

A explosão da Dívida Mobiliária Federal: os papéis dos títulos públicos no Plano Real

Ana Paula Macedo de Avellar

Resumo

No processo de abertura financeira, com a ampla entrada de capitais internacionais, ocorrem na economia brasileira novos vínculos de dependência que passam a alimentar o crescimento da dívida mobiliária federal. Tamanha ampliação da dívida não se deve somente ao contexto internacional, mas também às decisões de políticas econômicas adotadas internamente quanto ao comportamento de variáveis como juros, câmbio e inflação. Diante dos diferentes papéis desempenhados pelos títulos públicos após a implantação do Plano Real, a trajetória crescente do endividamento público retorna à pauta das discussões como possível elemento limitador do raio de ação da política econômica nacional.

Palavras-Chave: Dívida Mobiliária, Títulos Públicos, Brasil.

Introdução

As transformações do ambiente macroeconômico internacional, ocorridas nas últimas décadas, aprofundaram o desequilíbrio das finanças públicas da economia brasileira. Durante a década de 90, o movimento de abertura financeira facilitou o ingresso de capitais internacionais que passaram a alimentar o comportamento explosivo da dívida mobiliária. Entretanto, tal ampliação da dívida pública não se deu somente como decorrência do contexto internacional, mas também como fruto das decisões de políticas econômicas – monetária e cambial - adotadas internamente.

Pretende-se, nesse ambiente, investigar as razões que impulsionaram a ampliação da dívida mobiliária federal brasileira após a implantação do Plano Real, onde frente às mudanças significativas quanto ao controle do processo inflacionário, a dívida mobiliária federal não deixou de retomar uma evolução ascendente. Esse fato demonstra que a dívida ainda desempenha um papel relevante, dado que o governo continuou a fazer uso do lançamento de títulos públicos como instrumento de política monetária e como ativo de atração do capital financeiro internacional, por serem considerados uma quase-moeda de grande aceitabilidade no mercado, apresentando elevado grau de liquidez e garantias governamentais.

Pode-se notar que a vigência de dívida pública em ambientes econômicos distintos sugere que esta seja resultante do recorrente papel do setor público em

absorver e socializar os prejuízos, auxiliando a riqueza financeira do setor privado. No momento em que o setor público efetua seu financiamento pela colocação de papéis públicos no mercado, os investidores financeiros privados nacionais e estrangeiros passam a ser seus possuidores, configurando-se, deste modo, uma relação de devedor (governo) x credor (setor privado).

Uma vez perpetuada essa relação por décadas, como é o caso brasileiro, toda vez que o governo, repetidamente emite títulos no mercado, o faz cada vez em situação menos favorável quanto aos prazos e rendimentos desses papéis, agravando ainda mais a fragilidade financeira do setor público.

I. Os papéis dos títulos públicos num contexto de abertura financeira

A década de 90 pode ser caracterizada pelas profundas modificações ocorridas no sistema financeiro internacional condicionadas pela dinâmica da globalização das finanças, instabilidade das economias nacionais e debilitação do crescimento econômico, constituindo um ambiente de risco crescente e possibilidade latente de uma crise financeira generalizada.

O lançamento de títulos públicos nesse mercado desempenhou o papel de ativo financeiro atraente de capital estrangeiro em países da periferia, possibilitando a esses o ingresso no movimento de globalização financeira.

No início da década, o processo recessivo da economia norte-americana e um amplo movimento de deflação de ativos no mercado financeiro contaminaram as economias de países desenvolvidos, que passaram a adotar uma política de redução nas taxas de juros.

Com o movimento de queda dos juros nesses países, os agentes possuidores de recursos líquidos viram-se obrigados a buscar alternativas de valorização do capital em outros países, com maior rentabilidade, criando no sistema financeiro mundial um amplo volume de liquidez disponível. Esses detentores de capital saíram em busca de investimentos financeiros mais rentáveis, o que significava, juros elevados.

Os países da América Latina, perante a elaboração do “Consenso de Washington”, passaram a sofrer fortes pressões para a adesão às reformas elaboradas pelo programa em busca da “modernização de suas economias”. Na realidade, nesses países, nesse momento, apresentavam-se estabilizações voláteis, baseadas no capital de curto prazo, no déficit da balança comercial, na taxa de juros interna alta e no endividamento público crescente.

A estabilidade desses países pode ser denominada ‘frágil’ ao considerar o conceito de estabilidade econômica desenvolvido por Braga e outros autores.

A estabilidade econômica, idealmente, significa a combinação dos seguintes predicados: (a) bases financeiras sólidas de financiamento de curto, médio e longo prazos; (b) um processo de investimento sustentado com respaldo financeiro para ampliar consistentemente a capacidade produtiva; (c) alcance, pelas empresas, do nível planejado de utilização da capacidade produtiva instalada; (d) consistência fiscal intertemporal; (e) finanças públicas organizadas de modo a viabilizar os investimentos públicos estratégicos para um projeto econômico-social, os quais, se deixados à exclusiva decisão privada, não se verifica; (f) moeda estável e, idealmente, conversível internacionalmente; (g) proximidade do pleno emprego da mão-de-obra que procure postos de trabalho. (BRAGA et al,1995, p.595).

Pode-se dizer, então, que longe desse conceito de estabilidade econômica, os países periféricos apresentavam-se no início da década como economias instáveis, mas que possuíam um requisito muito importante e desejado para os investidores internacionais: taxa de juros real interna elevada em relação ao resto do mundo, sendo capazes de atrair um grande volume desse capital externo para seus ativos; o que possibilitou, a esses países, uma rápida elevação no nível de reservas internacionais.

Com a maioria dessas economias *a mercê* de uma hiperinflação, chegando ao ponto, muitas vezes, da ocorrência do desmantelamento dos padrões monetários nacionais, fazia-se necessária à aquisição de um volume de divisas estrangeiras, como forma de garantia para essas moedas instáveis. Para isso, o Estado fez uso do lançamento de títulos públicos, a fim de atrair capital estrangeiro, agravando a situação do endividamento interno de curto prazo. Alguns títulos públicos passaram, então, a desempenhar o papel de “isca” do capital internacional, por apresentarem mais segurança e garantia de liquidez, ao serem comparados a outros tipos de ativos.

Reapareceu, assim, nesse ambiente de ampla liquidez internacional e de queda dos juros internacionais, aos países latino-americanos, a possibilidade de ingressar no sistema financeiro internacional.

Contudo, no dizer de Belluzzo e Coutinho,

para esses países da periferia a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de

uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral, curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial. (BELLUZZO e COUTINHO, 1996, p.141).

Assim, em busca dessa liquidez mundial, os Estados nacionais desempenharam um papel importante como facilitador da mobilidade do capital financeiro internacional implementando medidas de desregulamentação das operações financeiras, e contribuíram também, fortemente, para o desenvolvimento das finanças mundiais, ao recorrerem maciçamente aos mercados financeiros internacionais em busca de financiamento.

Como consequência desse fato, ampliou-se substancialmente a dívida mobiliária desses países, dado que foram obrigados, com intuito de esterilizar a liquidez do sistema, a lançar um volume de títulos da dívida pública crescente, na sua grande maioria, em condições desfavoráveis, quanto aos prazos e aos rendimentos.

Nesse momento, Tavares constata que a consequência mais importante desse movimento foi, para os países da periferia, “transformá-los de exportadores líquidos de recursos em absorvedores forçados de capital financeiro, qualquer que fosse sua situação de balanço de pagamentos ou a sua capacidade real de absorção de poupança para financiar o investimento”. (TAVARES, 1997, p.102.).

O agravamento do endividamento interno, conjuntamente à ampliação do endividamento externo, reflete a forma com que o sistema financeiro nacional se inseriu no sistema internacional. “A regra de ouro tem sido combinar juros altos e restrição de crédito líquido interno para atrair, ou pelo menos reciclar, o capital externo através da emissão de dívida pública com prazos cada vez mais curtos”. (TAVARES, 1999, p.475). Essa dívida, por sua vez, tem continuamente sido emitida em dólar ou indexada ao câmbio pressionando o país para uma possível crise cambial.

Pode-se dizer que, em tese, a dívida mobiliária foi criada, em sua origem, para suprir parte da renda do governo. Além do papel de ser financiamento do governo, a emissão de títulos também desempenha o papel de instrumento regulador da oferta de moeda. Deve-se ressaltar que para a realização desse papel lançam-se títulos de curto

prazo, enquanto que para a primeira lançam-se os títulos de longo prazo.

No entanto, pode-se detectar diversos problemas na utilização freqüente do financiamento via títulos, como a não existência de garantias plenas de que esse instrumento apresentará eficácia, via operações de mercado aberto, pois dependerá da demanda por títulos dos agentes, dada pelo seu grau de preferência pela liquidez; e também a explosão do custo da dívida mobiliária diante das elevadas taxas internas de juros. No futuro, esse aumento do custo da dívida pode acarretar num agravamento da situação das contas públicas impedindo a utilização desse instrumento; e diante do risco de instabilidade macroeconômica e da sustentação da própria dívida pelo governo, os títulos deixarão de ser ativos atraentes no mercado financeiro.

Tavares e Belluzzo detectaram o problema do endividamento interno já na década de 80, afirmando que “no caso dos países latino-americanos, a tentativa de resolver a situação mediante uma aceleração das desvalorizações cambiais e de elevação das taxas de juros provoca uma realimentação inflacionária, uma ampliação endógena muito forte da dívida pública interna e uma deterioração das relações de troca”. (TAVARES e BELLUZZO, 1986, p.65).

Segundo esses autores, a elevação das taxas de juros além de determinar um aumento no custo financeiro do endividamento e no custo da retenção de estoques; induz, também, a determinação do valor esperado dos ativos financeiros crescente. E é este último elemento, inserido numa política monetária restritiva, que explica a manutenção dos patamares internos de juros crescentemente superiores em relação aos internacionais.

Pode-se afirmar, então, com base nesses autores, que a dívida pública interna está condicionada às suas relações com as variáveis macroeconômicas e é capaz de prejudicar as possibilidades de política econômica a serem aplicadas em um país, dada a ampliação do seu grau de fragilidade.

O crescimento da dívida pública interna deteriora a situação das contas do governo e amplia o grau de vulnerabilidade a ataques especulativos. Sendo assim, “a utilização freqüente da emissão de títulos da dívida pública mobiliária, como instrumentos de regulação de mercados financeiros e cambiais abertos e voláteis, tem se revelado muito precária nas experiências de quase todos os países”. (TAVARES, 1993, p.06).

Nesse ambiente, o debate sobre a ampliação da dívida mobiliária federal e suas repercussões sobre a economia desenvolve-se nos anos 90, deixando de ter como

objeto o comportamento da dívida propriamente dita, mas sim a sua relação com o PIB (Produto Interno Bruto), na tentativa de se captar qual sua forma de ampliação diante do crescimento da economia como um todo. Giambiagi e Além (1996) afirmam que ‘o déficit público não é de fato um problema’, o que se deve levar em conta são as perspectivas da dívida em relação ao comportamento do PIB, e não simplesmente elaborar uma análise estática da mesma. Ao observar o caso do Brasil nos anos 90 sob essa ótica analítica, vê-se que essa relação eleva-se a cada ano, dado o baixo nível de atividade econômica, especialmente nos últimos anos.

Pastore, por sua vez, elabora uma análise sobre as relações entre dívida pública, o déficit e a inflação, partindo do trabalho de Sargent e Wallace (1982) na sua “aritmética monetarista”, supondo que estas se relacionam em duas fases. Na primeira, denominada “fase de transição”, a autoridade monetária não monetizaria seus déficits, “resistiria às pressões para monetizar os déficits, o que com déficits primários persistentes e a taxa de juros maior que a taxa de crescimento econômico geraria o crescimento não sustentável da dívida pública”. (PASTORE, 1995, p.178). Na segunda, a “fase final”, no entanto, a autoridade monetária deixa de resistir e passa a monetizar os déficits, “crescendo a oferta monetária, porque não mais seria possível continuar elevando a dívida pública. Na ausência de um novo regime fiscal, no qual a restrição orçamentária intertemporal do governo passasse a ser atendida, os déficits seriam financiados com expansão monetária”. (Id., 1995, p. 178).

Para o autor nessa “fase final”, a dívida pública voltaria a ter um crescimento sustentável, mas não porque o governo teria controlado ou eliminado os déficits públicos, e sim porque o regime monetário tornar-se-ia endógeno. O abandono do objetivo de estabilizar o nível geral de preços permitiria gerar a senhoriagem necessária para financiar os déficits. Considera que o caso do Brasil é compatível com essa fase final.

No entanto, mesmo que Pastore classifique a economia brasileira nessa “fase final”, ao observá-la nos anos 90 há uma certa distância quanto à sua tese defendida no artigo, considerando que a busca pelo controle da inflação não deixou de ser o pano de fundo dos programas de estabilização, e mais que isso, essas políticas não buscaram fazer uso de senhoriagem para financiar seus déficits, mas sim de títulos públicos, via expansão de M2.

Diversos modelos também foram desenvolvidos no Brasil como o de Marques e Werlang (1989) e Rossi (1987). No entanto, esses modelos possuem sérias

limitações, pois contemplam, com exceção do trabalho de Marques e Werlang, somente o movimento da oferta de títulos públicos, adotando a premissa de que os investidores demandaram o volume de títulos emitidos pelo governo, independente do valor da taxa de juros. Porém, o trabalho desses autores, mesmo considerando como elemento de análise a demanda pelos títulos públicos, não considera as relações e variações das políticas econômicas.

Em trabalho recente, Bevilaqua e Garcia (1999) analisam o comportamento da dívida mobiliária e nomeiam alguns elementos como os principais causadores da ampliação da dívida mobiliária, como a taxa de juros, a situação fiscal, a absorção de dívidas anteriores (denominados “esqueletos”) e os gastos em operações como o PROER. Consideram, contudo, que para um controle eficiente da dívida mobiliária seja necessária a redução da taxa de juros juntamente à manutenção de superávits fiscais. Sugerem, também, quanto à composição da dívida, que haja uma alteração do indexador dos títulos públicos, passando de indexados à taxa de juros Selic para estarem relacionados a um índice de preços, pois este não estaria tão vulnerável às flutuações em momentos de crise externa.

Internacionalmente, vários modelos enfatizando a administração da dívida pública foram desenvolvidos no início dessa década, como os de Giavazzi e Pagano; Calvo e Guidotti, organizados no livro *Public debt management* (1991), organizado por Dornbusch e Draghi. Esses trabalhos partem do quadro de país com a dívida elevada e com prazos médios de vencimentos curtos, sugerindo, diante disso, que o governo precisaria tomar empréstimos caros no mercado para efetuar sua rolagem, afetando ainda mais sua credibilidade perante o mercado. Para uma aplicação desses modelos para o Brasil sugere-se o trabalho de Llussá (1998).

Pode-se perceber, que mesmo analisado por vários autores nacionais e estrangeiros, o assunto não foi esgotado; e deste modo, busca-se avançar na análise do comportamento da dívida mobiliária federal frente ao comportamento das variáveis e das políticas econômicas implementadas no país.

O movimento acelerado de circulação dos títulos cria um mercado de “dinheiro financeiro”, onde o sistema financeiro pode efetuar especulações, como a possibilidade de recompra frente à confiança do governo.

O circuito financeiro teve como ponto inicial o lançamento dos títulos públicos pelo governo com a finalidade de sanear alguns desajustes das contas do Tesouro, mas que acabou por criar a ciranda do endividamento com ainda mais

endividamento, e possibilitando aos agentes econômicos deixarem de demandar a moeda, chegando ao limite do processo de indexação dos títulos públicos, onde o dinheiro passa a ser substituído pelo título curto prazo.

Ultrapassando a compreensão dos papéis como atrativos externos e financiadores internos, os títulos públicos na década de 90 desempenharam um outro papel muito relevante, diretamente relacionado com a sustentação das políticas econômicas aplicadas no Brasil nesse período, especificamente vinculado à opção de política monetária e cambial.

O movimento de especulação considerado um elemento importante na formulação da política monetária, nesse momento, é aprofundado pela freqüente emissão de novos títulos, a fim de atender o próprio circuito financeiro e o curto período de maturação dessa dívida. Os títulos públicos de alta qualidade (alta liquidez) caracterizaram um movimento de preferência pela liquidez.

Destaca-se, assim, na execução dessa política monetária restritiva o controle rigoroso das taxas de juros. A medida tomada quanto a essa variável macroeconômica resume-se na sua constante elevação, de modo a garantir a entrada de capital e conter a expansão de crédito interno.

Assim, de maneira geral, os títulos da dívida pública passaram a servir de lastro da riqueza privada de alta liquidez, apresentando muita “funcionalidade” para o sistema, pois desempenhava o papel de combustível para o processo privado de acumulação de riqueza.

De acordo com Braga (1998), a predominância financeira pode ser caracterizada como um padrão sistêmico de riqueza; constituída por elementos formadores da sociedade capitalista que na sua interligação constroem a dinâmica dessa organização.

O autor resgata a afirmação de Tavares de que constitui o estágio de evolução do capitalismo atual o aprofundamento da valorização do dinheiro por mais dinheiro, ou seja, a criação do capital fictício, desmembrado, entretanto, da esfera da valorização da produção. O autor afirma em suas palavras que configura-se hoje “o movimento autônomo de valorização contábil do dinheiro pelo dinheiro, a criação contábil de capital fictício, que ganhou com os determinantes da financeirização condição de “estatuto” do padrão sistêmico de riqueza.” (BRAGA, 1998, p.237).

No entanto, esse mecanismo só apresenta bom funcionamento quando há um alto grau de confiabilidade no Estado e no Tesouro Nacional, para que sirva como

eixo de atração de capitais, com rolagem facilitada da dívida pública. Assim, pode-se afirmar que a oferta de títulos e sua demanda são limitadas pela credibilidade e pela força do sistema financeiro e das autoridades monetárias.

Como destaca Hermann (1993), a utilização freqüente de títulos públicos para seu financiamento condena o setor público a dívidas crescentes e a um aumento do seu grau de fragilidade financeira, bloqueando as possibilidades de política econômica pelo governo, como havia caracterizado Minsky.

O Brasil, bem como outros países que foram absorvidos pelo processo de globalização, tem perdido quase totalmente a liberdade do desenvolvimento de suas políticas econômicas próprias, passando a aplicar planos de estabilização desenvolvidos sob as normas do mercado financeiro internacional.

A alta demanda por esses papéis públicos, em momentos de inflação, no curto prazo, para as denominadas operações do *overnight*, resultava do fato destes apresentarem baixo risco, garantias governamentais e correção monetária. Esses títulos públicos, concomitantemente aos títulos privados, apresentavam-se como os ativos financeiros de maior liquidez no mercado por serem “liquidáveis” no curto prazo, o que criou um processo de movimentação de capital acelerada, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário.

Não se deve esquecer que essa intensa utilização da moeda indexada via índice de preços, como os títulos públicos, em um ambiente de inflação, acabou por impedir o processo de dolarização, especialmente no caso Brasil, processo esse que fazia de refém diversas economias periféricas.

No entanto, não somente diante da inflação realiza-se a emissão de títulos e tem-se a demanda por estes. Frente à estabilidade de preços, ou seja, com o controle do processo inflacionário também se realizam emissões de títulos e demanda por estes, mas nesse ambiente incentivada pelo aprofundamento da crescente especulação financeira no sistema financeiro nacional e internacional e pelas altas taxas de juros internas, como se caracterizaram meados da década de 90, pós-Plano Real, em 1994.

É importante destacar que todos esses papéis desempenhados pelos títulos públicos – como ativos de atração de capital estrangeiro, como forma de financiamento e como instrumento de política monetária - ocorreram simultaneamente, ou seja, no momento em que o governo efetuava o lançamento de títulos, ao mesmo tempo ele participava do processo de abertura financeira, se autofinanciava e sustentava as políticas monetária e cambial dos programas de

estabilização aplicados nesse período.

O uso contínuo de lançamento de papéis acarretou, por sua vez, um aumento do endividamento do setor público, agravado pela explosão das taxas de juros internas em relação aos juros internacionais, pela ampliação da dependência da entrada de capital externo na formação de um nível de reservas satisfatório para a sustentação da taxa de câmbio, que por sua vez, estreitaram as possibilidades de política econômica para o Brasil.

II. O comportamento da dívida mobiliária federal no Plano Real

O Plano Real demonstrou êxito no controle do processo inflacionário brasileiro, apresentando taxas bem abaixo da média habitual das últimas décadas no Brasil. Se no primeiro semestre de 1994, a economia brasileira defrontava-se com uma inflação mensal de 43,2% em média, no final desse ano alcançou-se uma forte redução dessa mesma taxa, que passou para 5,9% em média, alcançando em dois anos, especificamente no segundo semestre de 1996, uma taxa de 0,44% ao mês.

A entrada de capitais externos aliada à abertura comercial serviram de base de sustentação para o processo de estabilização, alterando-se, assim, o processo de formação de preços na economia brasileira, onde os *mark-ups* se reduziram e se estabilizariam, finalizando o processo inflacionário que atravessou a economia ao longo dos anos 80.

Nesse contexto, iniciou-se um profundo movimento de importação e, conseqüentemente, de deterioração do saldo da balança comercial. Se por um lado tinha-se o barateamento dos produtos importados, por outro se reduzia o grau de competitividade dos produtos brasileiros no exterior. Se em 1994 o saldo da balança comercial apresentava um superávit de US\$ 10,5 bilhões, em 1995 configurou-se um déficit de US\$ 3,4 bilhões, aprofundando em 1996 para US\$ 5,5 bilhões.

As altas taxas de juros internas, ou melhor, o diferencial da taxa de juros interna com a taxa de juros internacional, pode ser considerado um forte estímulo à entrada de capitais que determinaram a acumulação de reservas internas. Contudo, nesse ambiente de incerteza, instabilidade e globalização financeira, com a explosão da crise do México, esse nível reduziu-se drasticamente e de maneira veloz devido à saída de um intenso volume de recursos de curto prazo. Sendo assim, o programa de estabilização, via âncora cambial, enfrentou seu primeiro desafio com a crise mexicana do final de 1994 e início de 1995, fazendo uso das reservas internacionais

para assegurar a estabilidade cambial e atravessar a crise.

A política cambial adotada pelo governo, entre julho e setembro de 1994, se constituiu na retirada da autoridade monetária no mercado de câmbio que adicionado ao influxo de capital externo determinou a valorização da moeda em relação ao dólar. Em setembro de 1994, no entanto, o real havia alcançado seu maior valor frente à moeda norte-americana e o Banco Central passou a intervir no mercado para que as cotações não ultrapassassem certos limites. Em março de 1995, com a crise mexicana, iniciou-se a formalização das bandas cambiais, podendo ser caracterizado como um período profundamente complicado para a economia brasileira e suas contas externas.

Até 1998, o cerne da política econômica baseava-se na relação da taxa de câmbio valorizada e das taxas de juros elevadas, o que culminou em uma piora na situação do endividamento do setor público, desenvolvendo assim, uma crise de confiança no governo dado os elevados patamares de dívida pública.

A política monetária implantada no Plano Real combinou uma política de valorização da taxa de câmbio com uma política de altas taxas de juros, pois eram esses juros elevados em relação ao mercado externo que incentivaram a entrada de capital estrangeiro, formando um amplo volume de reservas internacionais que desempenhavam a função de sustentáculo da sobrevalorização da taxa de câmbio.

No entanto, esses capitais ingressantes no sistema financeiro nacional, que eram em sua maioria de curto prazo, frente à crise do México, no final de 1994, deixaram o país representando um volume expressivo, o que desequilibrou a conta de Balanço de Pagamentos. Efetuou-se, então, um novo aumento da taxa de juros com intuito de recuperar o volume de reservas anteriores à crise.

Diante de um ambiente de incerteza dado pelas crises internacionais, o governo sentiu-se obrigado a emitir títulos da dívida pós-fixados durante todos os anos seguintes, culminando em junho de 1999, em um montante de quase 60% do total da dívida mobiliária federal. Observa-se também um movimento de emissão crescente de indexados à taxa Over/Selic e curtíssimo prazo.

Assim, concomitantemente ao controle do processo inflacionário tem-se um aumento do endividamento interno em 37% no ano de 1994. E, seguindo essa tendência, a partir de 1995, a dívida mobiliária deixou de apresentar aumentos esporádicos, passando por um novo período de escalada ascendente. Houve uma explosão na relação endividamento/PIB, que saltou de 11,2% em 1994, para 21,3% em apenas dois anos. Deve-se destacar que logo no início de 1994, o endividamento

interno sofreu um aumento de 37%.

Pode-se verificar, nesse momento, o controle rigoroso da dívida externa líquida e da base monetária, como medidas de política antiinflacionária, para não pressionar a ainda frágil estabilidade de preços. A manutenção de ambas no mesmo nível demonstra que a maior responsável pela ampliação da dívida fiscal é a dívida com títulos públicos.

Apurando-se o estoque de títulos federais sob responsabilidade do Tesouro Nacional nota-se uma sensível ampliação entre os meses de janeiro e outubro de 1994. Apresentou um salto de R\$ 16,6 bilhões em janeiro para R\$ 67 bilhões em outubro, onde desse total R\$9,9 bilhões eram de responsabilidade das LFTs e por R\$56,6 bilhões das NTNs.

Parte desse crescimento explosivo pode ser explicado ao se analisar o papel desempenhado pelos títulos públicos na formulação dessa política. Pode-se considerar que uma das principais razões para esse aumento foi a crescente entrada de capital estrangeiro, que gerou um grande acúmulo de reservas internacionais a partir de meados de 1995.

As operações com títulos públicos federais faziam com que se conseguisse esterilizar as pressões pelo aumento de liquidez, mas mesmo com essa medida a base monetária sofreu expressivo aumento de R\$ 17,1 bilhões nos seis meses primeiros do Real, conseguindo manter esse nível, e posteriormente, reduzi-lo num montante de R\$ 500 milhões.

A partir do ano de 1995, no entanto, interrompeu-se esse movimento oscilatório da dívida, com esporádicos aumentos; iniciando-se, assim, um período de crescimento contínuo e acelerado da dívida mobiliária fora do Banco Central. Pode-se visualizar esse movimento observando o crescimento da dívida de R\$ 61,1 bilhões em janeiro para R\$ 79,1 bilhões em setembro, alcançando um valor acima de R\$ 80 bilhões em outubro do referido ano.

Frente à crise mexicana, com a crescente desvalorização do peso, o Brasil sofreu um forte reflexo especialmente na Bolsa de Valores, que apresentou queda de 10,77% no mês de janeiro. As incertezas que rondavam as economias periféricas acabaram por determinar uma saída no capital estrangeiro, reduzindo o volume de reservas internacionais.

Feito um ano do Plano Real, o governo Fernando Henrique Cardoso determinou uma Medida Provisória n. 1.053, em 30 de junho de 1995, com o intuito

de diminuir sobremaneira o nível de indexação da economia brasileira. Dentre as principais medidas têm-se: 1. a aprovação da correção monetária ou de preços por índices que representem variação dos custos da produção num período maior que um ano; 2. a criação da taxa básica financeira (TBF) que seria utilizada no mercado financeira; 3. a criação da Ufir (unidade fiscal de referência) sendo reajustada semestralmente.

Um outro elemento que também pressionava a ampliação da base monetária foi o programa de reestruturação do sistema financeiro, com a assistência financeira do PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro, no final de 1995, que injetou na economia um volume expressivo de recursos. Concomitantemente a essa expansão, as operações com títulos públicos atuaram na direção contrária, auxiliando na redução da base monetária em quase R\$ 3,2 bilhões.

No ano de 1996, o perfil do volume de títulos em poder do público apresentavam-se dessa maneira, segundo o Relatório Anual do Banco Central: -os títulos prefixados foram reduzidos em 20% de dezembro de 1996 para mesmo período do ano seguinte; -o volume de títulos atrelados ao Over/Selic, como as LFTs, passaram de 18,8% do total para 34,8% nesse mesmo período; - os títulos cambiais ampliaram-se dada a emissão de NBC – E e de NTN – A3.

O ambiente de crise mundial forçou o Copom (Comitê de Política Monetária), no final de outubro, a elevar substancialmente as taxas de juros internas, de 1,67% a.m. em outubro para 3,04% a.m. em novembro. A contenção da saída e diminuição do volume de reservas de forma imediata fez com que o governo passasse a retomar o viés de baixa nos juros e efetuar leilões de títulos com prazos mais ampliados e a taxa de juros compatível com títulos de curto prazo.

Nesse contexto, “a duração dos títulos colocados em oferta pública avançou de 87 dias, ao final de 1996, para 198 dias, em 1997. Destacaram-se as colocações de BBC de 365 dias, LTN de 2 anos e NTN-D de 5 anos, este último corrigido pela variação cambial”. (BANCO CENTRAL, 1997, p.46).

A continuidade do uso dos títulos como forma de compensação aos elementos que pressionavam a base monetária fez com que a dívida mobiliária mantivesse sua trajetória de crescimento. De acordo com o Boletim do Banco Central de 1997, esse montante era de R\$ 82,9 bilhões em dezembro de 1995 e passou para R\$ 100 bilhões em fevereiro de 1996, ou seja, houve um aumento de R\$ 17,1 bilhões em apenas 3

meses.

No entanto, esse momento de tranquilidade logo acabou diante dos desequilíbrios das economias asiáticas, em julho de 1997, e da abrupta elevação nas taxas de juros de Hong Kong em outubro de 1997, que propiciaram a queda das maiores bolsas de valores. O governo brasileiro reagiu elevando a taxa de juros, a fim de manter o volume de reservas internacionais e eliminar a incerteza quanto às decisões de manutenção da política cambial; e após sete meses de estabilidade a TBC é elevada de 1,58% para 3,05% e a TBAN é elevada de 1,76% para 3,23%.

Não se deve esquecer que a vulnerabilidade da economia brasileira não se deu somente por fatores externos, mas também por fatores endógenos criados pela própria opção de política econômica do governo, sustentada pela política monetária, que se encontrava amarrada ao capital internacional de curto prazo.

O programa de estabilização brasileiro para enfrentar essa nova crise na Ásia lançou mão do uso de um pacote fiscal e do aumento da taxa de juros, a fim de diminuir o déficit primário do setor público.

Diante desse novo ambiente financeiro, a dívida mobiliária federal fora do Banco Central continuava apresentando crescimento. Em 1997, em relação ao ano de 1996, apresentou um crescimento de 45%, passou de R\$ 176,2 bilhões atingindo o montante de R\$ 255,5 bilhões no final de 1997. A explicação para tal ampliação do endividamento pode se dar por 4 fatores: - emissão de LFT para a renegociação com o Estado de São Paulo (R\$ 56,7 bilhões); - emissão de LFT para o INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social) (R\$ 6 bilhões); - emissão de NTN – P como trocas dos créditos securitizados recebidos como pagamento durante o Programa Nacional de Desestatização (R\$ 7,6 bilhões); - emissão de NTN – A3 em troca de papéis decorrentes do acordo da dívida externa (R\$ 5,9 bilhões).

No início de 1997, ingressou na economia um grande volume de capital, por volta de US\$ 11,5 bilhões, decorrente especialmente de operações no mercado financeiro. Um dos estimuladores da entrada desses recursos de curto prazo foi o fortalecimento das operações de *hedge*, destacando-se a instituição da Resolução n.63 (“63 caipira”) que permitia a aplicação de recursos internalizados para repasse aos setores agrícola, exportador, em títulos com indexação no câmbio.

No referido período, as emissões do Banco Central deram-se especialmente em LBC, indexadas à taxa Selic e destinadas à troca por títulos do Tesouro referente ao Proes – Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual

na Atividade Bancária. Essas Letras acabaram reduzindo o prazo médio da dívida mobiliária para 4,8 meses, que, em dezembro de 1997, era de 6,6 meses.

Considerando a totalidade dos títulos no mercado, os títulos do Tesouro Nacional representavam 74,5% desse total, demonstrando dessa maneira o importante papel desempenhado por essa autoridade monetária no controle da liquidez da economia e a grande responsabilidade sobre o aprofundamento da crise das finanças públicas.

Na passagem do ano de 1997 para 1998 verifica-se uma importante alteração na composição da dívida mobiliária. Se em dezembro de 1997 o título mais significativo era a LTN (Letras do Tesouro Nacional), em apenas um ano, em dezembro de 1998, passou a ser a LFT (Letras Financeiras do Tesouro) por oferecer prazos ainda menores de vencimento. As LFT que representavam 6,6% da dívida mobiliária federal passaram em dezembro de 1998 quase 45%.

A crise na Rússia obriga o governo a mais uma vez aumentar a taxa de juros passando, nesse momento, a ter como suporte um acordo com o FMI, onde seriam estabelecidas metas a cumprir e um empréstimo ao país. Em momentos de crise ocorre uma sensível redução no volume de reservas.

Em fins de 1998, vê-se um amplo movimento de saída de capitais do Brasil.

Durante agosto o fluxo de saída atingiu US\$ 11 bilhões e acelerou-se nos primeiros dias de setembro. Na sexta-feira, saíram US\$ 1,8 bilhão no flutuante e US\$ 1,1 bilhão no comercial, perfazendo o total de US\$ 6,7 bilhões no mês. Depois de superar os US\$ 70 bilhões, no início de agosto, as reservas seguramente declinaram para menos de US\$ 60 bilhões no início do mês. (PASTORE e PINOTTI, 1998, p.01).

Deste modo, a presença de choques externos, a instabilidade do sistema financeiro mundial, entre outros fatores, conduziram à uma alteração na composição da dívida mobiliária. Os reflexos foram sentidos logo nos primeiros meses de 1998, onde o agravamento das crises financeiras e o movimento constante de redução das taxas de juros determinaram uma demanda pelas Letras do Tesouro Nacional (LTN) de prazos de 182 e 364 dias, juntamente com LTN de 91 dias, no final de ano.

Frente a esse ambiente de incerteza, deu-se preferência por colocações de LFT - Letras Financeiras do Tesouro que relacionadas ao *overnight*, possibilitaram a ampliação nos prazos de emissão, para um prazo em torno de sete a doze meses. E

desta maneira, a dívida mobiliária passou a apresentar uma composição bem diversa do ano anterior.

Em junho de 1998, constituiu-se uma ampliação da dívida mobiliária federal de R\$ 2,7 bilhões, onde R\$ 1,9 bilhão tratavam-se de colocações primárias de títulos públicos. Em relação à participação por indexador tinha-se uma diminuição dos títulos indexados à variação cambial (R\$ 3 bilhões) e de títulos prefixados (R\$ 59,1 bilhões); e ao mesmo tempo, tinha-se o aumento dos títulos pós-fixados, indexados à Taxa Referencial do SELIC num montante de R\$ 64,8 bilhões.

Nesse referido mês, a maioria das emissões do Tesouro deu-se em nome da renegociação das dívidas dos estados de Minas Gerais, Sergipe e Bahia, foram elas: - emissão de R\$ 1,6 bilhão em Letras Financeiras do Tesouro Nacional – Série A (LFT-A) e Letras Financeiras do Tesouro Nacional – Série B (LFT-B).

À medida que se agravava a situação das reservas com a saída brusca de capitais diante de cada crise externa, buscou-se estimular o regresso desses pelos incentivos fiscais, como a isenção de impostos de renda para aplicações estrangeiras em renda fixa. Outra medida efetuada, simultaneamente, foi a emissão no mercado de títulos públicos indexados à moeda norte-americana, para assim, atrair recursos estrangeiros para esse investimento que se apresentava com maior confiabilidade aos investidores financeiros.

O governo buscava assegurar o volume de reservas não somente elevando a taxa de juros como havia executado até então, pois era preocupante o impacto da elevação dos juros durante os últimos 4 anos sobre as contas públicas. O Copom simulando situações onde a taxa Selic seria elevada em 12% durante 3 meses, e onde a taxa Selic seria elevada em 5% em quatro meses, obtendo o custo para as finanças públicas em cada caso. O custo fiscal ocasionado pelo primeiro, dado o estoque da dívida de 38% do PIB, seria de 1% do PIB no déficit nominal e o segundo incrementaria 0,5% do PIB. Fixou-se, então, a TBC em 19,00% a.a. e a TBAN em 29,75% a.a.

Diante do ambiente de incerteza internacional, os países da América Latina estavam no centro das atenções, especialmente o Brasil, dado que o comportamento dos seus ativos financeiros condicionava o comportamento da economia internacional, o que induziu aos investidores internacionais ao *flight to quality*.

Riscos crescentes pairavam sobre os países periféricos o que culminou, no caso do Brasil, em uma perda expressiva de reservas internacionais de agosto a

setembro de 1998. Pode-se perceber a redução a partir do mês de abril, e agravada em agosto, onde de US\$ 67,3 bilhões passou ao montante de US\$ 45,8 bilhões.

O governo reagiu de imediato buscando assegurar ao mercado que não efetuará nenhuma alteração na política de câmbio vigente, nem colocaria algum empecilho ao movimento de capitais no país. Simultaneamente, o governo responde com novas elevações da taxa de juros de 20% a.a. para 30% a.a., e poucos dias depois para 40% a.a. evitando a saída abrupta de capital dos investimentos feitos no Brasil.

O modelo de reinserção da economia brasileira na globalização limitou as alternativas de política econômica. Essa restrição tornou-se clara ao se observar o comportamento da política econômica frente às crises financeiras internacionais, onde o governo apresentava-se impotente diante dos ataques especulativos do mercado que condicionaram a uma maxidesvalorização em 1999.

No início de 1999, novamente o programa é posto à prova com a maxidesvalorização. Contudo, firmadas as alianças com o FMI, o governo brasileiro manteve a estabilidade, às custas de uma grande parte de seu volume de reservas internacionais como defesa da taxa de câmbio.

De qualquer modo, no ano de 1999, a desvalorização do Real se refletiu diretamente sobre as contas públicas, tendo um crescimento da dívida em títulos federais de R\$ 40,618 bilhões no mês de janeiro em janeiro.

No final do referido ano, essa participação das LFT manteve-se crescente, no total da dívida mobiliária federal em poder de mercado, ao considerar também as LFT-A e LFT-B, totalizando mais de 64% da dívida. Nesse momento, de acordo com dados do Tesouro Nacional, a economia brasileira a dívida mobiliária federal era constituída em 69,7% de títulos corrigidos pela taxa Selic, 13,6% pelo câmbio, sendo os pré-fixados responsáveis por apenas 12,1% dos papéis.

Sustentou-se a estratégia de ampliar a participação dos títulos prefixados e reduzir os pós-fixados no total da dívida. De um montante de papéis emitidos de R\$ 21,8 bilhões, somente R\$ 4,2 bilhões eram de LFT, com vencimento de 364 dias, o que significava que cerca de R\$ 17,7 bilhões eram relacionados às LTN, com vencimento de até 91 dias.

Pode-se perceber, segundo dados do Banco Central, que a dívida mobiliária federal sofreu um processo de expansão dos seus prazos de maturidade, de cerca de 193 dias em 1995 passou para 269 dias o prazo em médio dos títulos. Esse fato demonstra a política do governo na tentativa de aumentar prazos, alongando o tempo

de maturidade desses papéis.

Contudo, em julho de 1999, o Tesouro Nacional a fim de propiciar um aumento de liquidez ao mercado secundário de títulos públicos, retornou à emitir títulos prefixados e de prazos mais longos que a LFT, passando a emitir R\$ 500 milhões em Letras do Tesouro Nacional de 362 dias, ou seja, com vencimento em 5 de julho de 2000, na tentativa de alterar novamente a composição da dívida mobiliária federal.

O problema era que esses ativos ainda mantinham a característica de quase-moedas e, apesar dos esforços das autoridades, não era possível mudar essencialmente as relações entre o BC e o sistema bancário, no que diz respeito ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Permaneceu, portanto, latente o risco de uma fuga em massa do real, a partir de qualquer tipo de perturbação externa.

No final de 1999, o estoque da dívida mobiliária federal atingiu o total de R\$ 455,6 bilhões, onde se encontravam em poder de mercado R\$ 305,7 bilhões, aproximadamente 32% do PIB. O aumento de R\$ 10,2 bilhões da dívida em setembro foi criado pelo descompasso no volume de emissão com o volume de resgate, ou seja, foram emitidos R\$ 23,9 bilhões com a contrapartida de R\$ 18,1 bilhões de títulos cancelados ou resgatados.

A dívida mobiliária federal, nesse ambiente, configurava-se por 59,78% de títulos pós-fixados, 15,56% com correção cambial e apenas 22,61% com títulos prefixados. Esse alto volume de títulos pós-fixados no mercado demonstra como alguns fatores internos, como a opção de política econômica de manutenção do controle inflacionário a todo custo, ampliaram o grau de fragilidade e de exposição da economia brasileira frente às vulnerabilidades externas.

A política desenvolvida no plano garantiu alguns meses de estabilidade de preços até ser perturbada pela pressão cambial, sobrevalorização da moeda; pela política monetária, devido a taxas de juros elevadas e os reflexos sobre a dívida pública; pelos déficits comerciais e pela excessiva entrada de capitais. A união entre as altas taxas de juros, a política de câmbio valorizado e a crise financeira do setor público passou a ser o cerne dos problemas do país.

Considerações Finais

Ao analisar o Plano Real vê-se o alcance de uma estabilização frágil, pois a dependência de um fluxo contínuo de capital externo como suporte estabilizador,

limitou as margens de manobra da política econômica do país, que condicionou a um aumento substancial da dívida interna a partir de 1994.

Um processo explosivo é a imagem que se pode ter da dívida mobiliária brasileira ao analisar sua inserção no movimento financeiro internacional, desde início da década de 90. Esse processo é caracterizado por um amplo crescimento da liquidez e de mobilidade do capital que conduziram os países periféricos a fazer uso desse volume como alternativa de financiamento.

O ambiente econômico internacional apresentou importantes transformações durante toda a década de 90, como a expressiva redução de barreiras para os fluxos de capitais internacionais. Esse movimento de abertura financeira, para a maioria das economias periféricas, condicionou suas políticas nacionais à entrada e saída desses capitais internacionais, agravando sobremaneira o desajuste financeiro do setor público desses países.

Não diferente dos outros países da periferia, o ingresso do Brasil nesse processo de circulação facilitada do capital internacional fez com que o país alimentasse uma dependência por esses recursos, limitando, num momento seguinte, as possibilidades de elaboração e de execução com autonomia das políticas econômicas nacionais.

A conjunção dos fatores externos com as opções internas de políticas econômicas – na busca contínua pela contenção do processo inflacionário – condenaram a economia brasileira a alimentar a dívida mobiliária federal, o que representou a forma de inserção subalterna do país aos movimentos do sistema financeiro internacional.

A emissão de títulos como alternativa de financiamento interno do setor público, durante todo o período analisado, mostrou sua finalidade somente como rolagem da própria dívida, não sendo emitida para financiar o déficit fiscal, mas sim como elemento de sustentação da política monetária, acabando, assim, por criar um círculo vicioso de endividamento por mais endividamento.

A partir de 1994, com a implantação do Plano Real, a estabilidade de preços e as crises financeiras de proporções mundiais, altera-se a natureza da dívida mobiliária. O governo sustentou a política de lançamento de títulos públicos como instrumento de política monetária, por serem considerados no mercado financeiro internacional como um ativo de grande aceitação dada sua elevada liquidez e garantias.

Porém, os títulos públicos deixam de ser “moeda indexada”, como em momentos de inflação, e passam a desempenhar o papel peculiar, de servir como “garantia” do Real, da nova moeda, via taxa de juros. Esse fato representou uma explosão na trajetória da dívida mobiliária, colocando-se como um elemento capaz de bloquear a manutenção da, até então, bem sucedida estabilidade de preços e, futuramente, o alcance da estabilidade monetária e econômica.

O comportamento da dívida mobiliária federal foi condicionado tanto por elementos externos quanto internos, que por sua vez agravaram a situação do setor público, ampliando o seu grau de fragilidade financeira e limitando as possibilidades de políticas econômicas futuras.

Diante das diversas crises econômicas que ampliaram as incertezas o Brasil manteve a emissão de títulos públicos, mas que, no entanto, davam-se em ambientes cada vez mais desfavoráveis. No estouro de cada crise aumentava-se a possibilidade de fuga de capitais, que por sua vez poderiam ruir a política econômica de controle de preços. Nesse momento, o governo continuamente buscava vender títulos no mercado, em situações cada vez mais hostis quanto ao pagamento de juros, como, por exemplo, emitindo títulos pós-fixados e títulos cambiais. O setor público, nesse contexto, assumiu um grande prejuízo financeiro, pois passou a depender da demanda financeira privada.

O agravamento do endividamento interno de curto prazo deu-se também através das tentativas de desvalorização cambial quando o governo detinha um volume expressivo de reservas internacionais. Criou-se, assim, um sistema financeiro baseado em títulos de curto prazo, com altas taxas de juros e liquidez.

Então, vê-se que a dívida mobiliária se apresentou, durante a década de 90, como um “para-choque” de absorção de grandes tensões do movimento de capitais e das expectativas de valorização da riqueza. Se no início da década, diante da alta inflação, os títulos públicos executavam o papel de moeda indexada, de reserva de valor, com a estabilização de preços, pós-plano real, a dívida mobiliária passou a ser a garantia da nova moeda, o real, via taxa de juros elevadas.

O lançamento desenfreado de títulos públicos no mercado agravou a profundidade da dívida mobiliária federal, que por sua vez, foi condenada às taxas de juros explosivas, se comparadas às taxas de juros internacionais, ao aumento do vínculo de dependência ao fluxo de capital estrangeiro para a formação de um volume de reservas capaz de sustentar a taxa de câmbio valorizada, e à redução da autonomia

para a elaboração e execução de políticas alternativas à economia brasileira.

Pode-se detectar, dessa maneira, alguns elementos causadores da ampliação profunda da dívida mobiliária como: as taxas de juros elevadas, a política de câmbio valorizado, os esqueletos das dívidas anteriores e os auxílios financeiros do governo ao setor bancário.

O governo criou, pela sua escolha de política econômica interna e pelo processo de financeirização mundial, uma armadilha perversa para a retomada do crescimento do país, impedindo a sustentação do controle da inflação ao longo do tempo e o alcance da estabilidade de toda a economia brasileira.

À luz do que foi exposto, pode-se concluir que, após a implantação do Plano Real e da manutenção da estabilidade de preços, a dívida mobiliária, desempenhou o papel de “fiadora” do arranjo do plano, como suporte de sustentação para a política de controle inflacionário, fazendo parte da ciranda da valorização financeira.

A dívida mobiliária durante toda a década apresentou-se como um “colchão amortecedor” das políticas econômicas desenvolvidas, servindo como um elemento de absorção de grandes tensões do movimento de capitais e das expectativas de valorização do capital.

Referências Bibliográficas

ANDIMA. **Séries Históricas – Dívida Pública**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1994.

ANDIMA. **Sinopse Mensal**. Rio de Janeiro: ANDIMA, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do B C**. Brasília: DEPEC, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Copom**. Brasília: DEPEC, vários números.

BARROS, O., MENDES, A. P. F. “O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus”. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol.01, n.01, p.175-200, jun.1994.

BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, L. G. “Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas”. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 07, p.129-154, dez.1996.

“‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas”. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.137-150, dez.1998.

- BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P. “Debt Management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead”. **Texto para Discussão**. PUC-RJ, 1999.
- BIASOTO JÚNIOR, G. **A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista**. 1995. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- IPEA. **Boletim de Finanças Públicas**. São Paulo: SP, 1999.
- BRAGA, J. C. S. “Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. *In*: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.) **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Rio de Janeiro: Vozes, 5ª. ed, 1998.
- BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M.; DAIN, S.. “A Instabilidade das Finanças Públicas da América Latina”. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, n.16, p. 593-702, 1995.
- FUNDAP. **Indicadores IESP**. São Paulo, vários números.
- GIAMBIAGI, F., ALÉM, A. C. “Déficit fiscal e dívida pública no Brasil: uma abordagem pragmática”. *In*: KILSZTAJN, S. (org.) “Déficit e Dívida Pública”. **Cadernos PUC Economia**, São Paulo, 1996.
-
- _____. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- HERMANN, J. **Fragilidade Financeira do Setor Público: implicações para a gestão da política econômica**. 1993. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.
- LLUSSÁ, F. A. J. **Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um estudo para o Brasil**. 21º Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro, 1998.
- MARQUES, M. S. B., WERLANG, S. “Moratória Interna, dívida pública e juros reais”. **Política e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, IPEA, v. 19, n.1, p.19-43, 1989.
- PASTORE, A. C. “Déficit Público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro”. **Revista de Econometria**. v.14, n. 02, novembro/94 a março/95.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. “Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil”. mimeo. 2000.
- PLIHON, D. “A ascensão das finanças especulativas”. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 05, dez.1995.

- _____. “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano). **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 07, dez.1996.
- ROSSI, J. W. “Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação”. **Textos para Discussão Interna - IPEA**, n.127, dez.,1987.
- TAVARES.M.C. “As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência”. **Texto para Discussão**, IESP/FUNDAP, agosto, 1993.
- _____. “A economia política do Real”. *In*: MERCADANTE, A. (org.). **O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas, IE-UNICAMP, 1997.
- _____. **Ciclo e Crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas, 1998. (30 anos de Economia – Unicamp, 08).
- _____. “Império, território e dinheiro”. *In*: FIORI, J. L. (org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- TAVARES, M. C., BELLUZZO, L. G.M. “Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea”. *In*: REGO, J. M. (org.). **Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- TAVARES, M. C., FIORI, J. L. **(Des) Ajuste Global e Modernização Conservadora**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.
- TESOURO NACIONAL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado do Tesouro Nacional**. Vários números.