12/95	6	12/13/95	17.97
6/12/95	12	6/13/96	18.65
6/30/95	6	1/1/96	18.18
6/30/95	24	7/1/97	0.00
7/31/95	6	2/1/96	22.00
8/31/95	5	2/1/95	20.14
8/31/95	24	9/1/97	0.00
9/14/95	6	3/15/96	18.15
9/29/95	9	7/1/95	18.25
10/31/95	24	11/1/97	0.00
11/30/95	9	9/1/96	0.00
12/14/95	9	9/15/96	0.00
12/28/95	6	7/1/96	20.20
12/28/95	12	1/1/97	19.46
12/28/95	24	1/1/98	0.00
1/31/96	6	8/1/96	19.37
1/31/96	12	2/1/97	18.62
1/31/96	24	2/1/98	0.00
2/14/96	12	2/15/97	17.57
2/29/96	12	3/1/97	17.63
2/29/96	24	3/1/98	0.00
3/14/96	12	3/15/97	17.13
3/29/96	12	4/1/97	17.63
3/29/96	24	4/1/98	0.00
4/30/96	12	5/1/97	16.60
4/30/96	24	5/1/98	0.00
5/31/96	12	6/1/97	15.44
6/28/96	12	7/1/97	13.99
7/31/96	12	8/1/97	13.10
8/30/96	24	9/1/98	12.38
9/30/96	24	10/1/98	12.53
10/31/96	24	11/1/98	12.75
11/29/96	24	12/1/98	12.65
12/30/96	24	1/1/99	11.78
1/31/97	24	2/1/99	11.24
1/31/97	36	2/1/00	11.21
2/27/97	24	3/1/99	11.19
2/27/97	36	3/1/00	11.27
3/31/97	24	4/1/99	10.86
3/31/97	36	4/1/00	10.85
4/30/97	24	5/1/99	11.46
4/30/97	36	5/1/00	11.67

3/31/97	183	20.44
3/31/97	365	20.75
4/14/97	183	20.36
4/14/97	365	21.08
4/30/97	184	23.00
5/14/97	184	23.20
5/30/97	183	22.51
5/30/97	365	24.03
6/13/97	183	21.07
6/13/97	365	22.73
6/30/97	184	20.65
6/30/97	365	21.83
7/14/97	184	20.89
7/14/97	365	21.98
7/31/97	184	21.12
7/31/97	365	22.05
8/14/97	184	21.00
8/14/97	365	22.01
8/29/97	181	21.14
8/29/97	365	22.24
8/29/97	730	22.76
9/12/97	181	21.58
9/12/97	365	22.58
9/30/97	182	21.48
9/30/97	365	22.90
9/30/97	730	24.33
10/14/97	182	21.41
10/14/97	365	22.46
11/11/97	81	42.32
11/18/97	91	43.35
11/25/97	84	40.96
11/28/97	62	40.66
12/2/97	60	40.41
12/9/97	63	38.32
12/16/97	77	36.40
12/23/97	91	37.85
12/30/97	98	37.07
12/30/97	119	36.91
1/6/98	98	37.72
1/6/98	126	37.57
1/20/98	91	38.96
1/20/98	147	38.88
1/27/98	42	36.57
1/27/98	91	36.61
1/27/98	147	36.90
1/30/98	38	35.52
1/30/98	94	35.55
1/30/98	143	35.77
2/3/98	98	35.24

5/30/97	24	6/1/99	11.75
5/30/97	36	6/1/00	11.75
6/30/97	24	7/1/99	10.68
6/30/97	36	7/1/00	10.69
7/31/97	24	8/1/99	9.96
7/31/97	36	8/1/00	9.96
8/29/97	36	9/1/00	10.14
8/29/97	60	9/1/02	10.18
9/15/97	36	9/15/00	10.25
9/30/97	36	10/1/00	10.15
9/30/97	60	10/1/02	10.56
10/14/97	36	10/15/00	10.35
10/31/97	36	11/1/00	14.77
10/31/97	60	11/1/02	0.00
11/11/97	36	11/1/00	15.41
11/25/97	36	11/15/00	14.48
11/28/97	36	12/1/00	15.30
12/16/97	36	12/15/00	14.75
12/30/97	36	1/1/01	14.64
1/6/98	36	1/1/01	14.67
1/29/98	36	2/1/01	15.22
2/27/98	36	3/1/01	14.12
3/31/98	60	4/1/03	14.18
4/28/98	36	5/1/01	13.02
5/26/98	36	6/1/01	14.13
6/30/98	60	7/1/03	15.39
7/28/98	36	8/1/01	13.22
8/25/98	36	9/1/01	15.13
9/29/98	60	10/1/03	18.25
10/27/98	36	11/1/01	16.17
11/24/98	36	12/1/01	14.91
12/29/98	60	1/1/04	15.24
1/26/99	36	2/1/02	20.89
11/24/98	36	12/1/01	14.91
12/29/98	60	1/1/04	15.24
1/26/99	36	2/1/02	20.89

2/3/98	182	35.62
2/10/98	98	32.64
2/10/98	182	32.38
2/17/98	98	31.05
2/17/98	182	30.18
2/27/98	94	29.86
2/27/98	178	28.96
3/3/98	98	29.15
3/3/98	182	28.16
3/10/98	98	26.24
3/10/98	182	25.72
3/10/98	364	25.83
3/17/98	98	25.24
3/17/98	182	24.39
3/17/98	364	24.76
3/24/98	98	24.19
3/24/98	182	23.77
3/24/98	364	24.13
3/31/98	98	23.76
3/31/98	175	23.65
3/31/98	364	23.96
4/7/98	91	24.20
4/7/98	182	24.35
4/7/98	364	25.12
4/14/98	91	23.13
4/14/98	182	23.27
4/14/98	364	24.61
4/20/98	91	23.48
4/20/98	182	23.96
4/20/98	364	25.11
4/28/98	91	24.37
4/28/98	182	25.28
4/28/98	364	26.60
5/5/98	91	23.95
5/5/98	182	25.04
5/5/98	364	26.47
5/12/98	91	23.99
5/12/98	182	25.14
5/12/98	364	26.66
6/2/98	35	22.23
3/23/99	28	42.56
3/30/99	28	37.78
4/6/99	56	33.53
4/8/99	54	33.02
4/13/99	56	31.33
4/15/99	56	31.08
4/20/99	91	30.68
4/22/99	91	29.84
4/27/99	91	28.97

4/29/99	91	27.50
5/4/99	91	27.21
5/6/99	91	27.04
5/11/99	91	24.87
5/11/99	182	23.74
5/13/99	91	22.21
5/18/99	91	21.85
5/18/99	182	21.79
5/25/99	98	24.58
5/27/99	96	23.07
6/1/99	91	23.24
6/8/99	91	23.04
6/10/99	89	22.57
6/15/99	91	21.70
6/17/99	89	21.38
6/17/99	194	22.04
6/22/99	91	20.84
6/22/99	189	21.38
6/24/99	89	21.94
6/29/99	91	22.00
6/29/99	182	22.92
7/6/99	91	21.40
7/6/99	175	22.19
7/8/99	82	22.30
7/8/99	362	25.65
8/17/99	70	21.94
8/19/99	75	22.64
8/24/99	77	23.15
8/26/99	82	22.31
8/31/99	84	21.95
9/2/99	89	22.58
9/9/99	89	21.32
9/14/99	91	21.27
9/16/99	89	21.39
9/21/99	91	20.80
9/28/99	91	21.36
9/30/99	103	21.49
10/5/99	105	22.04
10/8/99	98	21.09
10/14/99	103	21.09
10/21/99	96	20.94
10/26/99	98	20.57
10/28/99	96	20.61
11/4/99	180	20.73
11/9/99	91	19.72
11/11/99	173	21.13
11/16/99	91	20.56
11/18/99	166	22.15
11/23/99	91	21.14

11/25/99	222	23.07
11/30/99	91	20.93
11/30/99	217	22.92
12/7/99	98	20.91
12/7/99	175	22.24
12/14/99	98	20.62
12/14/99	168	21.62
1/4/00	84	20.07
1/11/00	91	19.68
1/11/00	203	20.68
1/18/00	91	19.24
1/18/00	196	19.90
1/21/00	373	21.18
1/25/00	91	19.32
1/25/00	189	19.91
2/1/00	210	20.44
2/1/00	249	21.12
2/8/00	203	19.52
2/8/00	357	20.03
2/15/00	231	19.94
2/15/00	350	20.35
2/22/00	224	19.61
2/22/00	343	20.00
2/29/00	217	19.54
2/29/00	399	19.91
3/3/00	89	19.05
3/9/00	236	19.26
3/9/00	390	19.65
3/14/00	231	19.10
3/14/00	385	19.44
3/21/00	224	18.63
3/21/00	378	18.65
3/28/00	245	18.23
3/28/00	371	18.21
4/4/00	238	18.29
4/4/00	364	18.28
4/11/00	231	19.00
4/11/00	357	19.03
4/18/00	231	19.78
4/18/00	350	19.83
4/25/00	224	19.89
4/25/00	371	20.13
5/2/00	217	19.84
5/2/00	364	20.29
5/9/00	210	0.00
5/9/00	357	0.00
6/13/00	203	19.35
6/20/00	196	18.70
6/27/00	189	18.08

6/27/00	308	18.67
7/4/00	182	17.86
7/4/00	301	18.42
7/11/00	203	17.90
7/11/00	385	18.46
7/18/00	196	17.86
7/18/00	378	18.44
7/25/00	189	17.39
7/25/00	371	17.80

VI. Referências Bibliográficas

Andima. *Retrospectiva*. 1996, 1997, 1998 e 1999.

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

Bevilaqua, A., Garcia, M. “*Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*”. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1999.

Bevilaqua, A., Werneck, R. “*Delaying Public-Sector Reforms Post-Stabilization Fiscal Strains in Brazil*”. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1998.

_____, Werneck, R. “*Public-Sector Debt Dynamic in Brazil*”. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1997. (texto para discussão, 376)

_____. “*The Quality of the Federal Net Debt in Brazil*”. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1998. (texto para discussão, 385)

Bloomberg. *Agência de Notícias*.

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

Garcia, M. , e outros “*The Structure of the Public Sector Debt in Brazil*”. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1998.

Giambiagi, F. “*A Condição de Equilíbrio da Trajetória do Endividamento Público: Algumas Simulações para o Caso Brasileiro*”. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v. 5, n. 9, p. 3-24, jun. 1998.

_____, “*A Política Fiscal Depois de 2002: Algumas Simulações*”. Mimeo. 2000.

_____, Alem, A. *Finanças Públicas: Teoria e prática*. Editora Campos. 1999.

_____, Moreira, M. *A economia brasileira nos anos 90*. BNDES, 1999.

Llussá, F. “*Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*”. Rio de Janeiro: BNDES-Finame, 1998.

Pinheiro, M. M. S., “*Dívida Mobiliária Federal e Impactos Fiscais: 1995/99*” Brasília: IPEA, 2000. (texto para discussão, 700)

Tanner, E. “*Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil, 1991-2000*”. LACEA Rio 2000.