

# Déficit Fiscal no Brasil: Uma Análise do seu Comportamento no Período pós-Real\*\*

*Helder Ferreira de Mendonça\**

**RESUMO:** Há um consenso entre os economistas brasileiros de que o déficit público constitui-se em um grave problema para a sustentabilidade do Plano Real. O principal argumento consiste no fato de que a elevação da dívida interna em relação ao PIB pode pôr um fim à estabilidade de preços. A manutenção de elevadas taxas de juros na tentativa de acomodar os recentes choques decorrentes da crise asiática, tem sido o principal elemento para a explicação da trajetória ascendente do déficit. Neste sentido, o presente artigo analisa os principais aspectos relacionados ao déficit público e suas implicações para a economia brasileira desde a instalação do Plano Real.

## 1. Introdução

O Plano Real, lançado em dezembro de 1993, teve como grande conquista a mudança de um regime de alta inflação<sup>1</sup> para um ambiente de estabilidade de preços. O mecanismo mais conhecido para o grande feito realizado pela equipe econômica do governo, consistiu na substituição da antiga moeda (Cruzeiros Reais) por um superindexador (a URV) para posteriormente ser introduzida a nova moeda (o Real) sem que esta fosse contaminada pela inflação, ou seja, o diagnóstico indicava que o principal elemento da persistência de elevadas taxas de inflação consistia na sua característica inercial.

Apesar do Plano Real estar associado em sua essência ao aspecto monetário da economia brasileira, o quadro fiscal foi o elemento-chave no período pré-estabilização, sendo fundamental para o sucesso no combate à inflação. No primeiro estágio do Plano<sup>2</sup> houve o esforço do Governo em equilibrar o orçamento federal reduzindo significativamente a proposta orçamentária de 1994. O problema consistia no fato de que as despesas eram fixadas em termos nominais enquanto os impostos eram indexados. O resultado desta combinação sob um regime de alta inflação possibilitava

---

\*\* O autor agradece aos profícuos comentários feitos por Carmem Feijó, José Carlos Miranda, Jorge Cláudio Cavalcante de Oliveira Lima e Fernando Cardim de Carvalho. Como de praxe, as possíveis omissões ou imprecisões são de minha inteira responsabilidade.

\* Prof. do Departamento de Economia da UFF e Doutorando em Economia pelo IE/UFRJ.

<sup>1</sup> Foge ao escopo deste texto discutir se no período de instalação do Plano Real a economia brasileira encontrava-se sob um quadro de hiperinflação ou não. Particularmente discordo da definição de hiperinflação feita por Cagan (1956 *apud* Sachs-Larrain 1995, p. 818) em que uma “hiperinflação começa no mês em que o aumento dos preços ultrapassa 50% e termina no mês antes que o aumento dos preços caia abaixo desse valor e que assim permaneça durante pelo menos um ano”. A experiência vivida pela Brasil mostra que a existência de uma economia indexada é capaz de conviver com elevadas taxas de inflação sem que a moeda do país perca suas funções enquanto meio de pagamento.

ao governo a captação de um montante adicional de recursos através do imposto inflacionário. Dessa forma, controlar o déficit orçamentário nominal era um problema monetário e não fiscal, o que implicava que se o déficit orçamentário estivesse equilibrado não seria necessária uma receita de senhoriagem para o financiamento, não havendo por conseguinte uma pressão inflacionária.

Após ter sido alcançada a estabilidade de preços, novos problemas começaram a ganhar atenção na economia brasileira, entre eles destaca-se o quadro fiscal, visto que o principal elemento que dá sustentação ao Plano, consiste na condução de uma política cambial sob um regime de bandas. Esta estrutura torna a economia vulnerável aos choques externos, gerando a necessidade de um ajuste fiscal para que o Plano não sinalize problemas de inconsistência dinâmica.

Embora na primeira fase do Plano Real, o déficit tivesse apresentado como elemento central o aspecto monetário, após esse momento o problema passou a ser de ordem fiscal. Outro fato a ser destacado, é que apesar da inflação se encontrar próxima a zero, e portanto, não representar mais o elemento causal para o aumento do déficit fiscal, existe um elemento de inércia que é responsável pelo aumento do mesmo - a taxa de juros incidente sobre o estoque da dívida. Nesse sentido, diante de um cenário que impõe um elemento de crucial importância para avaliação da sustentabilidade do Plano Real, o equacionamento do problema do déficit, pretende-se fazer uma análise retroativa desde a instalação do Plano apontando os principais problemas que caracterizaram o período. Além desta introdução, o artigo está dividido em dois blocos básicos: o primeiro bloco consiste na elaboração de um modelo para o déficit fiscal que se aproxime do ambiente econômico vivido pelo Brasil no período pós-Real; o segundo bloco procura, através de evidências empíricas, analisar o comportamento do déficit no período. Por último, são apresentadas as conclusões do trabalho.

## **2. Características do Déficit Orçamentário**

O déficit orçamentário (DEF) é uma variável de fluxo macroeconômico que consiste na variação do estoque da dívida do governo (D), ou seja,

$$(2.1) \quad \text{DEF} = D_t - D_{t-1}^{(3)}.$$

---

<sup>2</sup> Para uma análise excelente sobre os três estágios da instalação do Plano Real, ver Bacha (1995).

<sup>3</sup> Esta equação está expressa em termos nominais. O subscrito “t” significa que a variável encontra-se no instante atual, enquanto que “t-1” denota que a variável corresponde ao instante anterior.

O elemento-chave desta equação, o estoque da dívida governamental, pode ser entendido como a diferença entre a despesa total do governo (gastos governamentais (G), investimento governamental (Ig) e a incidência dos juros sobre o estoque da dívida do período anterior ( $iD_{t-1}$ )), e a receita total (impostos menos transferências (T))<sup>(4)</sup> adicionada ao estoque da dívida do período anterior ( $D_{t-1}$ ). O que foi dito pode ser expresso formalmente como:

$$(2.2) \quad D_t = G + Ig + iD_{t-1} - T + D_{t-1}.$$

Rearranjando a equação (2.2) para que se possa obter uma nova equação para o déficit orçamentário, encontra-se:

$$(2.3) \quad DEF = D_t - D_{t-1} = G + Ig + iD_{t-1} - T.$$

A equação acima expressa o déficit para um determinado período. Para que se possa obter o comportamento do déficit ao longo do tempo, permitindo uma análise intertemporal não limitada a dois instantes, a equação anterior deve ser derivada em relação ao tempo, donde se obtém:

$$(2.4) \quad \dot{DEF} = \dot{G} + \dot{Ig} + i \dot{D} - \dot{T}.$$

Esta equação apresenta um termo que merece atenção - a incidência dos juros sobre o estoque da dívida. Diferentemente dos demais, este termo não é passível de controle direto do governo, uma vez que o estoque da dívida é formado pelo déficit de períodos anteriores o que implica que esta é uma variável exógena para o período atual<sup>5</sup>.

Obviamente a análise através dos principais componentes do déficit por si só não é suficiente. A contrapartida da equação (2.4) diz respeito às formas de financiamento que o déficit orçamentário pode ter, isto é,

$$(2.5) \quad \dot{DEF} = \dot{M} + \dot{Bp} - E \dot{R}^* \quad \text{onde,}$$

E = taxa de câmbio nominal;  $R^*$  = reservas em moeda estrangeira;  
M = base monetária;  $Bp$  = títulos da dívida pública em posse dos agentes privados.

Esta equação é de fundamental importância na análise, uma vez que ela representa as três formas básicas de financiamento de um déficit orçamentário: aumento da base

<sup>4</sup> Para efeitos de simplificação do modelo será assumido que a única fonte geradora de receita do governo é a captação de impostos.

<sup>5</sup> No caso brasileiro a resposta encontrada pelo governo na tentativa de solução para o problema consiste no processo de privatização das empresas estatais. A idéia é simples, com a receita obtida pela venda dessas empresas é possível pagar parte do principal do estoque da dívida, o que conseqüentemente reduz a pressão expansionista do déficit através deste termo para os períodos subseqüentes. A análise

monetária, aumento dos títulos da dívida em posse da população e redução das reservas estrangeiras.

O primeiro caso, emissão de moeda como forma de financiamento do déficit orçamentário (monetização do déficit) é bastante conhecido como um elemento de propagação inflacionária. Por um lado, a emissão monetária gera para o governo uma receita de senhoriagem enquanto que o público sofre perda no poder de compra sobre o estoque de moeda retido, ou seja há incidência do chamado imposto inflacionário. Obviamente este movimento não pode prosseguir *ad infinitum* uma vez que ele seria responsável pela geração de uma hiperinflação<sup>6</sup> acarretando pesados custos sociais.

O segundo termo, aumento do endividamento do governo junto à população, implica um financiamento do déficit para o período atual, entretanto conforme presente em Sargent & Wallace (1986) este procedimento acarreta obrigações futuras para o governo, onde em algum instante no tempo os agentes desejam converter os títulos da dívida do governo em moeda<sup>7</sup>.

Por último, resta a possibilidade de financiamento através da redução das reservas estrangeiras, que ao contrário dos casos anteriores não tem impacto inflacionário no período atual ou no futuro. O grande problema desta forma de financiamento é que as reservas tem um estoque finito o que impõe limites a esta possibilidade de financiamento do déficit orçamentário.

As três formas de financiamento apresentadas acima têm que ser consideradas sob um elemento crucial na determinação do ambiente econômico - o regime de câmbio a qual o país está submetido, uma vez que ele impõe limites as formas de financiamento descritas a partir da equação (2.5).

Com o advento do Plano Real, três fases da política cambial são observadas: a primeira perdurou até o início de março de 1995, sendo marcada pela não-intervenção do Banco Central no mercado<sup>8</sup>; a segunda fase, que corresponde ao período de março a

---

envolvendo o comportamento da dívida e a receita de privatização está presente na seção 3.2 deste trabalho.

<sup>6</sup> A oferta de moeda como elemento detonador do processo de hiperinflação é apresentado em Cagan (1956). Atualmente a grande maioria dos manuais de macroeconomia incorporaram a obtenção de senhoriagem como elemento crucial no processo de hiperinflação, veja Blanchard-Fischer (1990) e Romer (1996).

<sup>7</sup> Se esta postura for generalizada, admitindo-se a impossibilidade do financiamento do déficit através de redução das reservas estrangeiras, o governo não terá mais como fazer a “rolagem da dívida”, tendo apenas como opção a monetização do déficit. Para outro tipo de interpretação sobre o déficit veja Tobin (1989).

<sup>8</sup> É importante destacar que o Banco Central assumiu o compromisso de intervir no mercado toda vez que o dólar atingisse o valor de R\$1, por outro lado, o Banco Central não se comprometia em garantir a paridade 1R\$ = 1US\$, quando o dólar se situasse abaixo desse valor. Esta situação ficou conhecida

junho de 1995, foi caracterizada pela instalação do regime de bandas cambiais<sup>9</sup>; por último, a terceira fase é marcada pela maior monitoração da taxa de câmbio, sendo adotado leilões de *spread* e menores faixas de variação cambial intrabanda.

Em termos gerais, pode-se dizer que o governo adotou uma postura de monitoração do câmbio com o objetivo de evitar flutuações que viessem perturbar a estabilidade da moeda. Nesse sentido, há uma clara aproximação do regime de câmbio adotado pelo governo com o câmbio fixo<sup>10</sup>. Ou seja, a âncora cambial presente no Plano Real impõe sérias implicações para a análise do déficit. Dentro de certos limites, o estoque de moeda torna-se endógeno ao câmbio, o que impõe à política monetária limites para seu uso enquanto instrumento de política econômica. Seguindo-se este raciocínio, observa-se claramente que há uma impossibilidade do governo em captar receita de senhoriagem como forma de financiar o déficit orçamentário, uma vez que se este procedimento fosse adotado poderia ser detonado um novo processo inflacionário colocando por terra o esforço de estabilização do Plano. Sendo assim, a emissão monetária não pode ser entendida como uma possibilidade de financiamento do déficit orçamentário. Portanto a equação (2.5) fica reduzida a

$$(2.6) \quad \dot{DEF} = \dot{B}_p - E \dot{R}^*$$

Conforme destacado anteriormente, uma outra possibilidade de financiamento do déficit poderia ser a redução das reservas estrangeiras que se encontram num nível significativo (próximo a US\$ 60 bilhões). Entretanto, esta possibilidade de financiamento, tal como o caso anterior, não deve ser acionada. As reservas em moeda estrangeira do país funcionam como um elemento de defesa para a estabilidade da moeda. Em outras palavras, funciona como um escudo diante de choques exógenos como o acontecido recentemente pela crise asiática e a atual crise russa. Dessa forma, uma redução das reservas estrangeiras para financiamento do déficit poderia gerar uma fragilidade nas defesas do Plano podendo acarretar um ataque especulativo<sup>11</sup> contra o

---

como banda assimétrica (limite superior igual a R\$1 e limite inferior inexistente). Na prática, o mercado estabilizou a cotação entre 0,83 e 0,87 R\$ por 1 US\$, havendo intervenções no segmento livre, através de leilões de divisas, apenas no último trimestre de 1994 [Mendonça (1998), p. 104].

<sup>9</sup> No início desse período ocorreu um ataque especulativo contra o real forçando a intervenção do Banco Central através de leilões.

<sup>10</sup> Conforme destacado por Pastore (1998, p. 5): “A partir de março de 1995 o Brasil aderiu aos reajustes cambiais pré-fixados, que é uma variante do câmbio fixo”.

<sup>11</sup> Conforme destacado por Kessel, M. (1998), “Quando um país adota o sistema de bandas, alguns processos operacionais precisam ser definidos: a) o comportamento da taxa de câmbio central (de paridade ou referencial); a amplitude da banda; o grau e a forma de intervenção intrabanda, e a coordenação entre juros, câmbio e reservas na sustentação do teto da banda ao ocorrer choques”. Dentro

Real, obrigando o retorno da política de pequenas e freqüentes desvalorizações praticada quase que integralmente no período 1968 a 1993. Este tipo de resultado sinalizaria o fracasso do Plano Real implicando o provável retorno do processo inflacionário.

Além das observações feitas acima, deve-se considerar a baixa taxa de crescimento econômico experimentada pelo país nos últimos anos. Diante deste quadro, a única opção disponível ao governo consiste na emissão de novos títulos como forma de obter recursos adicionais para o financiamento do déficit. Ou seja, a equação (2.5) fica reduzida a:

$$(2.7) \quad \dot{DEF} = \dot{Bp}^{(12)}$$

Esta possibilidade de financiamento permite a manutenção da estabilidade da moeda, entretanto, conforme destacado anteriormente ela não é consistente no tempo. Para evitar a monetização do déficit, e por conseguinte uma sinalização do provável fracasso do Plano, a equipe econômica do governo, diante de um cenário externo desfavorável, tem encontrado como saída para o problema, a manutenção de elevadas taxas de juros como forma de evitar um possível dreno de fundos<sup>13</sup>.

O que se observa é um cenário novo, onde diferentemente da estrutura apresentada em modelos de hiperinflação *à la* Cagan, onde a emissão monetária para geração de imposto inflacionário consistia no elemento detonador do processo inflacionário, pode-se reativar a inflação através de um mecanismo indireto - a manutenção de elevadas taxas de juros.

Este argumento é derivado do presente em Sargent & Wallace (1986) onde a persistência de déficits fiscais pode dar origem a uma passividade monetária. A idéia reside no fato de que o acúmulo da dívida pública como forma de financiar o déficit gera expectativas de monetização, uma vez que há limites para o processo de endividamento. O resultado final é que a expectativa de monetização futura gera inflação no presente. Conforme destacado por Garcia (1995, p. 332), “o argumento da aritmética monetarista de Sargent e Wallace significa que o nível de preços eleva-se

---

desta estrutura, o Banco Central na busca da manutenção das flutuações próximas à taxa de paridade, com o objetivo de dar maior credibilidade a banda (minimização do risco cambial), pode criar um problema de seleção adversa, isto é, pode haver incentivos a entrada de capitais especulativos no país.

<sup>12</sup> A ausência da possibilidade do financiamento do déficit através da compra dos títulos da dívida pelo banco central no modelo, se justifica pelo fato de que, em última instância, ou implicaria expansão da base monetária ou redução do nível de reservas, casos que já foram devidamente analisados.

<sup>13</sup> A análise do comportamento dos juros e da dívida do governo está presente na seção 3.3 deste artigo.

inequivocamente mesmo sem aumento da quantidade de moeda (passividade monetária) no presente, posto que a expectativa de monetização da dívida no futuro ocasiona uma retração da demanda de moeda no presente”.

### **3 - Características do Cenário Brasileiro para o Período Pós-Real**

Conforme destacado na parte introdutória deste artigo, o Plano Real teve como condição prévia para instalação da reforma monetária uma reordenação fiscal que teve origem através do Programa de Ação Imediata (PAI) lançado em junho de 1993. O PAI tinha cinco pontos básicos: 1 - corte e maior eficiência dos gastos; 2 - recuperação da receita tributária; 3 - revisão da dívida dos estados e municípios com a União; 4 - maior controle dos bancos públicos; e 5 - privatização.

No que se refere ao orçamento, o principal ponto presente no PAI, diz respeito ao corte de despesas não vinculadas através de projeto de lei propondo reprogramação orçamentária. Soma-se a isto a redução de liberações no último trimestre de 1993, e a limitação de 60% da participação dos salários do funcionalismo à receita líquida da União, estados e municípios. Ainda nesse período, foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE)<sup>14</sup>, que tinha por objetivo dar maior flexibilidade a alocação dos recursos da União. Em outras palavras, o FSE concedia ao governo um maior poder discricionário sobre as decisões de gasto<sup>15</sup>.

Apesar dos esforços do governo na tentativa de equacionar o problema fiscal, os estados no ano de 1995 passaram a apresentar um quadro de deterioração fiscal. A eliminação do efeito Tanzi devido ao ambiente de estabilidade inflacionária não foi suficiente para garantir uma melhora para os estados. Isto se justifica pelo fato de que o equilíbrio de suas contas, tinha como base a obtenção de receita financeira através da aplicação da receita tributária conjugado com a postergação do pagamento das despesas que não eram indexadas. Conseqüentemente, num cenário de inflação baixa, o “truque” utilizado pelos estados não servia mais como solução para o problema do equacionamento de suas contas, uma vez que as despesas passaram a não sofrer corrosão inflacionária, e a receita financeira para curtos períodos passou a ser

---

<sup>14</sup> O FSE foi criado pela EC nº 1, de 1.3.94, sendo constituído por 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União.

<sup>15</sup> Em 4.3.96 o FSE foi substituído pelo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) tendo como objetivo central a manutenção de maior poder de manobra sobre os gastos ao governo. Deve-se destacar que concomitantemente à criação do FSE, foi proposto que a emissão de Títulos do Tesouro Nacional fosse limitada ao montante equivalente ao serviço da dívida pública federal.

negligenciável, quando não negativa<sup>16</sup>. Sendo assim, na tentativa de encontrar uma solução para o problema do quadro fiscal associado aos estados, o governo federal, lançou o Programa de Saneamento Financeiro e Ajuste Fiscal (Parafe)<sup>17</sup>.

Em específico às operações de títulos públicos federais, pode-se dizer que o Programa serviu como ajustador da liquidez do sistema financeiro, sendo que a atuação do Banco Central nesse mercado foi marcada por duas fases distintas: entre o segundo semestre de 1994 e o primeiro semestre de 1995 o Banco Central agiu de forma passiva, atendendo à recomposição dos portfólios dos agentes econômicos que resgataram títulos devido à menor incidência do imposto inflacionário. Por outro lado, no segundo semestre de 1995 e primeiro quadrimestre de 1996 o Banco Central atuou ativamente, absorvendo o excesso de liquidez decorrente da entrada de divisas no período<sup>18</sup>.

No que se refere ao processo de privatização, foi implementado o Programa Nacional de Desestatização (PND), sendo considerado como indispensável para o processo de ajuste do setor público, visto que entre os objetivos do PND se encontram como preocupações a redução do estoque e a melhoria do perfil da dívida pública<sup>19</sup>.

Uma análise importante para se ter uma melhor compreensão das medidas adotadas pelo governo na tentativa de equacionar os problemas existentes nas contas públicas diz respeito à análise da evolução das necessidades de financiamento do setor público.

### **3.1 - Necessidades de Financiamento do Setor Público**

O déficit nominal caiu drasticamente no segundo semestre de 1994 em decorrência da queda da inflação. Em julho de 1994 o déficit nominal correspondia a aproximadamente 75% do PIB, apresentando queda significativa até janeiro de 1995 quando atingiu nível negligenciável<sup>20</sup>. A partir desta data, o déficit descreveu uma

---

<sup>16</sup> O outro elemento que pode ser destacado como grande responsável pelo agravamento do quadro fiscal dos estados, diz respeito às despesas com pessoal.

<sup>17</sup> O apêndice apresenta os diversos itens considerados como essenciais para o programa. Deve-se destacar que a dívida mobiliária dos estados e municípios teve um aumento real de 68,5%, entre junho 1994 e abril de 1996 (dados do Banco Central). Esse aumento só não foi maior devido a implantação do mecanismo de troca temporária de títulos dos tesouros estaduais por LBC-E, de Emissão do Banco Central, o que denota que os estados e municípios vêm rolando suas despesas com juros reais incidentes sobre a dívida mobiliária.

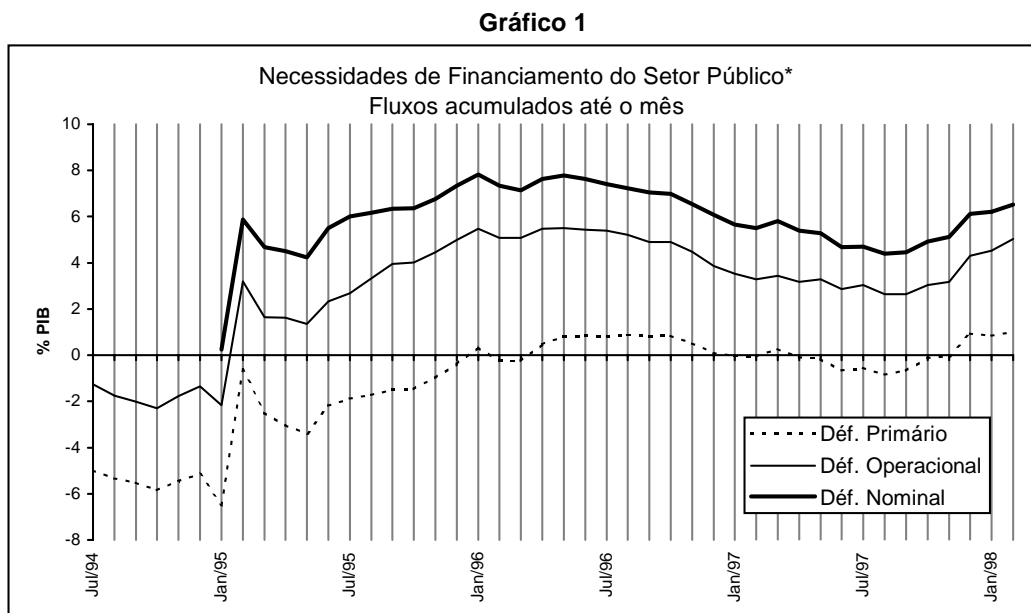
<sup>18</sup> Para uma análise detalhada sobre o comportamento do Banco Central do Brasil no período pós-Real, ver Mendonça (1998).

<sup>19</sup> A seção 3.2 apresenta os principais impactos sobre a economia brasileira decorrentes do PND.

<sup>20</sup> Este período não está presente no gráfico 1, pois a queda abrupta do déficit geraria efeitos distorcivos sobre o gráfico que impediriam uma observação mais cuidadosa por parte do leitor a partir de janeiro de 1995.



trajetória que revela uma flutuação entre 4% e 8% do PIB (veja gráfico 1). Os motivos desta flutuação podem ser entendidos através da análise do déficit primário e operacional.



No que se refere ao déficit primário, pode-se distinguir quatro períodos básicos:

- julho de 1994 a março de 1996 - período compreendido pela sustentação de um superávit primário. A justificativa para os bons resultados obtidos em 1994 e os sinais de queda observados em 1995, tem como principal elemento o imposto sobre movimentação financeira (IPMF) que em 1995 deixou de ser cobrado. A não cobrança do IPMF teve como impacto o crescimento das despesas (sobretudo com pessoal e benefícios) numa proporção maior que o aumento das receitas. Outro fator não desprezível na análise, diz respeito a posição de desequilíbrio das contas dos estados e municípios apresentando déficits persistentes a partir de maio de 1995;
- abril de 1996 a dezembro de 1996 - período marcado pela existência de déficit. Ao contrário do período anterior, onde o superávit obtido pela agregação do banco central com o governo federal juntamente com as empresas estatais era suficiente para reverter o quadro deficitário dos estados e municípios; neste período, as empresas estatais entraram numa posição deficitária, houve aumento na participação do déficit dos estados e municípios em proporção ao PIB, e ainda a ocorrência de déficits do agregado governo-banco central em vários meses do período considerado;

- janeiro de 1997 a novembro 1997 - período de superávit. A manutenção de um resultado favorável ao longo desse período é justificada pelos resultados advindos do Parafe que fizeram com que houvesse uma redução do déficit dos estados e municípios em proporção do PIB *vis-à-vis* a melhora (superávit) dos resultados apresentados pelo governo federal e banco central juntamente com as empresas estatais;
- dezembro de 1997 a fevereiro de 1998 - período de déficit a níveis superiores aos observados entre abril-dezembro de 1996. A ocorrência do déficit advém do fato de que as medidas tomadas pelo Parafe fracassaram na obtenção das metas pré-determinadas para a contenção do déficit dos estados e municípios, soma-se a isto a ocorrência de déficits para o consolidado do governo federal e banco central.

No conceito operacional, verifica-se que a única posição superavitária refere-se ao ano de 1994. Quanto a deterioração do quadro fiscal em 1995, esta pode ser sumariada através de quatro pontos básicos:

- 1 - desequilíbrio de caixa (despesas maiores que receitas) devido à manutenção do valor real dos gastos num quadro de baixa inflação;
- 2 - esterilização do ingresso de divisas, resultando numa expansão da dívida mobiliária e por conseguinte das despesas com juros;
- 3 - retração do processo de monetização implicando baixo nível de captação de receita de senhoriagem<sup>21</sup>;
- 4 - redução das tarifas públicas e elevação da dívida mobiliária e contratual dos estados.

Apesar da redução da taxa real de juros (33,4% em 1995 para 16,5% em 1996) terem representado um menor encargo no que se refere as despesas com juros, este fator não foi suficiente para conter a trajetória ascendente do déficit no ano de 1996. A justificativa para a persistência do déficit pode ser compreendida através dos elementos a seguir:

- 1 - o peso do reajuste real dos salários aos servidores públicos concedidos entre 1994-1995;
- 2 - a reestruturação financeira dos estados;
- 3 - a insuficiência da estrutura de tributos quanto à capacidade de aumentar a arrecadação independentemente do crescimento da economia; e

---

<sup>21</sup> A receita de senhoriagem foi de aproximadamente 1,3% do PIB em 1994, o que corresponde a uma queda de cerca de 40% na captação em relação ao ano anterior. Para os anos subsequentes este tipo de receita tem apresentado níveis negligenciáveis.

4 - a capitalização do Banco do Brasil, provocada pelo reconhecimento de déficits quasi-fiscais no passado, gerando efeitos financeiros com impacto sobre as despesas com juros.

### 3.2 - Programa Nacional de Desestatização

Quanto ao Programa Nacional de Desestatização (PND), o ano de 1996 representa um ponto de inflexão sobretudo no que se refere a qualidade das moedas utilizadas na privatização. Além disso, os resultados obtidos nesse ano foram significativos alcançando um resultado financeiro da ordem de US\$ 4 bilhões. Desse total, a venda da Light representou cerca de 57,4%, enquanto a RFFSA contribuiu com 36,5% do total. Este volume de recursos representou 30,3% do total arrecadado com o programa desde seu início em 1991.

Quanto à mudança qualitativa na moeda utilizada nas operações de privatização (veja tabela a seguir), entre 1990 e 1993 o nível de moeda corrente utilizado atingiu níveis desprezíveis em relação ao total da receita de venda (média de 3%)<sup>22</sup>. Os anos de 1994 e 1995, apresentaram uma sensível melhora, entretanto este período não serve de parâmetro para análise, uma vez que representaram um período de desaceleração no processo de privatização. Conforme destacado anteriormente o ano de 1996 representa o ano-chave devido à retomada do PND e a confirmação da tendência de maior utilização de moeda corrente (aproximadamente 75% dos pagamentos). O ano de 1997 confirma a tendência com uma participação superior a 95%.

**Tabela 1: Utilização de Moedas de Privatização: 1991/97 (US\$ milhões)**

Ano	SIBR	CP	OFND	DISE C	TDA	DIVE X	CEF	Total- Moedas de Privatização (a)	Total Geral-Receita de Venda (b)	a/b%
1991	623	345	277	266	81	4	–	1596	1614	98,9
1992	149	748	284	791	255	37	106	2370	2401	98,7
1993	505	180	33	1344	175	27	188	2452	2627	93,3
1994	75	9	24	379	56	1	7	551	1966	28,0
1995	144	7	–	516	9	–	–	676	1003	67,4
1996	–	8	–	791	224	–	–	1023	4080	25,1
1997	–	–	–	180	12	–	–	192	4265	4,6
Total	1496	1297	618	4267	812	69	301	8860	17956	49,4

Fonte: BNDES.

SIBR - Debêntures da Siderbrás

CP - Certificados de Privatização

OFND - Obrig. Fundo Nacional de Desenvolvimento

DISEC - Créditos Vencidos Renegociados (securitizados)

TDA - Títulos da Dívida Agrária

DIVEX - Títulos da Dívida Externa

CEF - Letras Hipotecárias da Caixa Eco. Federal

<sup>22</sup> É importante lembrar que as chamadas “moedas de privatização” representam dívidas contraídas pelo Governo Federal no passado. Nesse sentido, a aceitação dessas “moedas” como forma de pagamento das ações das empresas que estão sendo privatizadas contribui para a redução do endividamento do Governo Federal.

Apesar do esforço realizado pelo Governo privatizando 50 empresas estatais<sup>23</sup>, apresentando um resultado consolidado do PND (vendas+dívidas transferidas) na ordem de US\$ 26 bilhões, observa-se que a receita advinda do processo de privatização tem se mostrado insuficiente para conter a trajetória ascendente da dívida interna<sup>24</sup>. Conforme será destacado a seguir, um dos principais elementos para que se possa entender o comportamento do aumento da dívida interna ao longo dos últimos anos diz respeito à análise da dívida mobiliária efetiva.

### **3.3 - Dívida Mobiliária Efetiva**

Após a implantação do Plano Real, o endividamento mobiliário efetivo fora do Banco Central passou por duas fases: uma primeira, correspondente aos 12 primeiros meses, onde ocorreram sucessivos decréscimos nominais devido ao processo de remonetização da economia; e uma segunda, que apresentou um salto (83,2%) em consequência do Banco Central ter atuado na tentativa de conter os efeitos expansionistas do processo de acumulação de reservas<sup>25</sup>, via colocação de títulos no mercado.

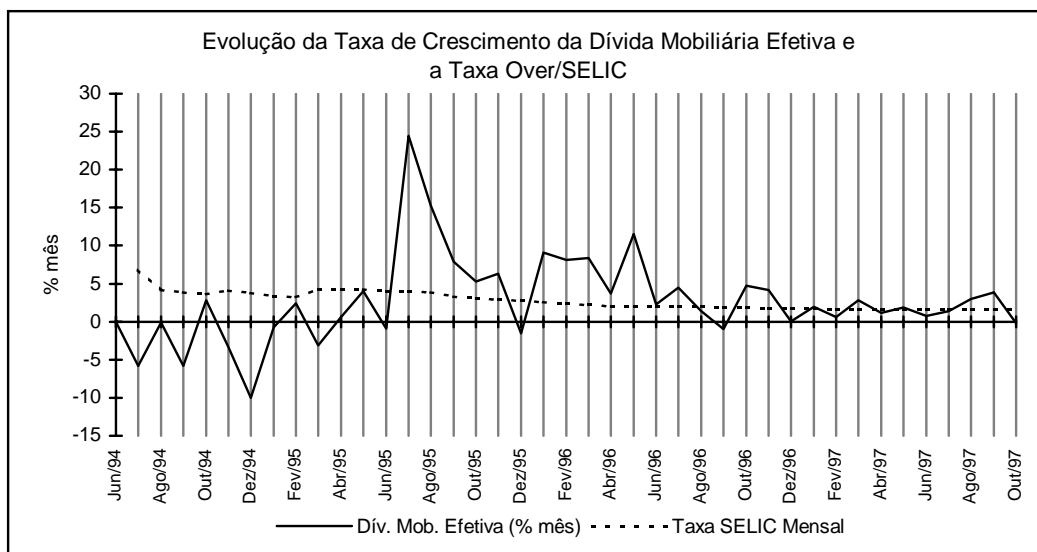
#### **Gráfico 3**

---

<sup>23</sup> A maioria delas na siderurgia, química e petroquímica, fertilizantes e energia elétrica.

<sup>24</sup> O gráfico 2 ilustra a relação entre a receita obtida com as vendas das empresas estatais e a dívida interna da economia brasileira. Vale destacar que o resultado de um teste estatístico de correlação serial é da ordem de 0,63 o que representa uma “correlação espúria”, uma vez que o PND tem como um dos seus objetivos a redução da dívida interna. Entretanto, este resultado, ratifica a idéia de que a receita advinda do PND não tem sido suficiente para mudar a trajetória ascendente da dívida interna.

<sup>25</sup> O ano de 1995 é marcado pelas operações de assistência à liquidez, com destaque para o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (Proer), e ainda pela liberação de parte dos empréstimos compulsórios.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: autor.

Considerando-se o período entre junho de 1994 e novembro de 1997 a dívida mobiliária efetiva apresentou um aumento de 184,3%. Como o estoque da dívida não cresce por conta própria quando a dívida está sendo rolada, é preciso identificar os principais fatores que contribuíram para a expansão da dívida no período. Nesse sentido, o gráfico anterior tem por objetivo ilustrar a assimetria de movimentos entre o estoque da dívida e a taxa Over/Selic<sup>26</sup>.

Para este tipo de análise, três períodos básicos são destacados:

- julho de 1994 a junho de 1995 - este período é marcado por uma persistência da taxa de crescimento do estoque da dívida a níveis inferiores ao da taxa Selic. Vale destacar que a política de juros altos adotada a partir de março de 1995 com o objetivo de neutralizar a saída de capitais em função do chamado “efeito tequila” representou o elemento-chave para a expansão da dívida pública em termos nominais<sup>27</sup>;
- julho de 1995 a junho de 1996 - ao contrário do ocorrido no período anterior, esta fase é marcada por uma taxa de crescimento da dívida mobiliária a níveis superiores ao da taxa Over/Selic. Isto se deveu em grande parte à entrada de capitais estrangeiros no país, que devido à restrição imposta pela política cambial adotada, deixou com uma única alternativa à autoridade monetária a aceleração da dívida como forma de evitar um efeito expansionista sobre a base monetária.
- julho de 1996 a outubro de 1997 - este período marca uma tendência de flutuação da taxa de crescimento da dívida em torno da taxa Over/Selic, o que representa uma certa estabilidade. Ou seja, a estratégia adotada pelo governo através de medidas de

<sup>26</sup> Deve-se lembrar que o prêmio cambial, pode ser definido como a taxa *over*/Selic descontada a desvalorização cambial. O que representa uma *proxy* para a taxa de juros obtida pelo investidor estrangeiro. Em outubro de 1997 a Over/Selic era responsável pela indexação de 19,1% do total dos títulos públicos federais.

<sup>27</sup> É importante observar que apesar das elevadas taxas de juros praticadas no período, o estoque real da dívida (descontada a variação da taxa Selic) sofreu uma queda significativa.

contenção do déficit passaram a dar sinais positivos, outro fato relevante, diz respeito ao cenário internacional que não apresentou choques significativos como o verificado no período anterior. Neste cenário, a Autoridade Monetária procurou reduzir as taxas de juros básicas da economia, possibilitando a recuperação do nível da absorção interna em um quadro de redução das pressões sobre as necessidades de financiamento do setor público e de acesso favorável à poupança externa.

Somente em novembro de 1997 começaram a ser percebidos os efeitos da política monetária adotada, em junho de 1996, pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e da criação da Taxa Básica do Banco Central (TBC). Entretanto, a calma observada no último período destacado, foi abalada pelo agravamento do cenário internacional (leia-se efeito Ásia<sup>28</sup>), tendo por consequência a elevação da dívida mobiliária fora do Banco Central que alcançou o nível de 29,6% do PIB em janeiro de 1998 tendo em sua composição 41,3% de títulos prefixados e 35% indexados à taxa Over/Selic. É importante destacar que a manutenção de um cupom cambial mais elevado através da política de juros altos afeta negativamente a conta do governo, pois obriga o Banco Central a emitir mais títulos para esterilizar o efeito perverso da entrada de capitais sobre a estabilidade de preços, o que por sua vez acarreta a deterioração do quadro fiscal.

Diante de um ambiente externo que não permitia a continuidade da política cambial baseada em *crawling peg*, o governo na tentativa de conter um possível ataque especulativo sobre o Real, lançou um pacote fiscal em outubro de 1997 contendo 51 medidas. O objetivo deste pacote consistia na contenção do déficit público e no gerenciamento mais efetivo da estrutura governamental. Este esforço tem implicações importantes para o ajuste macroeconômico, pois sinaliza a preocupação do governo em restaurar a capacidade de gerar poupança doméstica como forma de reduzir a vulnerabilidade da economia brasileira através da necessidade de captação da poupança externa. O resultado esperado é que com a melhora dos fundamentos econômicos via adoção de políticas adequadas de curto e médio prazos a consequência será uma menor sensibilidade da economia frente a choques externos<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> O “efeito Ásia” foi marcado pela queda das bolsas de valores e pelas desvalorizações das moedas dos países asiáticos. Este movimento acarretou impactos no mercado de câmbio doméstico em função da pressão advinda da maior demanda por divisas.

<sup>29</sup> Como exemplos de resultados que sinalizam para um quadro favorável aos fundamentos, pode-se citar a aprovação da Emenda da Reforma Administrativa pela Câmara Federal e a prorrogação do Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), até 31.12.99, pelo Senado Federal e o forte ingresso de investimentos

### 3.4 - Razão Dívida-Renda

Diante do quadro apresentado, uma questão relevante consiste em saber se o grau de endividamento da economia brasileira, no período, é sustentável ou não. Para dar resposta a esta pergunta, será utilizado um modelo que permite mensurar o grau de endividamento da economia<sup>30</sup>.

Considere a razão dívida-renda na economia (proporção da dívida interna relativa ao PIB) como:

$$(3.1) \quad \alpha = D/PY \quad \text{onde,}$$

$\alpha$  = razão dívida-renda;  $D$  = dívida interna;  $PY$  = PIB nominal.

Levando-se em conta a variável tempo na análise, isto implica que a variação da razão dívida-renda pode ser obtida através da seguinte identidade:

$$(3.2) \quad \dot{\alpha} = \dot{D}/PY - \alpha(\dot{P}/P + \dot{Y}/Y) = \dot{D}/PY - \alpha(\pi + y) \quad \text{onde,}$$

$P$  = nível de preços;  $Y$  = PIB real;  $\pi$  = inflação;  $y$  = taxa de crescimento do PIB.

Uma forma de facilitar a análise consiste em tomar como hipótese que o aumento na dívida de um ano para o outro é resultado do déficit orçamentário. Sendo assim, o aumento da dívida interna é dado por:

$$(3.3) \quad \dot{D} = iD - \psi PY.$$

Ou seja, o aumento da dívida corresponde ao pagamento de juros (taxa de juros ( $i$ ) multiplicada pela despesa da dívida ( $D$ )) subtraindo-se o superávit orçamentário primário ( $\psi$ ) multiplicado pelo PIB nominal ( $PY$ ).

Fazendo-se a substituição de (3.3) em (3.2) encontra-se a nova representação para a variação da razão dívida-renda

$$(3.4) \quad \dot{\alpha} = i\alpha - \psi - \alpha(\pi + y)$$

$$\dot{\alpha} = \alpha(i - \pi - y) - \psi.$$

Aplicando-se a definição de taxa real de juros ( $r = i - \pi$ ) em (3.4), obtém-se

$$(3.5) \quad \dot{\alpha} = \alpha(r - y) - \psi.$$

Esta equação permite observar que mesmo numa situação onde não há a presença de déficits, se a taxa real de juros se encontrar num nível acima da taxa real de

---

diretos, mesmo na ausência de operações direcionadas à privatização dentro do Programa Nacional de Desestatização (PND).

crescimento do PIB ( $r > y$ ), isto implicará numa elevação da razão dívida-renda. A tabela a seguir sumaria os resultados possíveis para a equação (3.5) e suas implicações para a razão dívida-renda.

**Tabela 2: Condicionantes da Razão Dívida-Renda**

	$\alpha(r-y)-\psi > 0$	$\alpha(r-y)-\psi = 0$	$\alpha(r-y)-\psi < 0$
Razão dívida-renda	aumenta	constante	diminui

Conforme pode ser observado a partir da tabela A.3 (apêndice), as médias anuais revelam que sistematicamente a taxa real de juros foi maior que a taxa de crescimento, entretanto, o superávit primário foi suficiente para evitar o primeiro caso destacado na tabela 2 para os anos de 1994 e 1995. Em contrapartida, este resultado não é válido para os anos 1996 e 1997, uma vez que houve aumento na razão dívida-renda.

#### 4. Conclusões

De acordo com a análise efetuada na primeira parte do texto, observa-se que devido a falta de liberdade imposta à condução da política econômica, em grande parte devido ao regime de câmbio adotado no Brasil no período pós-Real, a forma de financiamento do déficit (em termos do modelo apresentado) fica restrito basicamente à expansão do estoque da dívida governamental. Este tipo de resultado mostra a fragilidade da economia frente a choques exógenos, tal como o desencadeado pela crise asiática e a atual crise russa, tendo por consequência a manutenção da taxa de juros doméstica a níveis elevados para evitar uma possível fuga de capitais.

Apesar dos esforços do governo na tentativa de conter a trajetória ascendente do déficit público através de diversas medidas adotadas ao longo do período, elas têm sido insuficientes para este propósito. O principal entrave para o equacionamento do problema reside na própria estrutura do Plano Real que continua a ter como elemento-chave para sua sustentação o câmbio, que encerra em si mesmo um comportamento paradoxal, pois ao mesmo tempo que é a fonte de estabilidade é também fonte de instabilidade. Isto se justifica pelo fato de que um regime de câmbio que em última instância apresenta algum tipo de rigidez é dependente da credibilidade depositada pelos agentes domésticos e externos.

É neste ponto que se concentra a maior fragilidade do Plano, o aumento do endividamento interno é resultado deste movimento, pois na tentativa de minimizar as

<sup>30</sup> O modelo aqui utilizado representa uma versão simplificada do apresentado por Spaventa



chances de um ataque especulativo sustenta-se uma elevada taxa de juros, representando o fator crucial de aumento do endividamento ao longo do tempo. Em outras palavras, o governo está preso numa armadilha, onde o endividamento interno representa o termômetro da vulnerabilidade da economia brasileira.

Neste sentido, o quadro atual merece cuidados, uma vez que é necessário desviar o curso da economia para que ela não entre em rota explosiva como destacado por Sargent & Wallace (1986). Para tanto, diferentemente da hipótese utilizada por estes autores, onde a taxa de crescimento é considerada estável por conveniência do modelo, precisa-se urgentemente da criação de uma política de incentivos capaz de criar investimento real na economia, gerando crescimento e por conseguinte menor dependência do cenário internacional, dando novo fôlego ao Plano Real para que as reformas estruturais do quadro fiscal possam ser finalizadas.

## 5. Referências Bibliográficas

- ANDIMA. *Sinopse*, vários números, 1996.
- BACHA, E. L. *Plano Real: Uma Avaliação Preliminar*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 2, N. 3, p. 3-26, jun. 1995.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números, 1994, 1995, 1996, 1997 e 1998.
- BARRO, R. J. *The Ricardian Approach to Budget Deficits*. Journal Economic Perspectives, Spring 1989, N. 2.
- BERNHEIM, B. D. *A Neoclassical Perspective on Budget Deficits*. Journal of Economic Perspectives, Spring 1989, N. 2.
- BLANCHARD, O. J. & FISCHER, S. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MA:MIT Press, 1989.
- CAGAN, P. *The Monetary Dynamics of Hiperinflation*. In: M. Friedman (org.). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956, p. 25-117.
- DOMAR, E. D. *The "Burden of the Debt" and the National Income*. American Economic Review, Vol. XXXIV, p. 798-827, 1994.
- GARCIA, M. G. P. *Política Monetária e Cambial: Algumas Lições do Período 1991-1994*. Estudos Econômicos, São Paulo, 25(3):329-353, set-dez 1995.
- KESSEL, M. *Regimes Cambiais e Políticas Cambiais Brasileiras*. Boletim do Banco Central. Separata, fev. 1998.
- KRUGMAN, P. *Exchange-Rate Instability*. MIT Press, 1993.
- LUCAS Jr. R. & SARGENT, J. T. *After Keynesian Macroeconomics*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review, 1979, vol. 3, n.2.
- MIRANDA, J. C. *A Dinâmica Financeira da Crise Asiática*. Política Externa, V. 6, N. 4, p. 130-150, mar. 1998.
- MENDONÇA, H.F. *Aspectos Teóricos e Empíricos sobre Bancos Centrais Independentes: Implicações para o Caso Brasileiro*. Revista Economia Aplicada, FIEP/FEA-USP, São Paulo, V.2, N. 1, p. 83-111, jan-mar 1998.

---

(1987).

- PASTORE, A. C. *Política Econômica, Vulnerabilidade Externa e Crescimento Econômico*. mimeo, maio de 1998.
- ROMER, D. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill advanced series in economics, 1996.
- SACHS, J. D. & LARRAIN, F. B. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books, 1995.
- SARGENT, T. & WALLACE, N. *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*. In: SARGENT, T. (ed.), *Rational Expectations and Inflation*. New York: Harper and Row, 1986.
- SPAVENTA, L. *The Growth of Public Debt*. International Monetary Fund, V. 34, N. 2, june 1987.
- TOBIN, J. *Unemployment, Interest, Deficits, and Money*. (In) *Policies for Prosperity: Essays in a Keynesian Mode*, Cambridge: MIT Press.

## APÊNDICE

### A.1: Receita de Privatização (vendas) - Dívida Interna (US\$ milhões)

Período	Receita de Vendas	Dívida Interna
1991	1614	52858
1992	2401	74776
1993	2627	84003
1994	1966	128917
1995	1003	175325
1996	4080	228770
1997	4265	240152

Fonte: BNDES e Banco Central do Brasil.

### A.2: Evolução da Taxa de Crescimento - Dívida Mobiliária Federal Interna e Taxa Selic

Final Período	Tít. Pub. Fed. fora BCB	LBC-E total emitido	Dív. mobiliária efetiva	Var. nominal pós-Real	Taxa de cresc. % no mês	Taxa Selic mensal %
Jun/94	61.765	1.883	59.882	0,0	0,00	—
Jul/94	59.523	3.107	56.416	-5,8	-5,79	6,87
Ago/94	60.399	4.050	56.349	-5,9	-0,12	4,17
Set/94	62.503	9.422	53.081	-11,4	-5,80	3,83
Out/94	65.136	10.553	54.583	-8,8	2,83	3,62
Nov/94	64.561	11.807	52.754	-11,9	-3,35	4,07
Dez/94	61.782	14.312	47.470	-20,7	-10,02	3,80
Jan/95	63.397	16.259	47.138	-21,3	-0,70	3,37
Fev/95	65.053	16.770	48.283	-19,4	2,43	3,25
Mar/95	65.346	18.574	46.772	-21,9	-3,13	4,26
Abr/95	66.388	19.322	47.066	-21,4	0,63	4,26
Mai/95	68.907	19.949	48.958	-18,2	4,02	4,25
Jun/95	69.503	20.967	48.536	-18,9	-0,86	4,04
Jul/95	82.233	21.820	60.413	0,9	24,47	4,02
Ago/95	92.300	22.684	69.616	16,3	15,23	3,84
Set/95	98.478	23.369	75.109	25,4	7,89	3,32
Out/95	103.213	24.151	79.062	32,0	5,26	3,09
Nov/95	109.047	24.961	84.086	40,4	6,35	2,88
Dez/95	108.486	25.662	82.824	38,3	-1,50	2,78
Jan/96	116.662	26.338	90.324	50,8	9,06	2,58
Fev/96	127.353	29.671	97.682	63,1	8,15	2,35
Mar/96	133.600	27.748	105.852	76,8	8,36	2,22
Abr/96	138.011	28.282	109.729	83,2	3,66	2,07
Mai/96	151.260	28.845	122.415	104,4	11,56	2,01
Jun/96	154.287	29.101	125.186	109,1	2,26	1,98

Jul/96	160.457	29.655	130.802	118,4	4,49	1,93
Ago/96	163.260	30.651	132.609	121,5	1,38	1,97
Set/96	162.535	31.210	131.325	119,3	-0,97	1,90
Out/96	169.306	31.803	137.503	129,6	4,70	1,86
Nov/96	175.489	32.202	143.287	139,3	4,21	1,80
Dez/96	176.211	32.789	143.422	139,5	0,09	1,80
Jan/97	179.590	33.355	146.235	144,2	1,96	1,73
Fev/97	181.093	33.932	147.161	145,8	0,63	1,67
Mar/97	187.094	35.783	151.311	152,7	2,82	1,64
Abr/97	189.560	36.483	153.077	155,6	1,17	1,66
Mai/97	193.169	37.193	155.976	160,5	1,89	1,58
Jun/97	194.948	37.794	157.154	162,4	0,76	1,61
Jul/97	197.793	38.401	159.392	166,2	1,42	1,60
Ago/97	203.206	38.995	164.211	174,2	3,02	1,59
Set/97	210.048	39.537	170.511	184,7	3,84	1,59
Out/97	210.410	40.165	170.245	184,3	-0,16	1,67

**Fonte:** Banco Central do Brasil e Andima. **Elaboração:** autor.

### A.3: Variação Mensal da Razão Dívida-Renda

<i>mês</i>	<i>dívida/PIB</i>	<i>Over/Selic</i>	<i>IGP-DI</i>	<i>taxa real de juros</i>	<i>taxa crescimento (média mensal)</i>	<i>déficit primário</i>	<i>variação</i>
Ago/94	0,23900	0,04170	0,03340	0,00830	0,00475	-0,05340	-0,05255
Set/94	0,23500	0,03830	0,01550	0,02280	0,00475	-0,05510	-0,05086
Out/94	0,20400	0,03620	0,02550	0,01070	0,00475	-0,05860	-0,05739
Nov/94	0,20400	0,04070	0,02470	0,01600	0,00475	-0,05440	-0,05210
Dez/94	0,20200	0,03800	0,00570	0,03230	0,00475	-0,05160	-0,04603
média -94	0,21680	0,03898	0,02096	0,01802	0,00475	-0,05462	-0,05174
Jan/95	0,20300	0,03370	0,01360	0,02010	0,00345	-0,06490	-0,06152
Fev/95	0,21300	0,03250	0,01150	0,02100	0,00345	-0,00620	-0,00246
Mar/95	0,19900	0,04260	0,01810	0,02450	0,00345	-0,02470	-0,02051
Abr/95	0,18900	0,04260	0,02300	0,01960	0,00345	-0,03040	-0,02735
Mai/95	0,19000	0,04250	0,00400	0,03850	0,00345	-0,03390	-0,02724
Jun/95	0,20400	0,04040	0,02620	0,01420	0,00345	-0,02200	-0,01981
Jul/95	0,21600	0,04020	0,02240	0,01780	0,00345	-0,01880	-0,01570
Ago/95	0,22500	0,03840	0,01290	0,02550	0,00345	-0,01720	-0,01224
Set/95	0,23400	0,03320	-0,01080	0,04400	0,00345	-0,01500	-0,00551
Out/95	0,24200	0,00309	0,00230	0,00079	0,00345	-0,01460	-0,01524
Nov/95	0,25500	0,02880	0,01330	0,01550	0,00345	-0,00980	-0,00673
Dez/95	0,24500	0,02780	0,00270	0,02510	0,00345	-0,00370	0,00160
média - 95	0,21792	0,03382	0,01160	0,02222	0,00345	-0,02177	-0,01768
Jan/96	0,26300	0,02580	0,01790	0,00790	0,00227	0,00340	0,00488
Fev/96	0,26800	0,02350	0,00760	0,01590	0,00227	-0,00220	0,00145
Mar/96	0,27000	0,02220	0,00220	0,02000	0,00227	-0,00250	0,00229
Abr/96	0,27700	0,02070	0,00700	0,01370	0,00227	0,00460	0,00777
Mai/96	0,28800	0,02010	0,01680	0,00330	0,00227	0,00810	0,00840
Jun/96	0,28800	0,01980	0,01220	0,00760	0,00227	0,00840	0,00993
Jul/96	0,29100	0,01930	0,01090	0,00840	0,00227	0,00830	0,01008
Ago/96	0,29500	0,01970	0,00000	0,01970	0,00227	0,00870	0,01384
Set/96	0,29600	0,01900	0,00130	0,01770	0,00227	0,00830	0,01287
Out/96	0,29800	0,01860	0,00220	0,01640	0,00227	0,00850	0,01271
Nov/96	0,30200	0,01800	0,00280	0,01520	0,00227	0,00510	0,00900
Dez/96	0,30400	0,01800	0,00880	0,00920	0,00227	0,00090	0,00301
média - 96	0,28667	0,02039	0,00748	0,01292	0,00227	0,00497	0,00802
Jan/97	0,30400	0,01730	0,01580	0,00150	0,00249	-0,00010	-0,00040
Fev/97	0,30200	0,01670	0,00420	0,01250	0,00249	-0,00070	0,00232
Mar/97	0,30300	0,01640	0,01160	0,00480	0,00249	0,00260	0,00330
Abr/97	0,30000	0,01660	0,00590	0,01070	0,00249	-0,00090	0,00156
Mai/97	0,30100	0,01580	0,00300	0,01280	0,00249	-0,00150	0,00160
Jun/97	0,29200	0,01610	0,00700	0,00910	0,00249	-0,00660	-0,00467
Jul/97	0,29900	0,01600	0,00090	0,01510	0,00249	-0,00560	-0,00183
Ago/97	0,30000	0,01590	-0,00040	0,01630	0,00249	-0,00830	-0,00416
Set/97	0,29370	0,01590	0,00590	0,01000	0,00249	-0,00660	-0,00439
Out/97	0,28550	0,01670	0,00340	0,01330	0,00249	-0,00120	0,00189
Nov/97	0,28560	0,03040	0,00830	0,02210	0,00249	-0,00050	0,00510
Dez/97	0,30000	0,02970	0,00690	0,02280	0,00249	0,00940	0,01549
média - 97	0,29715	0,01863	0,00604	0,01258	0,00249	-0,00167	0,00133

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: autor.