



**UNICEUB – CENTRO DE ENSINO UNIFICADO DE BRASÍLIA**

**FACECAC**

**Departamento de Ciências Econômicas**

**DEMANDA POR CRÉDITO DO TESOIRO NACIONAL**

**BRASILEIRO NO PERÍODO DE 1974 A 1993**

**EUGÊNIO PACCELI DE MORAIS BOMTEMPO**

Outubro de 1994

## AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus por ter me permitido conhecer tantas pessoas boas e generosas que me ajudaram nessa caminhada, e a Ele próprio que cuidou de mim melhor que eu mesmo.

Agradeço o incentivo de minha esposa, Aléssia, meus pais, familiares e amigos, que sempre confiaram em mim.

A escolha deste tema ocorreu em consequência de minha curiosidade por saber o porquê de as taxas de juros serem tão altas no Brasil, até que se evidenciou uma relação direta com o endividamento e o descontrole do setor público no período analisado.

Agradeço ao meu orientador neste trabalho, Jacksonvillian Nargoni, que soube criticar e motivar-me quando foi necessário em meio à aridez deste tema.

Agradeço a todos os técnicos do Banco Central que não pouparam esforços para ajudar-me, principalmente os técnicos Roberto Soghi Ogasawara, Paulo César e Cláudio Jaloreto.

Nunca estive tão satisfeito em minha vida acadêmica como no CEUB, mesmo após conhecer duas outras faculdades. Em cada professor vi uma história de muito valor, mesmo que uns sejam mais próximos. A todos, sem exceção, meu muito obrigado.

## ÍNDICE

### LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 01 - Dívida Externa e Juros Externos Pagos Expressos em milhões de dólares e Relação com o PIB, expressos em percentagem, no Brasil, no período de 1973 a 1988.....	02
Tabela 02 - Taxa de Crescimento Real Anual das OTN's em circulação no Brasil no período de 1964 a 1979, expressa em percentagem .....	04
Tabela 03 - Taxa de Crescimento Real das LTN's em circulação, no Brasil, no período de 1970 a 1979, expresso em percentagem.....	05
Tabela 04 - Serviço da Dívida Pública Interna Federal e Receita e Despesa do Tesouro Nacional, no Brasil, no período de 1964 a 1979, expresso em cruzeiros a preços correntes .....	06
Tabela 05 - Reservas Internacionais Líquidas das Autoridades Monetárias e Razão das Reservas por Importações , no Brasil, no período de 1976 a 1986 .....	17
Tabela 06 - Demanda de Recursos para o Refinanciamento da Dívida Externa no Setor Público, Registrado no Banco Central do Brasil, expressos em milhões de dólares, no período de 1983 a 1986.....	21
Tabela 07 - Demanda de Recursos para o Refinanciamento da Dívida Externa do Setor Público, Registrado no Banco Central do Brasil, expressos em bilhões de dólares, no período de 1983 a 1986, mais especificada.....	22
Tabela 08 - Estimativa do Impacto do Refinanciamento da Dívida Externa do Setor Público, no Banco Central do Brasil, e a necessidade de Financiamento no período de 1983 a 1986, em bilhões de dólares.....	22
Tabela 09 - Resultado das Operações da Autoridade Cambial do Banco Central do Brasil, expresso em milhões de dólares, no período de 1986 a 1989 .....	28
Tabela 10 - Dívida Mobiliária Federal no Brasil, no período de 1974 a 1993.....	46
Quadro 1 - Séries Componentes da Função Estimada da Dívida Mobiliária Federal, no Brasil, no período de 1974 a 1993 .....	47
Gráfico 01 - Dívida Mobiliária Federal no Brasil.....	47
Gráfico 02 - Taxa Real do Overnight no Brasil de 1974 a 1993 .....	48

Tabela 11 -	Taxa de Juros Externos no Brasil, no período de 1974 a 1993, expressos em percentual .....	49
Gráfico 03 -	Taxa de Juros Externos .....	50
Tabela 12 -	Base Monetária, no Brasil, no período de 1974 a 1993 .....	55
Gráfico 04 -	Base Monetária no Brasil.....	55
Tabela 13 -	Evolução do PIB, no Brasil, e suas Bases móvel e fixa, no período de 1974 a 1993 .....	51
Gráfico 05 -	Produto Interno Bruto no Brasil .....	51
Tabela 14 -	Taxa Bruta de Inflação, Juros Pagos da Dívida Interna, Base Monetária e Inflação acumulada, no Brasil, de 1974 a 1993 .....	55
Gráfico 06 -	Juros Pagos da Dívida Interna no Brasil.....	55
Tabela 15 -	Reservas Internacionais expressas em milhões de dólares , no Brasil, no período de 1983 a Julho de 1993.....	58
Tabela 16 -	Taxas Brutas Anuais de Over/selic e Taxas Médias dos Certificados de Depósitos Bancários expressos em percentual, no Brasil, de 1987 a 1993 .....	59
Tabela 17 -	Desintermediação Financeira no Brasil, em percentual, entre 1970 a 1992.....	60
Tabela 18 -	Taxa Anual de Crescimento do PIB Industrial no Brasil, expresso em percentual, no período de 1983 a 1992 .....	60
Tabela 19 -	Evolução da Distribuição Funcional da Renda Urbana no Brasil, expressa em percentual, no período entre 1949 e 1988.....	61
Tabela 20 -	Estimativa da Distribuição de Renda da População Economicamente Ativa no Brasil, expressa em percentual, no período entre 1960 e 1990 .....	62
Tabela 21 -	Principais Fatores de Expansão e Contração da Base Monetária, no Brasil, expressos em bilhões de cruzeiros, no período de 1973 a 1983 .....	69
Anexo 01 <sup>5</sup> -	Balço de Pagamentos do Brasil, discriminados, no período de 1971 a 1993.....	76

I - INTRODUÇÃO .....	01
1.1.Histórico .....	01
1.2.O Problema e sua Importância. ....	08
1.3.Hipóteses.....	11
1.4.Revisões Bibliográficas. ....	11
1.5.Objetivo.....	29
1.5.1.Objetivo Geral.....	29
1.5.2.Objetivo Específico .....	29
II - METODOLOGIA.....	30
2.1.Área de Estudo.....	30
2.2.Origem dos Dados.....	30
2.3.Modelo Teórico.....	30
2.3.1.A Demanda e Fluxos de Moeda.....	31
2.3.2.Governo na Economia do Brasil .....	34
2.4.Modelo Analítico.....	37
2.4.1.Análise da Regressão.....	37
2.4.1.1.Modelo Matemático.....	37
2.4.1.2.Modelo Estatístico .....	37
2.4.1.3.Método de Ajustamento.....	38
2.4.1.4.Testes Econométricos.....	38
2.4.1.5.Cálculo das Elasticidades .....	40
2.4.2.Análise Tabular .....	40
2.5.Operacionalização das Variáveis .....	41
2.6.Expectativa dos Sinais .....	41
III - DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	42
3.1.Análise da Regressão .....	42
3.1.1Testes de Significância .....	42
3.1.2.Matriz de Correlação Simples.....	44
3.1.3.Análise dos Sinais.....	44
3.2.Elasticidade .....	44
3.3.Análise Tabular.....	46
3.3.1.Endividamento Público.....	46
3.3.2.Dívida e Controle Monetário.....	55
IV - SÍNTESE E CONCLUSÕES.....	68
V - BIBLIOGRAFIA.....	70
VI - ANEXO .....	72

## **I - INTRODUÇÃO**

### **1.1 - HISTÓRICO**

O acúmulo de responsabilidades e atribuições do Estado brasileiro na economia constitui-se na razão do desequilíbrio financeiro e do incremento do déficit público, como salientado por OGASAWARA (1989).

O FMI-Fundo Monetário Internacional - conceitua o déficit público como sendo o "cálculo do fluxo acumulado no ano das responsabilidades líquidas do setor público não-financeiro, junto ao setor financeiro, ao setor privado não financeiro e ao setor externo".

O passivo do setor público apresenta, além da dívida mobiliária e dívida externa, outros compromissos como: dívida junto ao sistema financeiro, assunção de dívidas dos Estados e Municípios, dívidas junto a fornecedores e empreiteiras, déficit no FCVS- Fundo de Compensação de Variações Salariais, déficits da previdência e crédito rural, entre outros.

Até 1973, 80% da dívida externa pertencia ao setor privado e apenas 20%, ao setor público. Paulatinamente, foi se transferindo a dívida do setor privado para o setor público.

A partir do primeiro choque do petróleo em 1974, três componentes básicos explicam essa transferência:

- a) o aumento dos dispêndios das empresas estatais;
- b) o aumento dos DRME- Depósitos remunerados em moeda estrangeira, ganhando intensidade a partir de 1977, com a Resolução 432, acatada pelo Banco Central do Brasil-BACEN;
- c) a elevação das taxas de juros internacionais e a introdução dos "depósitos de projetos" em 1983.

Esse último mecanismo possibilitava que os pagamentos dos compromissos externos dos setores público e privado, poderiam ser depositados, valores em moeda nacional, no BACEN, que passaria a ser o novo devedor do credor externo.

Essa consequência se deu pelo estancamento da entrada de recursos novos externos em 1982 e como também do não atendimento do serviço da dívida previsto, passando assim, a dívida externa do setor público de 11,7% do PIB em 1973 a 31,9% do PIB em 1988. Os juros líquidos remetidos ao exterior, que representavam 0,9% do PIB em 1973, atingiram 6,1% em 1982 e recuou para 3,5% em 1988, como expresso na Tabela I.

**TABELA 1 - DÍVIDA EXTERNA E JUROS EXTERNOS PAGOS EXPRESSOS EM MILHÕES DE DÓLARES EM RELAÇÃO COM O PIB, EXPRESSA EM PORCENTAGEM, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1973 A 1988**

ANOS	DÍVIDA EXTERNA			JUROS EXTERNOS (4)	PROPORÇÃO SOBRE O		
	PÚBLICA (1)	PRIVADA (2)	TOTAL (3)=(1)+(2)		<sup>(1)</sup> /PIB	<sup>(2)</sup> /PIB	<sup>(3)</sup> /PIB
1973	6497	6075	12572	514	11,7	22,7	0,9
1974	8533	8633	17166	652	12,8	25,8	1,0
1975	11467	9710	21171	1498	15,0	27,8	2,0
1976	14852	11133	25985	1870	16,7	29,2	2,0
1977	19309	12728	32037	2104	19,4	32,3	2,1
1978	27557	15954	43511	2696	24,6	38,8	2,4
1979	34035	15869	49904	4186	25,5	37,4	3,1
1980	37271	16577	53848	6377	22,6	32,6	3,8
1981	41789	19622	61411	9161	24,0	35,2	5,3
1982	47403	22795	70198	11353	25,5	37,7	6,1
1983	60292	21027	81319	9555	32,5	43,8	5,2
1984	71756	19335	91091	10206	35,2	44,8	5,0
1985	78680	17177	95857	9659	34,5	42,0	4,2
1986	87118	14641	101759	9327	34,8	40,7	3,7
1987	93080	14434	107514	8792	34,6	40,0	3,3
1988	88934	12765	101699	9832	31,9	36,5	3,5

FONTE : Banco Central do Brasil

A dívida mobiliária entretanto, tem um histórico diferente, como bem explana SILVA NETO (1980). As primeiras emissões de títulos compulsórios, não podendo contar com um mercado de capitais organizado, se deram para cobrir despesas de guerra ( do Paraguai e 2ª Guerra mundial ); posteriormente, no governo Vargas, foram emitidas as "Obrigações do Reaparelhamento Econômico", utilizadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, sempre por Lei e Decretos-Lei, demonstrando a fragilidade do crédito público do Estado brasileiro.

Para resgatar o crédito público interno, o Estado precisaria pagar os juros e os títulos vencidos de sua dívida. Além disso, a aceleração da inflação exigia o aprimoramento do mercado primário e secundário de títulos públicos.

Só com a Lei 4.035, em 16.07.64, foram criadas as "Obrigações do Tesouro Nacional-Tipo Reajustáveis, com a introdução da correção monetária para recuperação da credibilidade. Esse tipo reajustável também podia ser por correção cambial.

Tudo foi feito e incentivado para aumentar a subscrição voluntária de ORTN's:

- a) vantagens de ordem fiscal, inclusive para pessoas físicas;
- b) esses títulos poderiam ser usados como caução em repartições públicas e autarquias federais( lei 4.506 de 30.11.64);
- c) permitiu-se o recolhimento de depósitos compulsórios dos bancos em 15% em ORTN's (Resolução 005 de 17.09.66), depois passou-se a 20%; os bancos foram autorizados a oferecerem ORTN's em garantia a empréstimos externos (Resolução 63 de 24.10.68);
- d) também reservas técnicas das companhias de seguro, a elevação do depósito compulsório em ORTN's em 55% (Resolução 134 de 28.02.70), e, ainda, os fundos mútuos de investimentos foram autorizados a utilizar 40% de suas carteiras de investimentos em ORTN's (Resolução 145 de 14.03.70) , conforme Tabela 2.

Hoje, há o mercado primário para instituições financeiras escolhidas (dealers) e, para o público e instituições não-financeiras adquirirem os títulos públicos, existe o mercado secundário.

As operações de mercado aberto começaram em 1968, quando o BACEN passou a comprar e vender títulos junto às instituições financeiras. Porém as ORTN's não apresentavam características que facilitassem os negócios com títulos federais.

**TABELA 2- BRASIL - TAXA DE CRESCIMENTO REAL ANUAL DAS OTN's EM CIRCULAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO DE 1964 A 1979, EXPRESSO EM PERCENTAGEM**

ANOS	OTN's (Cr\$ Milhões Correntes)	IGP - DI 1979 = 100	Valores Const. (Cr\$ Milhões de 1979)	Taxa de Cres. Real(%)
1964	41	1,4	2929	-
1965	340	2,1	16190	599,3
1966	1401	2,9	48311	136,0
1967	2482	3,7	67082	38,9
1968	3491	5,0	69820	4,1
1969	5881	6,0	98017	40,4
1970	9412	7,1	132564	35,3
1971	11565	8,5	136059	2,7
1972	15975	9,9	161364	18,7
1973	20944	11,4	183372	13,7
1974	39969	15,3	261236	42,5
1975	60112	19,8	303596	16,3
1976	84397	28,9	292032	-3,9
1977	119390	40,1	297731	2,0
1978	163046	56,5	288577	-3,1
1979	251159	100,0	251159	-13,0

FONTE : Brasil, Fundação Getúlio Vargas. *Conjuntura Econômica*. vários números

A partir de 08.11.71, pela Lei Complementar nº 12, foi autorizada a inclusão dos custos da dívida em seu próprio giro ( juros, descontos, correção monetária, entre outros), e pela emissão de novos títulos, para cobrir os vencidos e, ainda, financiar os déficits do Tesouro Nacional, transferindo outras dívidas para a dívida mobiliária.

Em 1973 foram lançados LTN's com um ano de prazo. Esse título também pode ser utilizado de várias formas como a ORTN, alcançando assim, o resultado de colocação das tabelas 3 e 4.

**TABELA 3 - BRASIL - TAXA DE CRESCIMENTO REAL ANUAL DAS LTN's EM CIRCULAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO DE 1970/1979 EXPRESSO EM PERCENTAGEM**

ANOS	LTN's (Cr\$ Milhões Correntes)	IGP - DI 1979 = 100	Valores Const. (Cr\$ Milhões de 1979)	Taxa de Cres. Real(%)
1970	700	7,1	9860	-----
1971	3880	8,5	45648	363,0
1972	10204	9,9	103071	125,9
1973	17400	11,4	152632	48,1
1974	14800	15,3	96733	-36,7
1975	37400	19,8	188889	95,3
1976	69404	28,9	240153	27,2
1977	121001	40,1	301749	25,7
1978	194508	56,5	344262	14,1
1979	266501	100,0	266501	-22,6

FONTE :1) BANCO CENTRAL DO BRASIL - RELATÓRIO DO dedlp - 1977, pág. 20

A situação das contas do governo ensejaram, porém, a geração do ciclo do financiamento do deficit do governo - o deficit é ampliado pelo serviço da dívida em seu estoque; havendo deficit o governo não apenas consegue resgatar os títulos vencidos, mas também se vê obrigado a emitir novos títulos; estes novos títulos implicam na elevação das taxas de juros que, por sua vez, aumentam os encargos da dívida e, como conseqüência, elevam o deficit público, fechando-se o ciclo.

Surgiram, em seguida, as LFT's-Letras Financeiras do Tesouro (Decreto-Lei 2.376 de 25.11.87) fixadas pela taxa do "Overnight", curtíssimo prazo, até o bloqueio dos ativos no Plano Collor I. Em 1988, a emissão de títulos passou a ser aprovada pelo Congresso Nacional. A partir de 1989, as LBC's e as OTN's foram resgatadas, e houve o advento da conversão de grande parte dos estoques desses títulos remanescentes em BTNE's Bônus do Tesouro Nacional série Especial, tentando controlar e evitar a continuidade da ciranda financeira.

Também, pela Lei 8.249 de 24.10.91, criou-se as NTN's- Notas do Tesouro Nacional, depois, no mesmo ano, as BBC's- Bônus do Banco Central.

Diante da deterioração das finanças públicas, o governo não conseguiu mais colocar seus títulos no mercado. Por isso é que o Banco Central foi forçado a lançar títulos próprios no mercado e manter em sua carteira do governo.

**TABELA 4 - SERVIÇO DA DÍVIDA INTERNA FEDERAL E RECEITA E DESPESA DO TESOUREIRO NACIONAL DO BRASIL NO PERÍODO DE 1964 A 1979 EXPRESSO EM CRUZEIROS E PREÇOS CORRENTES**

ANOS	SERVIÇO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL											RECEITA DO TESOUREIRO NACIONAL		RECEITA DO TESOUREIRO NACIONAL			
	AMORTIZAÇÕES				CUSTOS							TOTAL GERAL	VAR. %	9-3+8	9-10	%	9-11
	ORTN	LTN	TOTAL	CORREÇÃO MONETÁRIA	DESCONTOS	JUROS	OUTRAS	TOTAL	VAR. %								
1	2	3 = 1+2	4	5	6	7	8 = 4+5+6+7	9-4+5+7	9-3+8	9-10	9-11						
1964	---	---	---	---	---	---	1	1	1	---	1889	2617	0,05	0,04			
1965	---	---	---	---	---	1	5	6	6	500,00	3140	3728	0,19	0,16			
1966	81	---	81	35	---	32	11	159	159	1200,00	5910	6496	2,69	2,45			
1967	484	---	484	206	---	123	40	853	853	373,08	6814	2039	12,52	10,61			
1968	810	---	810	359	---	192	39	1400	1400	58,89	10275	11502	13,53	12,17			
1969	2954	---	2954	832	---	344	85	4215	4215	113,73	13953	14709	30,21	28,66			
1970	5486	1472	6958	1237	27	590	151	8963	8963	59,00	19194	19932	46,70	44,97			
1971	4407	7199	11606	1627	321	601	190	14399	14399	39,30	26980	27652	53,37	52,07			
1972	4904	17285	22189	1928	795	771	310	25993	25993	36,20	37738	38254	68,88	67,95			
1973	4848	32248	37096	1756	1755	1117	343	42067	42067	30,68	52863	58568	79,58	80,02			
1974	3434	34568	38002	2118	2532	1523	330	44505	44505	30,82	76810	72928	57,94	867,03			
1975	4843	50395	55238	4200	3905	2387	413	66143	66143	67,69	95443	95373	69,30	69,35			
1976	3170	97716	100886	3943	11081	3987	101	119998	119992	75,26	199220	165797	72,19	72,38			
1977	8869	168961	177830	10178	25942	5511	247	219708	219708	119,12	242893	241850	90,45	90,84			
1978	8527	279856	288383	15862	43637	7616	309	355807	355807	61,00	349218	344346	101,89	103,33			
1979	7204	405423	412627	17844	69094	9503	878	509936	509936	44,32	507843	507547	100,02	100,47			

FONTE: Banco Central do Brasil - Relatório do DEDJP 1975/76 p. 203; 1979 Anexo 3; 1978, Anexo 3; 1977, p. 15  
 Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 16, no. 3, p. 108/109 e Relatório do Banco Central do Brasil, 1965, p. 222  
 Observações: (a) Inclui comissão s/ juros e resgates, comissão, desligos e correções

*Handwritten signature or initials*

Em resumo, entre as maiores distorções do "Open Market" no Brasil, já a partir da segunda metade da década de 70, segundo LOPES, João & ROSSETTI, José (13), constam: a) passaram a participar do mercado secundário junto com os títulos federais, os títulos das dívidas estaduais e municipais, debêntures letras de câmbio, certificados de depósitos a prazo fixo, emitidos pelo sistema de intermediação financeira; b) introduziram-se as cartas de recompra, eliminando-se o risco, afetando a filosofia do "Open Market"; e c) o governo, para operar o serviço da dívida e para colocar novos títulos no mercado, passou a garantir altos rendimentos, desestimulando as aplicações produtivas e levando os empresários aos ganhos fáceis da especulação financeira.

Existe uma forte corrente, cuja interpretação é que se procede uma transferência de compromissos do Estado para a dívida mobiliária, sendo que a preocupação é que não se desvirtue ao ponto de impedir o controle monetário, ou, gere instabilidades econômicas.

## 1.2- O PROBLEMA E SUA IMPORTÂNCIA

A sociedade nem sempre sabe o porquê de as taxas de juros subirem, o porquê de muitas empresas não alcançarem o crédito a longo prazo de que precisam, e o porquê de se ganhar uma sobre-renda aplicando-se no Overnight. Entretanto, percebe-se que os planos de estabilização têm possibilidades limitadas de lograrem êxito, sabe-se que o setor público está descontrolado e endividado, mas não se sabe o porquê de tanta dificuldade econômica ser suportada por toda a população. Convive-se com a inflação e a depreciação da moeda.

Para estudar a crise financeira brasileira exige-se, portanto, necessariamente, conhecer como vem sendo financiado o déficit público, fonte da necessidade de crédito do Tesouro Nacional; como tem se formado esse déficit, como vem sendo administrada a dívida mobiliária federal, suas diretrizes institucionais históricas, suas distorções e suas principais influências nos agentes econômicos, de forma que esses fenômenos negativos presentes na economia possam ser compreendidos e solucionados, alcançando taxas de juros baixas e a preservação do valor da moeda, para não ser mais necessária a correção monetária que impede a queda da inflação, indexando a economia, e que tem se mantido por décadas como base das finanças públicas.

Nesse contexto, a presença do Estado na economia favoreceu o progresso, mas superdimensionado, com baixa produtividade e ineficiência, passou a se endividar, ocasionando desequilíbrio orçamentário. Ao intensificar a colocação de títulos de forma a cobrir suas necessidades de créditos suplementares de modo não inflacionário, o acesso a esse recurso, via Banco Central, facilitava a empreitada, até que o cenário econômico mundial se alterou, afetando profundamente a política monetária e, conseqüentemente, acelerando o processo inflacionário.

O aumento das taxas de juros internacionais, a ruptura no fluxo de entrada de poupança externa a partir de 1982, após a crise do petróleo, pagamentos necessários ao serviço da dívida externa, vencimento dos títulos da dívida interna e aumento de dívidas não-mobiliárias do setor público, contribuíram para agravar o quadro econômico-financeiro, uma vez que a arrecadação tributária diminuía quando, na realidade, deveria aumentar.

Assim, os títulos vencidos precisavam ser substituídos por novos. Nisso, o perfil de longo prazo foi se reduzindo para o de curto prazo. A poupança privada necessária à produção foi sendo açambarcada, desmotivando os agentes a produzirem aplicando seus recursos na ciranda financeira onde as taxas de juros eram atrativas.

Esse fenômeno do déficit do governo não coberto por novas emissões, tornando necessárias a expansão da dívida, Blinder & Solow in SILVA NETO (1980) ~~Blinder & Solow~~ diz ser um tipo de "Crowding Out", que prevê a pressão altista sobre as taxas de juros, que forçosamente reduzem as despesas privadas, abandono de

projetos, entre outros, variando, conforme a intensidade ou características, como o perfil da dívida se de longo ou curto prazo e o cenário econômico.

Frequentes emissões de títulos de curto prazo elevaram as taxas de juros. Assim, o objetivo da constituição da dívida mobiliária, para financiar sem inflação as despesas de capital do Governo, perdeu sua finalidade para se transformar em mais um foco de pressão inflacionária, onde esses títulos passariam a ter características semelhantes à moeda, caracterizando o descontrole monetário.

A competição dos títulos federais com os títulos privados favoreceu a elevação das taxas de juros no mercado, e essa elevação nas taxas de juros, além de açambarcar a poupança privada, reduziu a demanda agregada na economia brasileira.

Por outro lado, o setor público precisa encontrar seu equilíbrio de outras formas, para resolver seus problemas financeiros e não comprometer a autoridade monetária do Banco Central do Brasil na rolagem da dívida pública, via dívida mobiliária, em prejuízo do setor produtivo da economia diretamente afetado com esse impacto sobre as taxas de juros, a base monetária. Influi, também, sobre o crédito de longo prazo que, em decorrência de inflação persistente, muitas instituições financeiras se recusam fazer.

Outro aspecto importante, nesse enfoque, é a identificação dos limites para uma administração eficaz, a partir da identificação de uma função que exprima a realidade e permita dinamizar e aumentar a percepção das principais variáveis que compõem o endividamento público, principalmente a dívida mobiliária federal, que baliza a formação das taxas de juros no mercado nacional e é um instrumento indispensável de controle monetário.

Percebe-se que esse modelo de cobertura das necessidades de crédito do setor público chegou a exaustão, constituindo-se num obstáculo à retomada do crescimento econômico.

Diante do exposto, tem-se no setor público, especialmente o federal, o grande demandante por recursos financeiros, o que acaba interferindo na taxa de juros, com reflexos diretos, e com todas suas repercussões sobre a economia e a sociedade.

Nesse contexto, é conveniente que se estude a demanda por crédito do setor público como forma de identificarem-se possíveis relações de causa e efeito dessa função, e, a partir daí, esboçarem-se alguns balizadores fundamentais para a condução da política monetária.

### 1.3 - HIPÓTESES

Neste estudo serão testadas as seguintes hipóteses:

- a) o estoque da dívida mobiliária federal apresenta uma relação positiva com o estoque da dívida mobiliária federal existente no ano imediatamente anterior; e
- b) o estoque da dívida mobiliária federal apresenta uma relação positiva com a taxa de juros praticada no overnight.

### 1.4- REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

#### REVISÃO BIBLIOGRÁFICA Nº 1

**AUTOR:** FURUGUEM, Alberto Sozin

**TÍTULO:** Controle Monetário no Brasil, O Papel do Open Market e da Dívida Pública. Revista de Finanças Públicas. Rio de Janeiro, 338:11-31. Abril/Maio/Junho 1979.

Este estudo analisa o controle monetário brasileiro, considerando seus instrumentos básicos, principalmente o "Open Market" e a dívida pública no Brasil, estudando o potencial de cada variável como instrumento e não-instrumento de política monetária e suas influências na expansão ou na contração da base monetária; verifica as operações das Autoridades Monetárias (Banco do Brasil e Banco Central); as necessidades do Tesouro Nacional; o impacto das reservas cambiais, fundo do café, etc...faz uma análise crítica sobre a atuação do "Open Market" e o comportamento do nível de preços; os empréstimos do Banco do Brasil S.A., extrapolando o orçamento monetário.

O estudo se preocupa com o equilíbrio do Tesouro Nacional e a emissão de títulos, demonstrando suas dúvidas quanto ao uso do "Open Market", diante da disposição do Banco Central vir a admitir a introdução de papéis privados, títulos de governos estaduais e municipais, no sistema, depois da constatação de que a oferta monetária no Brasil, em 1978, seria uma tarefa complexa, pois as Autoridades Monetárias (Banco Central e Banco do Brasil) não se limitam às suas funções típicas, mas assumem três funções: a) de Banco Central propriamente dito; b) Banco de Desenvolvimento (rural e agroindustrial); c) Banco Comercial (Banco do Brasil S/A).

O objetivo do estudo é o aperfeiçoamento do controle monetário e identificação de possíveis falhas, ou dúvidas, quanto à boa condução ou não do "Open Market" diante da dívida pública.

O modelo teórico toma a oferta de moeda a partir da base monetária, meios de pagamento e o multiplicador,  $M=KB$ . Entre as variáveis, instrumento de manipulação, flexível utiliza: o "Open Market" que, ao lado dos redescontos e das reservas compulsórias, são instrumentos clássicos de controle monetário. O "Open Market" na compra e venda de títulos prevenindo as oscilações inconvenientes preservando a liquidez, injetando moeda, ou enxugando através da compra ou venda de títulos do Tesouro Nacional; o instrumento da cota mensal de empréstimos que podem ser oferecidos pelo Banco do Brasil S.A.-BBSA; o instrumento clássico do redesconto com participação reduzida, mas oferecendo segurança ao sistema bancário; o instrumento dos repasses do BACEN na função de Banco de Desenvolvimento (rural e agroindustrial), proporcional ao orçamento financeiro e monetário aprovado; estuda também as variáveis não-instrumento, cuja previsibilidade no controle monetário não é passível de manipulação.

Esses instrumentos não-monetários que exercem pressão sobre a base monetária são: as reservas cambiais, importantíssimas, têm exercido enorme pressão sobre a base monetária, refletindo os pagamentos líquidos internacionais, pois havendo superavit no balanço de pagamentos, o BACEN deverá desembolsar o montante em moeda nacional, ou em déficit no Balanço de pagamentos-BP, recolher essa importância em moeda no mercado nacional; assim, os instrumentos como o "Open Market", flexíveis, auxiliam nessa compatibilização, reduzindo o impacto sobre a moeda interna e sua programação.

Outra variável, que exerce bastante influência no controle monetário, é o Tesouro Nacional, que pode favorecer a expansão ou a contração da Base Monetária-BM, colocando ou resgatando títulos, conforme seu fluxo de caixa sempre sujeito à oscilações neutralizáveis no curto prazo via "Open Market"; outra variável não-instrumento é o fundo do café e assemelhados (açúcar, soja, cacau), pois, quando atinge maiores proporções, precisam fazer parte do orçamento monetário. Seu comportamento é de difícil previsão, por estar sujeito ao nível de safras e cotações no mercado internacional e seus desvios no impacto têm que ser contrabalaçados com instrumentos de controle monetário.

Outra variável não-instrumento são os Depósitos Prévios de Importação e assemelhados: sempre que seu valor for relevante, complica-se o orçamento monetário, incluem-se nele os depósitos de turistas; nos períodos de acumulação, fornece apreciáveis somas às Autoridades Monetárias e no período de resgate tem um efeito expansionista que precisa ser neutralizado pelas variáveis-instrumento; e, por fim, como variável não-instrumento têm-se os recursos próprios, o IOF, PASEP, FUNAGRI e assemelhados, fundamentais ao orçamento monetário, devendo contar com previsões específicas de fácil previsibilidade e controle.

Portanto, os instrumentos de controle, principalmente o "Open Market", exercem papel importantíssimo na condução monetária e em seu controle. Somente o "Open Market" teria força para neutralizar, a curto prazo, as pressões erráticas perturbadoras do nível de liquidez; esse instrumento, é de eficácia indispensável.

O modelo analítico é de análise tabular comparativa e tem como base teórica a economia monetária e suas múltiplas variáveis. Utiliza dados do BACEN, BBSA e Fundação Getúlio Vargas.

Os principais resultados são: a) até 1972 não se conseguia distinguir com clareza os recursos do Open Market como instrumento de política monetária, fazendo com que as Autoridades Monetárias buscassem apenas satisfazer a demanda por moeda; b) com a introdução das LTN'S em 1970, o mercado secundário recebeu força e o open market passou a oferecer instrumentos clássicos de controle monetário ao Banco Central; c) observando os agregados monetários, de preços e de produção, verificaram-se eficientes resultados da política monetária e crescimento econômico sem aceleração inflacionária; d) entre os desvios relevantes estiveram os estouros do teto do Banco do Brasil, o acúmulo de reservas cambiais e as oscilações da conta café.

A partir de 1973, a crise do petróleo inviabilizou o combate à inflação, crescendo os meios de pagamento em 47%, e os títulos federais ORTN e LTN não conseguiram contrabalançar a expansão dos empréstimos do Banco do Brasil e acréscimos nas reservas cambiais e, ao mesmo tempo, concorrer com títulos de renda fixa no mercado, aumentando a taxa de juros; e, a partir de 1974, passaram-se a ter oscilações acentuadas nos ritmos de expansão monetária, elevação no nível de preços e taxa de juros, o que dificultou a fixação de taxas de remuneração para os títulos federais e a garantia da eficiência monetária diante do crescimento das reservas cambiais, estando o depósito compulsório já elevado.

Questionou-se a que se estaria o Tesouro Nacional equilibrado, ou em déficit, sem resposta; houve dúvida se existia alguma falha institucional na condução da dívida pública e do Open Market. Concluindo, o estudo indica a necessidade de se rever a emissão de títulos federais, uma vez que o mercado de capitais e a introdução do Open Market já estava consolidada e seria preciso manter o controle do orçamento monetário e das finanças do Tesouro Nacional saudáveis. Pensou-se em admitir outros papéis privados no "Open Market" para alargar o mercado e evitar o endividamento do Tesouro em excesso, embora isso exigisse um reestudo global do Governo.

## REVISÃO BIBLIOGRÁFICA Nº 2

**AUTOR:** RAMALHO, Valdir.

**TÍTULO:** O Deficit Público Ajustado da Inflação e o Argumento da Reaplicação Garantida. Revista de Estudos Econômicos. V. 22, 3:393-408, Setembro/Dezembro de 1992.

O autor percebe que, no argumento de que os gastos do Governo, diante de um comportamento inflacionário dos juros nominais tem um refinanciamento "assegurado", está um dispositivo justificador da rolagem da dívida interna, que na teoria econômico-financeira é questionável. O "argumento da reaplicação garantida" alega que os credores do setor público, invariavelmente, reaplicam a receita auferida de correção monetária ao invés de adquirir bens finais.

Significa admitir que esses gastos do governo, dessa forma, não oferecem impacto sobre a demanda agregada; logo, o déficit público, ajustado por conta da inflação, seria a grandeza apropriada a ser acompanhada ou controlada para fins de estabilização econômica.

Esse estudo analisa as falhas ou falsidades constantes no argumento da reaplicação garantida dos títulos, visando à eficácia de sua utilização pelo Governo e o investidor racional partindo das seguintes hipóteses básicas do "argumento": a) os agentes econômicos racionais realizam gastos de consumo sem diminuir o valor da riqueza acumulada até o período; b) sempre reaplicam a correção monetária; c) os gastos com os juros nominais da dívida pública têm financiamento garantido ou automático, não exercendo pressão sobre o mercado de fundos; d) a correção monetária creditada aos agentes econômicos não é gasta em bens finais, não oferecendo impacto sobre a demanda agregada; e) os gastos do Governo com correção monetária de seus títulos são excluídos de sua despesa total e considerados até receitas; f) o déficit ajustado agrega as contas do governo de uma maneira que reflete melhor do que o déficit convencional o impacto sobre a demanda agregada; g) conclui-se, no argumento, que o déficit ajustado, por conta da inflação, é a grandeza apropriada a ser acompanhada ou controlada com a finalidade de atuar sobre a demanda agregada.

O modelo teórico reflete a busca da ausência da ilusão monetária, constituindo em inflação dois tipos de contrato: pré-fixados e pós-fixados com correção monetária. Quando a taxa de juros nominais supera a inflação, o excesso é a taxa de juro real; quando a taxa de juros for igual à inflação, os juros reais não existem ou são negativos. Logo, para simplificar, pode-se admitir ser a taxa da variação da inflação igual à taxa de variação da correção monetária.

Um administrador racional de fundos procura aplicar seu patrimônio na aquisição de títulos diferentes, conforme Moore, Renwick, Haley & Schall in RAMALHO (1992) aplicando-se conforme a taxa de retorno, número máximo de títulos que se possa conseguir, longevidade de cada aplicação, rapidez de recuperação do capital aplicado, liquidez e risco de aplicação no tempo.

Alterando-se o cenário, altera-se a formação da carteira; quanto menos interessante um título, mais rápido o administrador o colocará a venda. Assim, também, os agentes econômicos buscam segurança e renda real. O governo pode estabelecer uma correção monetária inferior à inflação para seus títulos em épocas de deterioração financeira, onde o governo com dificuldade de colocar seus títulos, emite moeda também.

Pode ocorrer também o contrário; fugindo os investidores, a dívida do governo passa a cair, reabilitando o governo e tornando seus títulos atrativos novamente; mas, quando há suspeitas de congelamento de preços, os agentes buscam não reinvestir seus títulos com medo do desabastecimento, forçando o governo a aumentar a taxa de juros para premiar a aquisição de títulos públicos. Por isso, os investidores buscam aplicações de prazo cada vez menores, para não amarrarem o capital.

O modelo analítico não contém uso matemático e se limita a analisar pela ótica monetária o comportamento do investidor racional, usando estudos técnicos de diversos autores.

Entre os resultados, pode-se destacar: a) a hipótese básica "2" de que os agentes sempre reemprestam seus ganhos de correção monetária em títulos do governo precisa ser melhor qualificada, pois, para manter sua riqueza financeira, não precisa reaplicar nos mesmos títulos; b) os gastos do governo, conforme a proposição "3", não têm seu financiamento assegurado, principalmente se o risco do título está em seu emissor, ou se surgem outros títulos melhores no mercado; c) em momentos de crise, a inflação pode superar a correção monetária, inviabilizando a aplicação em títulos do governo; d) a busca de ativos visa à preservação da riqueza total, variando conforme o cenário em bens reais e /ou em títulos de maior liquidez; e) conforme o cenário, a segurança pode ser melhor do que o aumento de riqueza financeira; f) a aquisição de bens reais, contrariando a proposição "4", pode aumentar, em decorrência dos gastos de correção monetária do governo.

A inclusão da condição "ceteris paribus" no argumento ainda fica frágil, pois, na execução do orçamento público, é que se alteram as reações dos credores do governo. Basta que o estoque real de moeda se altere para que o movimento do mercado monetário, em direção ao equilíbrio, exija mudança na taxa de juros, e a colocação de títulos novos, incluindo o refinanciamento dos títulos antigos, seja feita com taxas de juros diferentes da anterior, coisa nem sempre fácil; em episódios de

crises inflacionárias agudas, de hiperinflação, fica desentendida a visão rudimentar do comportamento do consumidor, que passa a buscar diminuir seu estoque de moeda.

Concluindo, pode-se verificar que o cenário brasileiro condena boa parte do argumento e que o refinanciamento da dívida anterior exige aumentos na taxa nominal de juros, ficando a economia vulnerável à hiperinflação em meio ao risco da fuga de capitais para outros ativos.

### REVISÃO BIBLIOGRÁFICA Nº 3

**AUTOR:** CAVALCANTI, Carlos Brandão.

**TÍTULO:** Transferência de Recursos e Substituição da Dívida Externa por Dívida Interna. Revista de Finanças Públicas. Rio de Janeiro, 372:16-42, 1987.

Nesta análise, vê-se na transferência de recursos do setor privado através da colocação de títulos federais e/ou expansão da base monetária para o setor público, e deste para o cumprimento de compromissos no exterior, a substituição da dívida externa para dívida interna.

Após a expansão dos financiamentos voluntários externos, o Governo brasileiro precisou negociar com os credores internacionais, cabendo ao Banco Central a grande tarefa de negociar e intermediar as negociações e promover a acomodação do impacto dos compromissos assumidos. A primeira operação exigia adquirir novos recursos (dinheiro novo); a segunda, reescalonar as amortizações do principal; e, a terceira a prorrogação das linhas comerciais de curto prazo e as linhas interbancárias de bancos brasileiros no exterior.

A diferença dos recursos emprestados para o refinanciamento da dívida externa (Aviso MF-30) junto ao Banco Central e as amortizações transferidas pelo setor público, traduziam porem, forte pressão sobre as contas do Banco Central. Para se manter o controle monetário e evitar que a liquidez interna pudesse comprometer os esforços comerciais de se gerar superávits, levou o governo a aumentar seu endividamento interno.

O objetivo desse estudo é estimar a substituição efetiva da dívida externa por dívida interna, assumindo a hipótese de que o descompasso de recursos para refinarciar a dívida externa, ocasionando o incremento do endividamento interno, foi inevitável às Autoridades Monetárias.

A contração do crédito bancário externo apenas esclareceu uma crise de liquidez que já existia nas contas públicas desde 1980. Entre 1981 e 1983, as reservas cambiais caíram de forma vertiginosa até chegar à valores negativos. Além disso, os bancos comerciais se encontravam em dificuldades no mercado internacional quanto

às suas linhas comerciais e sua participação no mercado interbancário exterior, e, a partir do terceiro trimestre de 1982, com a interrupção do fluxo voluntário de crédito externo.

Diante dessa escassez de divisas, reservas internacionais, o país iniciou negociações para o refinanciamento de sua dívida externa. Enquanto as negociações para evitar o colapso cambial se desenvolviam, obteve US\$ 4,3 bilhões de empréstimos de curto prazo, "bridge-loans" (do FMI, Bank Of International Settlements (BIS), Tesouro Americano, e Bancos estrangeiros). Esse empréstimo foi usado para cobrir um déficit global do Balanço de Pagamentos de US\$ 10,1 bilhões. A diferença representou perda de reservas cambiais. Tabela 5.

**TABELA 5 - RESERVAS INTERNACIONAIS LÍQUIDAS DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS E RAZÃO DAS RESERVAS POR IMPORTAÇÕES, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1976 A 1986**

PERÍODO	RESERVAS INTERNACIONAIS LÍQUIDAS DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS (Em US\$ Milhões) (1)	RESERVAS / IMPORTAÇÕES (Em Meses) (2)
1976	5657,0	5,5
1977	6816,0	6,0
1978	10281,0	9,0
1979	7925,0	5,3
1980	3500,0	1,8
1981	4272,0	4,2
1982		
JAN	3476,0	2,2
MAR	2505,0	1,5
DEZ	-2884,0	-1,8
1983		
JUN	-4494,0	-3,4
DEZ	-3296,0	-3,0
1984	4242,0	3,5
1985	10482,0	9,5
1986	6760,0	5,7

*FONTE : Banco Central do Brasil*

Acertado um acordo com o FMI, em 1982, já em 1983, o Brasil enviava sua primeira carta de intenções. Revendo essa carta, 6 dias depois de desvalorizar o câmbio em 30%, o governo brasileiro encaminhou um "Adendo à Carta de Intenções" confirmando a programação, alterando os critérios de desempenho em função da variação da taxa de câmbio.

Do dinheiro novo que entrou em 1983, US\$ 6,5 bilhões, sobraram apenas US\$ 1,9 bilhões; o restante foi utilizado para cobrir as "bridge-loans", dívidas de curto prazo. O projeto contemplava projeções extremamente otimistas e uma excessiva dependência de linhas de crédito de curto prazo. Logo, ficou patente a fragilidade do esquema de financiamento para 1983.

Houve queda no ingresso líquido de investimentos, os financiamentos foram bem reduzidos, embora o esforço da balança comercial fosse positivo, observou-se um déficit maior na conta juros e conta de capitais. A realidade é que a crise de liquidez representava o fracasso da fase inicial da negociação. O volume de atrasos aumentava, de forma que o governo brasileiro decidiu centralizar suas operações cambiais (Resolução 851), visando à administrar o volume de compromissos atrasados.

Empreendeu-se um novo programa junto ao FMI. O fracasso do acordo original fez com que o Fundo se tornasse intransigente e cauteloso. Uma terceira carta de intenções, projetando metas para o final de 1983, os anos de 84 e 85 caracterizaram a dificuldade da economia brasileira de se adequar ao modelo do FMI; daí as constantes revisões.

Na fase II conseguiu-se renegociar avanços importantes:

- a) Empréstimos-jumbo permitiriam refinarciar 64% da conta juros (aumento de recursos disponíveis);
- b) redução do "spread" e ampliação dos prazos de amortização e carência, inclusive para dinheiro novo de curto prazo;
- c) contratação formal das linhas de curto prazo, comerciais e interbancárias, mediante assinatura de cartas de compromisso;
- d) decisão do governo em recorrer ao Clube de Paris, reescalando 85% dos vencimentos (amortizações mais juros).

Assim, em 1984, esses novos recursos, somados a bom resultado da balança comercial, permitiriam o país honrar seus compromissos externos e recompor o nível de suas reservas internacionais, mesmo com a elevação das taxas de juros internacionais do mercado financeiro. Porém, esse ajuste externo pressionava as contas internas, comprometendo as metas acordadas junto ao FMI. Procederam-se três revisões em um ano sobre as cartas de intenções.

Em dezembro de 1984, deu-se o início à negociação da FASE III da renegociação da dívida: propunha-se não entrar mais dinheiro novo em base compulsória e, em compensação, se reduziriam os "spreads" e ampliariam-se os prazos de amortização. Os credores já admitiam que o Governo Figueiredo não tinha possibilidades de fazer os pagamentos, mas a não-entrada de dinheiro novo pressupunha que a economia devesse gerar superávits comerciais suficientes para honrar compromissos externos.

Por outro lado, o FMI exigia, na proposta contratual, sua supervisão direta, monitoramento trimestral até o ano 2000 sem nenhuma contrapartida financeira e, ainda, queria poder denunciar aos bancos credores o acordo, conforme os relatórios do FMI. Na ausência de um acordo diante de divergências crescentes, o Brasil passou a depositar os vencimentos da dívida externa contratada antes de 31.03.83 no Banco Central (Resolução 804).

O novo governo conseguiu renegociar em janeiro de 1986 e apenas as amortizações do período 1985-86, evitando o monitoramento do FMI e reduzindo os "spreads", sem entrada de recursos novos. Ficou claro que os "spreads" cobrados no Brasil estavam acima da média mundial dos devedores em reestruturação de suas dívidas externas. Em contrapartida, o Brasil assegurava recolher na fonte o imposto de renda das remessas de juros, aumentando a rentabilidade das operações financeiras dos bancos.

Negociou-se com os bancos comerciais estrangeiros sem a participação do FMI, provocando pressões para se negociar também com as agências governamentais do Clube de Paris. O Clube de Paris exigia a quitação dos débitos até abril de 1986 e que se negociasse com o FMI. Como o Brasil se recusou, passou a sofrer enormes pressões dos Estados Unidos em diferentes áreas. O EXIMBANK americano, o BIRD e outras agências oficiais suspenderam ou dificultaram a contratação de novos empréstimos.

Em setembro de 1986, formalizou-se outro acordo com os bancos credores, onde o Brasil pagava 15% dos débitos vencidos e reescalonava 85% por dez anos com cinco de carência. Embora tenha apenas colocado esse acordo como um adendo da negociação da Fase II de 1984, que não foram concluídas por não aceitar o Brasil que seu Banco Central ficasse sob jurisdição estrangeira e que nem fosse submetido às cortes internacionais. "Por outro lado, os bancos credores não abriam mão da cláusula que sujeitava as partes à arbitragem das Cortes de Nova Iorque e Londres". Conseguiu-se um acordo com o Clube de Paris e a dispensa da negociação com o FMI.

Logo, a reestruturação da dívida externa no período de 1983/86 permitiu:

- a) nos dois primeiros anos 83/84 obter entrada de recursos para o refinanciamento parcial dos juros;
- b) reescalonar as amortizações do principal aos bancos comerciais estrangeiros e brasileiros;
- c) a consolidação da dívida contratada junto a agências governamentais até 31.03.83, para prazos ampliados e amortizações posteriores;
- d) sustentar as linhas de curto prazo (comercial e interbancária) em um nível mínimo, evitando a perda de reservas internacionais.

A substituição de dívida externa por dívida interna se deu via Banco Central como nas instituições internacionais por tradição. Também cabia ao Banco Central assumir compromissos em relação à entrada de dinheiro novo e amortizações reescaladas e suas posteriores necessidades de repasses internos. Muitos bancos preferiram por segurança deixar seus depósitos de repasse sob a responsabilidade do Banco Central, que ficaria como mutuário final.

Em meio às negociações da dívida externa, muitos valores eram depositados no Banco central, absorvendo Depósitos e Obrigações em moeda estrangeira. Deste modo, o Banco Central passou a contar com uma fonte significativa de recursos não-monetários para refinar parcialmente a dívida externa em negociação. Assim, quando as operações ativas não eram compatíveis com as operações passivas em moeda estrangeira, decorrentes do processo de reestruturação da dívida externa, ocorria a substituição de dívida externa por dívida interna para cobrir a diferença necessária.

Através do Aviso MF 30, podiam-se antecipar, por manobra contábil, recursos aos órgãos e às entidades públicas, uma vez que estas não tinham acesso aos "relending", recursos externos depositados no Banco Central. A manobra era desfeita com a contratação de empréstimos-ponte, de dinheiro novo, ou com o reescalonamento automático da amortização devida no vencimento. As distorções foram identificadas através do acesso a recursos comprometidos para outros fins como pagamentos de amortizações e juros que não se cumpriam, forçando a transferência do ônus externo para o interno, via endividamento interno. O setor público superava em larga escala o total disponível dos "relending" no Banco Central. Somente em 1985 controlaram-se os abusos nos "relending": comissões extorsivas dos bancos, leilões e seu impacto nos agregados monetários.

Embora o aviso MF 30 fosse uma operação contábil, exigia-se que o Banco Central ficasse como mutuário final dos depósitos constituídos em nome dos credores externos, constituindo-se em pressões crescentes sobre suas contas. Como o setor público não gerava superávit suficiente para cobrir essas obrigações, superava-se, em muito, a capacidade de recursos disponíveis no Banco Central para cumpri-los; era uma forma de obrigar o BACEN a expandir o seu passivo monetário. Assim, o

governo, procurando controlar os agregados monetários, promovendo um acentuado endividamento interno, substituiu a dívida externa por dívida interna, conforme as tabelas 6, 7 e 8.

**TABELA 6 - DEMANDA DE RECURSOS PARA O REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA NO SETOR PÚBLICO REGISTRADOS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL EXPRESSO EM MILHÕES DE DÓLARES NO PERÍODO DE 1983 A 1986**

DISCRIMINAÇÃO	1983	1984	1985	1986 <sup>P</sup>
1 - Empréstimo -ponte <sup>(1)</sup> (aviso MF-30)	5,760	6,620	6,460	6,382
1.1 - Empresas estatais	5,510	3,288	5,695	5,621
1.2 - Governos estaduais e municipais	127	2,712	478	397
1.3 - Governo central	123	620	287	364
2 - "Relending" ao setor público	1,287	6,690	5,144	746
3 - Encargos do Banco Central com o refinanciamento da dívida externa	1,261	2,510	3,573	5,500
3.1 - Amortização pagas ao FMI	-----	-----	63	576
3.2 - Juros pagos ao FMI	-----	394	386	397
3.3 - Amortizações pagas ao Clube de Paris	251	-----	98	275
3.4 - Amortizações de projetos	-----	-----	400	985
3.5 - Juros sobre depósitos de projetos <sup>(2)</sup>	1,010	2,116	2,624	3,267
4 - Liquidação de empréstimos de emergência	4,139			
4.1 - Bancos comerciais estrangeiros	2,339			
4.2 - Tesouro Americano	900			
4.3 - Bank for International Settlements (BIS)	900			
5 - Demanda do setor público (1+2+3+4)	12,447	15,820	15,177	12,628

(1) - Convertido pela taxa de câmbio (venda) média do final do período

(2) - Estimado com base na Libor mais um "spread" de 2,0% sobre os depósitos dos Projetos 1 e 2 líquido de "relending"

(p) - Preliminar

FONTE : Banco Central do Brasil

**TABELA 7 - DEMANDA DE RECURSOS PARA O REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO REGISTRADA NO BANCO CENTRAL DO BRASIL EXPRESSO EM BILHÕES DE DÓLARES NO PERÍODO DE 1983 A 1986**

DISCRIMINAÇÃO	1983	1984	1985	1986 <sup>D</sup>
1 - Demanda por recursos para o refinanciamento da dívida externa do setor público	12,947	15,820	15,177	12,628
2 - Recursos disponíveis para o refinanciamento da dívida externa do setor público	9,421	13,800	7,834	10,004
3 - Impacto (2 - 1)	3,526	2,020	7,343	2,624
4 - Necessidade de financiamento do Banco Central	4,685 <sup>e</sup>	6,376	8,672	4,782
5 - Impacto sobre a necessidade de financiamento do Banco Central (3/4) (%)	75,3	31,7	84,7	54,9

(1) - Convertido pela taxa de câmbio (venda) média do final do período

(e) - Estimativa

(p) - Preliminar

FONTE : Banco Central do Brasil

**TABELA 8 - ESTIMATIVA DO IMPACTO DO REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E SUA NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO, EXPRESSO EM BILHÕES DE DÓLARES NO PERÍODO DE 1983 A 1986**

DISCRIMINAÇÃO	1983	1984	1985	1986 <sup>D</sup>
1 - Impacto do refinanciamento da dívida externa do setor público no Banco Central <sup>(1)</sup>	3,336	6,076	72,784	38,174
2 - Necessidade de Financiamento do Banco Central	4,432 <sup>e</sup>	23,904	85,952	69,571
2.1 - Base monetária	2,142	14,073	32,743	133,428
2.2 - Colocação líquida de títulos	2,290	9,831	53,209	(63,856)
3 - Pressão máxima sobre a colocação líquida de títulos (1/2.2) (em %)	145,7	61,8	136,8	(59,8)
4 - Pressão máxima sobre a colocação líquida de títulos [(1/2.1)/2.2] (em %)	52,1	(81,3)	75,3	149,2

(1) - Convertido pela taxa de câmbio (venda) média do final do período

(e) - Estimativa

(p) - Preliminar

FONTE : Banco Central do Brasil

Entre os principais resultados que podemos destacar nesse período de reestruturação estão: a) o país transferiu uma parcela substancial de seu produto para honrar os compromissos externos; b) a diferença entre as operações ativas e passivas da dívida externa foi coberta pela expansão da base monetária e/ou a colocação líquida de títulos; c) em 1983, esta substituição de dívida externa por dívida interna explica, no mínimo, 52,1% do endividamento adicional do Governo Federal ou, no máximo, por evitar emissão de moeda, incrementando a dívida mobiliária, em 145,7%; d) em 1984, a menor transferência de recursos para o exterior diminuiu a pressão sobre as contas do BACEN e sobre o mercado financeiro doméstico; e) em 1985, a substituição da dívida externa por dívida interna explica no mínimo 75,3% do incremento líquido na dívida interna do Governo; f) em 1986, embora tenha havido

redução de recursos reais ao exterior, a queima de reservas cambiais manteve a transferência de recursos financeiros elevados, houve uma redução no impacto sobre as contas do BACEN, devido à disciplina nas operações de "relending" e o estabelecimento de um teto de 90% para a rolagem das amortizações pelo governo, para o setor público, obrigando os órgãos a assumirem uma parte dos encargos financeiros externos. Também, com o Plano Cruzado, houve uma violenta remonetização, ampliando a base monetária, cobrindo as necessidades de financiamento do Banco Central e resgatando títulos federais da dívida mobiliária.

Concluiu-se que o controle da Base Monetária entre 1983/85 obrigou o BACEN a expandir acentuadamente a dívida interna para financiar a transferência de recursos ao exterior, associada à dívida externa do setor público. Entre 1983/86, o governo brasileiro financiou 40% da transferência de recursos ao exterior, através do endividamento interno e da expansão da base monetária, captando a poupança privada. Essa transferência de recursos do setor privado para o setor público e deste para o exterior caracteriza a substituição da dívida externa por dívida interna, demandando recursos para o refinanciamento externo, vendendo títulos do Tesouro e emitindo moeda.

#### REVISÃO BIBLIOGRAFICA Nº 4

**AUTOR:** OGASAWARA, Roberto Soghi.

**TÍTULO:** Banco Central no Contexto de Ajuste do Setor Público e Reforma do Sistema Financeiro. Brasília, BCB 1989, 172p (Monografia M.S.).

O autor percebe e assinala que o Banco Central do Brasil é responsável pela condução da política monetária direcionada a preservar o valor, a estabilidade e a confiabilidade do padrão monetário, que em 15 anos desvalorizou 10 000 000 (dez milhões) de vezes daquela vigente em 1964. O Banco Central, como financiador indireto do setor público, é também regulador do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Esse relacionamento com o setor público, ao longo dos anos, tem prejudicado a consistente condução da política monetária. A necessidade de ajustar o setor público e o SFN é um caminho necessário para alavancar o desenvolvimento econômico.

Os objetivos em discussão passam pela reorientação e reestruturação do setor público com seu enxugamento e diminuição, primando pela eficácia, além de se verificar nas fundamentações da reforma financeira de 1964/65 o que se desviou ao longo do tempo no funcionamento do sistema financeiro, além da redefinição das funções assumidas nesse processo pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Admite-se como hipótese que: a) O Estado-Empresário cresceu às custas da infraestrutura social básica e da poupança externa; b) há conflitos de interesses entre usuários clientes e instituições financeiras; c) a correção monetária não

propiciou o crédito a longo prazo, afetando o setor produtivo; d) a mudança do sistema financeiro passa pela autonomia do Banco Central.

Os dados foram extraídos do BCB, IBGE, FVG, SEPLAN, CVM, com estudos abordando a teoria macroeconômica, moedas e bancos, administração financeira e história econômica do Estado brasileiro. Dentre os principais resultados, destacam-se: a) o Estado reduziu o espaço do setor privado, desotimizando a alocação dos recursos, oferecendo queda de produtividade, açambarcamento dos recursos pela dívida pública, provando a elevação dos juros nominais e deteriorando financeiramente o setor público; b) somente com a diminuição do Estado, pode-se planejar o longo prazo, desconcentrar renda, investir em cooperativas e pequenas e médias empresas; c) os bancos múltiplos e os bancos estaduais têm atendido parcialmente a sociedade tanto a curto como a longo prazo. Nisso, constituindo um risco, a remuneração financeira dos ativos só tem correspondência consistente no bom desempenho do setor real da economia, pois o BCB não tem agido livremente, devido ao seu vínculo com o setor público na rolagem da dívida interna; d) com a inflação acelerada, é impossível que as taxas de juros sejam determinadas pelo mercado e muito menos a 12% a.a..

As principais conclusões direcionam no sentido de que uma boa forma de se conquistar a autonomia do BCB é nomeando sua diretoria com mandato fixo, com critérios transparentes pelo Presidente da República e o Congresso, com o mínimo de dois funcionários de carreira na diretoria, de que o BCB não assuma a tarefa de financiar no fomento rural, industrial e habitacional, de que o BCB promova o mercado de capitais na formação de capital para investimentos, inclusive de pessoas físicas, garantindo-lhes uma aposentadoria segura pelos dividendos; no sentido de extinguir a interferência do governo no sistema financeiro e no Banco Central, forçando o setor público a planejar sua atuação, seus gastos, assim como o desenvolvimento econômico e deixando o setor financeiro com liberdade para alocar recursos conforme a demanda, eliminando o conflito entre os usuários do Sistema e as instituições financeiras.

## REVISÃO BIBLIOGRÁFICA Nº 5

**AUTOR:** PELLEGRINI, Josué A.

**TÍTULO:** As Funções do Banco Central do Brasil e o Controle Monetário. Revista de Estudos Econômicos. V.22, 2:221-252, Maio/Agosto 1992.

Essa análise pondera que a função maior do Banco Central é o controle monetário, apresentando quatro funções básicas em seu exercício: a) Autoridade Monetária; b) Autoridade Fiscal; c) Banco dos Bancos e d) Banqueiro do Setor Público, exercidos no Brasil. A finalidade do estudo é analisar como se evitou o descontrole monetário anteriormente ao Plano Collor I, através da utilização dessas

quatro funções do BACEN, onde a função de banqueiro do setor público tem gerado obstáculos ao exercício da função de Autoridade Monetária do BACEN, principalmente após a deterioração das contas do setor público, a partir de 1979 e 1982, com os respectivos aumentos das taxas de juros e desaceleração da entrada de poupança externa.

Além do setor público em 1983 absorver uma significativa parcela de ajuste externo. Para evitar um descontrole absoluto do crescimento da Base Monetária até 1989, recorreu-se a duas reformas básicas de financiamento de difícil condução: a) o aumento da participação do governo na dívida externa; e, b) o aumento da participação do governo na poupança interna. Além disso, buscando evitar o descontrole monetário, em julho de 1989 suspendeu-se o pagamento do serviço da dívida externa em 1989 e reteve-se os haveres financeiros em março de 1990.

O objetivo desse trabalho é demonstrar a posição estratégica que ocupou o Banco Central do Brasil diante da acomodação das contas deterioradas do governo.

As hipóteses básicas são: os obstáculos criados pela função de Banqueiros do Setor Público e a relação ao pleno exercício de Autoridade Monetária, controlando a liquidez como empecilho; há a necessidade de se reformar o sistema financeiro e alterar a estrutura patrimonial do BACEN, visando a sua melhor atuação como Autoridade Monetária.

O modelo teórico busca analisar as principais funções do BACEN, iniciando-se pelo Banqueiro do Setor Público, cuja missão é prover o financiamento do déficit público do setor público que os governos militares tanto ampliaram no intuito de não necessitarem da participação do Congresso Nacional nas decisões. O BACEN passaria a realizar créditos de fomento, transferências sem limite ao Banco do Brasil inclusive diante da incapacidade do setor público de pagar os encargos da dívida externa; entre outras coisas, que depois passou a se materializar junto ao BACEN na forma de títulos federais.

Para não aumentar fortemente a Base Monetária no resgate dos títulos vencidos, precisava-se colocá-los de novo no mercado secundário e apelar também pelo endividamento externo. O próprio BACEN criara a demanda espontânea dos títulos ao público. O uso de títulos como instrumento de política monetária seria conveniente, se proporcional às reservas das instituições financeiras em 1989 por volta de US\$ 2 bilhões, mas a carteira nesse ano tinha US\$ 73,2 bilhões, contrariando os princípios monetários; a carteira de títulos federais em poder do público chegou em 1989 a US\$ 62,5 bilhões; logo, uma parcela desses títulos do setor público foge ao controle do BACEN; quanto maior a inflação, maior a quantidade nominal da Base Monetária, embora menor sua quantidade real.

Foi de fundamental importância para o financiamento da carteira de títulos federais do BACEN a dívida externa; daí a contribuição da Autoridade Cambial à Autoridade Monetária: a Autoridade Cambial visa a preservar as reservas cambiais em níveis desejados; quando suas operações são de resultado positivo, oferecem ainda uma fonte adicional de recursos para o financiamento do banqueiro do setor público.

Quando as reservas cambiais aumentam, diminui o resultado das operações cambiais, pois a Autoridade Cambial gasta mais recursos em moeda nacional comprando divisas do que quando vende divisas. É preciso observar que nas reservas internacionais pode estar contida a variação da dívida externa e o pagamento dos juros da dívida externa reduzem o resultado das operações da Autoridade Cambial, embora não represente impacto sobre a moeda nacional. Entretanto, no caso do serviço da dívida do setor público inadimplente, dada a dificuldade de se obter recursos externos, o BACEN necessita obter recursos internamente. O aumento da dívida externa via retenção dos depósitos de projetos e suspensão do pagamento dos juros da dívida externa, permitiu que não se tenha contrapartida em moeda nacional e se possa aumentar as reservas internacionais e pagar juros da dívida externa contraídas diretamente pelo BACEN.

A função do Banco dos Bancos em ajuda à Autoridade Monetária, visa a aumentar a fonte alternativa de expansão da Base Monetária para o financiamento do banqueiro do setor público, evitando crise de credibilidade no sistema financeiro. A preferência pela moeda, indexada em períodos de inflação, torna essa função mais importante; buscando atender o desejo do mercado, criando condições, o Banco dos Bancos ofereceu total garantia de refinanciamento de títulos às instituições financeiras, eliminando o risco, visando a ampliar ao máximo o potencial de captação de poupança interna.

A expansão das taxas de juros e da inflação promoveu uma fuga de moeda indexada, diante de uma expansão acumulada nominal da Base Monetária no final de 1989 e princípio de janeiro; os títulos vencidos colocavam o Sistema em cheque; emitir moeda e saldá-los ou reescalonar a dívida (difícil sem credibilidade), onde a grande massa de aplicadores já preferia ativos reais com medo de não receber o principal nos títulos do governo, daí o Plano Collor I reter compulsoriamente os ativos para evitar a bancarrota do descontrole monetário absoluto.

Os principais resultados encontrados foram: a) pelos depósitos de projetos retidos pelo BACEN e sem o devido pagamento feito ao credor externo, o BACEN passou a ser o novo responsável por este passivo; b) em 1983, o Brasil passou a reescalonar o principal da dívida externa e a não remeter boa parte dos juros da dívida externa; c) o financiamento do setor público inadimplente externamente, se processou por transferência de encargo ao BACEN, via Aviso MF 030, sem ser acompanhado de divisas a serem enviadas ao exterior. Esses avisos foram suspensos em 1990. d) os resultados operacionais (RO) da Autoridade Cambial geraram recursos na ordem de 0,9% do PIB em 1987, conforme tabela 9; e) se continuasse o pagamento dos juros da dívida externa e os RO's ocorrendo negativos, teria que se

aumentar a Base Monetária; f) para não diminuir a intermediação financeira, a taxa de juros deveria ser cada vez mais atrativa que a anterior.

Na função de Banco dos Bancos, o BACEN garantia o refinanciamento necessário dos títulos federais junto às instituições financeiras, forçando-as a colocar o máximo de títulos ao ponto de todos os ativos financeiros se tornarem indexados, cobrindo assim as duas metas: a do Banco e a do Setor Público, onde os bancos primeiro captavam para seus ativos privados e, depois, com certeza de sucesso e sem risco para os títulos do governo; porém, o risco da inadimplência do governo gerou fuga de moeda indexada para ativos reais.

Com o Plano Collor I alongou-se, compulsoriamente, o prazo de vencimento dos títulos, evitando a contrapartida do aumento da base monetária e hiperinflação descontrolada; após o Plano Collor I ser implantado, com a queda da inflação, o BACEN expandiu a base monetária pela aquisição de títulos em poder do público. (inclusive títulos estaduais e municipais em poder dos bancos estaduais em sinistro); mesmo assim, ainda persiste o risco do descontrole monetário via pagamento de juros da dívida externa, pequenas reduções no passivo não-monetário e se fosse devolvido parte ou totalidade dos ativos retidos. A solução da dívida interna e externa passa pelo aumento da carga tributária, redução dos gastos públicos, privatização forçada, entre outras coisas e o governo comprar de volta seus títulos e sanear o Banco Central por consequência; questiona a independência do Banco Central e redefinição de seu papel.

**TABELA 9 - RESULTADO DAS OPERAÇÕES DA AUTORIDADE CAMBIAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EXPRESSO EM MILHÕES DE DÓLARES NO PERÍODO DE 1986 A 1989**

ANOS	d RI <sup>(1)</sup>	d DE <sup>(2)</sup>	r*DE <sup>(3)</sup>	rRI <sup>(4)</sup>	(r*DE-rRI)	d MF <sup>(5)</sup>	RO <sup>(6)</sup>	RO/PIB % <sup>(7)</sup>
1986	-3722	4505	1856	633	1223	6584	420	0,16
1987	698	10744	1976	339	1637	5772	2637	0,90
1988	1682	815	2897	554	2343	4481	-7691	-2,35
1989	539	7098	3589	798	2791	2787	981	0,22

Notas : (1) - Variação das reservas internacionais pelo conceito de liquidez internacional

(2) - Variação da dívida externa total do BCB

(3) - Juros da dívida externa do BCB

(4) - Rendimentos das reservas internacionais

(5) - Variação do resultado das operações de Aviso MF 030, conforme publicado no balancete analítico do Banco do Brasil. Os saldos de final de período obtidos nesta fonte foram transformados em dólar para se chegar aos números contidos na tabela.

(6) -  $RO = -(d RI - d DE + r*DE - rRI) - d MF$

(7) - O PIB em cruzeiros correntes foi convertido para o PIB em dólares por meio da taxa média do câmbio.

Fonte dos dados básicos : Banco Central do Brasil. *Brasil Programa Econômico*, v.28 mar. 1991, p. 63, 76 e 87; v. 24, 1990, p. 82; v. 17, jun. 1988, p. 128; v. 15, jun, 1987, p. 98; Banco Central do Brasil. *Indicadores macroeconômicos do setor público*, set. 1989; Banco Central do Brasil. *Encargos financeiros do setor público*, maio 1991; Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 27, n. 1 jan. 1991 p. 22 e 95-100; v. 26. n. 7, jul 1990, p. 21 e 127.

Concluindo, evitou-se um descontrole monetário pior que o observado aumentando-se a dívida externa e a venda de títulos federais mas verificou-se que é preciso redefinir o papel do Banco Central na economia, visando a melhor condução e à preservação do valor da moeda.

## **1.5- OBJETIVO**

### **1.5.1. OBJETIVO GERAL**

Analisar a demanda de crédito do Tesouro Nacional, no período compreendido entre 1974 e 1993.

### **1.5.2. Objetivo Específico**

- a) Avaliar o impacto da demanda de crédito do Tesouro Nacional Brasileiro sobre a base monetária da economia; e
- b) Analisar o comportamento das taxas de juros decorrentes do endividamento do setor público federal e seu impacto econômico.

## **II - METODOLOGIA**

### **2.1- ÁREA DE ESTUDO**

Este estudo se fundamenta na Teoria Macroeconômica, em especial no capítulo dedicado à Política Monetária.

Em que pese a dívida pública, envolver as três esferas de governo da federação, União, Estados, Distrito Federal e municípios, esse estudo é dedicado apenas à dívida da União e desta apenas a dívida mobiliária. O período analisado envolverá o intervalo entre 1974 a 1993.

### **2.2- ORIGEM DOS DADOS**

Os dados trabalhados nesse estudo são de origem secundária e foram extraídos exclusivamente de Boletins do Banco Central do Brasil.

### **2.3- MODELO TEÓRICO**

SILVA NETO, (1980), sintetizando o pensamento econômico de vários economistas sobre o endividamento público do Estado, nos revela que Adam Smith não acreditava na possibilidade da criação de nenhuma riqueza adicional com a dívida pública interna; esse capital já existia no país antes de ser emprestado. O efeito do aumento da carga tributária para cobrir esses juros seria negativo sobre a renda nacional, além de se inibir ou levar as fontes que geraram essa riqueza a se desinteressarem pela produção (a terra e o capital, na época). Ricardo, entre o aumento da tributação e o endividamento público, preferia o aumento da tributação como forma de frear as despesas imprudentes do Governo, sugerindo um superávit fiscal para debelar a dívida. Stuart Mill via na retirada de fundos empregada na produção para emprestar ao Estado uma forma de se diminuir o salário dos trabalhadores. Karl Marx, sobre a dívida pública interna, diz que o capital emprestado ao Estado desaparece, tornando-se fictício.

Para Keynes, as despesas públicas deveriam reativar a atividade econômica, sobretudo no quadro de depressão econômica. Nessa linha, sugerindo investimentos públicos reprodutíveis e aumentando o fluxo de renda real. Atualmente, Friedman & Meiselman in LOPES & ROSSETTI (1992) diz que a política fiscal não tem, ou tem pouca influência sobre a demanda agregada. Logo, o nível dos investimentos privados que decrescesse, poderia ser compensado pelo crescimento das despesas do Governo, sendo o efeito danoso à emissão de moeda.

GUDIN (1968) alerta que “um dos álibis mais perigosos a que recorreram os maus administradores, para justificarem as emissões monetárias, tem sido o de que essas emissões, quando aplicadas em empreendimentos úteis (chamados reprodutivos), não são inflacionárias”. (...) contra-argumentando que se “há inflação, é porque já foi atingida a plena utilização dos fatores de produção, caso em que a tentativa de aumentar a produção”, com emissões, “só terá o efeito de fazer os preços subirem”; melhor seria aumentar a produtividade na produção.

Para KEYNES (1978) “o objetivo da poupança é liberar trabalho para produzir bens de capital tais como casas, fábricas, rodovias, máquinas e assim por diante”, e continua, (...) “atualmente, todos os governos têm grandes déficits, pois os empréstimos governamentais, de um ou de outro tipo, são um remédio natural, por assim dizer, para impedir que os prejuízos das empresas sejam tão grandes que possam parar toda produção. É muito melhor, de qualquer forma, que os empréstimos sejam para financiar obras, desde que sirvam para alguma coisa, do que para propósitos de auxílios”.

A partir desse enfoque, estudam-se as demais variáveis que fazem parte do setor real e monetário da economia, bem como a inclusão do setor externo, os instrumentos de política monetária, buscando o referencial teórico que envolve essa análise.

### **2.3.1- A DEMANDA E FLUXOS DE MOEDA**

A retenção de moeda em relação à renda segundo LOPES & ROSSETTI (1992) varia em função do cronograma de pagamentos, facilidades de crédito, maior integração do sistema econômico, existência de quase-moedas substitutas e rentáveis, da taxa de juros, taxa de inflação, entre outros, sendo que no cenário dos clássicos, sob um clima não-inflacionário, e considerando o curto prazo, a proporção “K” de moeda retida pelo público era considerada constante assim como a renda.

A demanda agregada de moeda pode ser expressa na versão clássica:

$$L=K.P.R$$

sendo L a demanda por moeda pela coletividade, K a proporção média de todos os encaixes (indivíduos e empresas) e P.R.N a renda nacional a preços constantes. Para os clássicos, a renda, produto real, seria constante no pleno emprego e se manteria constante pela lei de Say, variando a quantidade de moeda procurada no curto prazo, diretamente na proporção do nível de preços. A quantidade de moeda era controlada pelas Autoridades Monetárias e os salários eram flexíveis nas flutuações pela situação de pleno emprego.

Porém, Keynes, verificou outro motivo além de precaução e transação; o motivo especulação, atingindo frontalmente os alicerces dos clássicos. O motivo-transação, baseado no perfil de renda, sua regularidade e gastos, giro nos negócios empresariais; o motivo-precaução, para cobrir despesas extras e variando conforme as facilidades e o custo de aquisição de moedas; e o motivo-especulação, baseado na taxa de juros, nos preços dos títulos, as expectativas futuras, definindo oportunidades de especulação com moedas. A demanda por moedas para Keynes era:

$$L = L_t(Y) + L_s(i)$$

onde L indica a demanda total de moeda para atender as três finalidades de retenção de moeda,  $L_t$  a demanda para fins precaucionais e transacionais em função da renda (Y), e  $L_s$  indicando a demanda para especulação em função da taxa de juros (i).

Keynes percebeu que em economias modernas os salários não variam automaticamente e as quantidades produzidas têm que se ajustar a uma demanda efetiva, assim a oferta e a demanda de moeda não garantem o pleno emprego. A velocidade de circulação da moeda seria variável, por incluir a demanda para especulação, mas no âmbito dos motivos precaucionais e transacionais, ao ocorrerem despesas planejadas, surgiria a causalidade entre a atividade econômica e a moeda.

Em cenário de títulos altos e taxas de juros baixas, seria interessante reter moeda na espera da queda do valor dos títulos, aumentando os ganhos especulativos. Títulos baixos e taxa de juros alta, a tendência seria aplicar em títulos, esperando sua alta. Assim Keynes admitia serem os títulos de longo prazo e renda fixa os substitutos da moeda, ao contrário dos bens reais que não têm um mercado líquido para conversões rápidas. GUDIN (1968) identificou que “a propriedade fundamental da quase moeda é que ela pode, praticamente, ser convertida em moeda, forçando as autoridades monetárias a criar moeda para resgatá-la”.

A expansão ou redução da taxa de juros implica inversamente no aumento ou diminuição do preço dos títulos; podendo ser expresso da seguinte forma:  $PT = VA = R_t / i$ , onde PT é o preço do título, VA o valor atual dos rendimentos previstos do título,  $R_t$  o rendimento fixo do título no tempo unitário, e inversamente i a taxa de juros. Considerando-se a taxa média observada como normal, ao se distanciar a taxa de juros de sua normalidade, a expectativa era sua volta à normalidade, servindo de parâmetro para a especulação.

Tobin percebeu que a busca de moeda ou quase moedas se daria de forma a maximizar a satisfação, percebendo que se a taxa de juros se estabilizasse por muito tempo, neutralizaria a especulação. Diluir-se-ia o risco, aumentando-se e diversificando-se a carteira de títulos pelo desvio padrão; o retorno teria que compensar os riscos compondo várias curvas de indiferença, ocorrendo a

maximização quando restrição orçamentária tangencia uma dessas curvas de indiferença. Baumol sugeria a divisão de vários lotes de títulos a serem, conforme as necessidades, convertidos em moedas.

Friedman, pelo conceito de riqueza total, encontrou o que determina a quantidade de moeda, atualmente, a ser retida pelas famílias, conforme seu grau de riqueza não-humana (material) e sua riqueza humana, tais como: distribuição de renda, estruturas de mercado, grau de incerteza quanto ao futuro, expectativas de crises agudas, estabilidade político-institucional, psicologia social arraigada e estruturas de valores sociais e éticos predominantes. No meio empresarial, considera o giro dos negócios, considerando-se o modelo mais sensível à renda.

Assim é possível considerar a demanda por moeda muito sensível à taxa de juros e à renda, que a função de demanda de moeda é relativamente estável, e que o conceito de moeda pode englobar haveres financeiros de alta liquidez identificados como quase moedas.

Em períodos de inflação M2, M3 e M4 crescem. Entretanto, Cagan, segundo PELAEZ & SUZIGAN (1976) nos dizem que fixada a base monetária, se a divisão entre retenção pelo público e reservas bancárias é simultaneamente determinada pelos bancos e pelo público, o público pode determinar que nível de Base Monetária quer reter ou converter em depósitos bancários. Da mesma forma, os bancos podem manipular a quantidade de moeda que desejam manter como reservas, como base monetária, com suas exigibilidades.

Segundo a Escola de Chicago, in LOPES & ROSSETTI (1992) a moderna teoria quantitativa de tendência monetarista atribui às variações no nível de atividade econômica, desemprego e crises, aos distúrbios de política fiscal.

As depressões e inflação seriam resultantes da condução da política monetária, recomendando-se o aumento constante da oferta de moeda, de forma a atender ao crescimento constante da produção. Isso prova uma variação mínima nos preços para não gerar uma defasagem no tempo, pois nessa forma de ação, os reflexos são percebidos de seis a quinze meses mais tarde. Assim, uma taxa média baixa de oferta monetária produziria uma inflação moderada, ou uma deflação moderada, preferíveis a grandes perturbações. Entretanto, numa economia aberta, tem que se considerar também os efeitos do Balanço de Pagamentos.

A determinação da função do Balanço de Pagamentos, também poderia ser definida pela agregação da contas movimentos de capitais e transações correntes:

$X - M - K - RMI = 0$ , sendo K, nesse caso, o fluxo líquido de capitais em termos nominais e RMI as reservas monetárias internacionais do país. Variando as

RMI para mais há superávit no Balanço de Pagamentos-BP; variando as RMI para menos, há déficit no BP; porém, em equilíbrio, o balanço global apresentará variação zero:  $(X-M) - K = 0$ . O sinal negativo de  $K$  significa entrada líquida de recursos no país; se fosse sinal positivo, seria saída e não estaria em equilíbrio. As importações como as exportações dependem do nível de preços e da taxa de câmbio, só que as importações dependem ainda do nível de renda. Partindo do princípio de que as taxas de câmbio e nível de preços podem ser fixados, pode-se concluir que o saldo de transações correntes é função do nível de renda.

Aumentando-se a renda, aumentam-se as importações, tendendo à diminuição do saldo de transações correntes. Logo, pode-se expressar que:  $(X-M) = f(Y)$ . Pode-se ainda concluir que o saldo da conta movimento de capitais depende da taxa de juros interna. Taxa de juros alta atrai capitais do exterior para investir em ativos ou realizar empréstimos. Logo,  $K = f(i)$ .

Assim a função Balanço de Pagamentos, composta para alcançar o equilíbrio interno e externo, variando em função da renda e da taxa de juros, como na curva IS-LM, apresentará o seguinte resultado: interceptarão um ponto, unindo as três funções IS-LM-BP, alcançando o equilíbrio interno e externo. Pode-se verificar que um deslocamento anterior ao ponto de equilíbrio significará déficit no BP e posterior a esse ponto de equilíbrio simultâneo, superávit no BP. Portanto, a mesma taxa de juros que regula a demanda e a oferta monetária, equilibrando o mercado monetário LM, equilibra o mercado do produto IS e influi na entrada e saída de capitais e equilibra o Balanço de Pagamentos, setor externo, BP.

### 2.3.2- GOVERNO NA ECONOMIA DO BRASIL

Friedman & Meiselman in SILVA NETO (1980) analisam a influência da política fiscal sobre a demanda agregada como exercendo pouca ou

nenhuma influência, hipótese conhecida como "Crowding-Out": "enquanto o acréscimo nas despesas do Governo tem efeito expansionário sobre a economia; o modo de financiar essas despesas pode ter efeito compensatório, parcial ou total, reduzindo o impacto expansionário inicial em um curto período de tempo.

Conforme a restrição orçamentária do Governo, ele precisa financiar o aumento das despesas, aumentando a tributação, ou emitindo moeda, ou colocando títulos compulsórios, ou ainda uma combinação das três alternativas. Porém, o efeito mais danoso seria a emissão de moeda.

Blinder & Solow, segundo SILVA NETO (1980) descrevem três tipos de "Crowding-Out":

a) A expansão do Estado e suas empresas não afetariam a renda agregada, pois o aumento nas despesas do Governo provocaria redução, na mesma proporção, no investimento privado;

b) O déficit do Governo que não for coberto por emissão de moeda, necessitará ser adicionado ao estoque da dívida pública; esses títulos lançados competiriam com os títulos privados. O resultado é uma pressão nas taxas de juros, reduzindo a despesa privada sensível ao aumento das taxas de juros. A colocação do título público reduz o impacto da despesa do Governo, se é parcial ou total, o estudo empírico não aferiu;

c) O aumento da dívida pública aumenta a riqueza privada. Nesse caso, os adeptos do "Crowding-Out" total dizem que o resultado final sobre a economia é contracionário. Assim, quanto mais a longo prazo esses títulos, menores os efeitos sobre a renda total e sobre o Tesouro.

A viabilidade da dívida pública mobiliária interna depende de que sejam atingidos os seguintes objetivos: a) utilização de mecanismos que não possibilitem a concentração de títulos de curto prazo, conduzindo-os a prazos o mais longo possível; b) evitar a concentração de tomadores e por consequência de renda; c) minimização dos custos da dívida ao máximo.

Em períodos de "boom", recomenda-se a venda de títulos de longo prazo para estabilizar a economia; em período de recessão, títulos de curto prazo, aumentando a liquidez, conforme a abordagem anti-cíclica. Porém, pela abordagem pró-cíclica, adotada pelo Tesouro dos Estados Unidos, recomenda-se a colocação de títulos de longo prazo na recessão, tirando proveito das baixas taxas de juros desse período. Há ainda a doutrina da Neutralidade, defendida por Friedman, que busca evitar as abordagens anteriores, pois as operações de endividamento devem ser

conduzidas de forma simples para não comprometer a atividade econômica como fonte de instabilidade.

Estudando o caso brasileiro, visando ao equilíbrio das finanças públicas e à redução do déficit público em 1988, Lara Resende & Fraga Neto in MENDES propuseram um modelo, considerando a economia em seu aspecto global, buscando calcular o superávit fiscal necessário ao equilíbrio financeiro do setor público:

$$(g-t)+i.dg(t-1)+r.bp(t-1) = [dg-dg(t-1)]+(bp-bp(t-1))+(M'.m(t-1) / (1+p') ,$$

sendo: (g-t) o superávit fiscal necessário ao governo; i a taxa de juros incidente sobre a dívida externa; dg(t-1) estoque da dívida externa do setor público no final do ano anterior; r a taxa de juros real média incidente sobre a dívida interna total, incluindo a mobiliária; bp(t-1) dívida interna total consolidada do setor público federal no final do ano anterior; [dg-dg(t-1)] o crescimento da dívida externa; [bp-bp(t-1)] o crescimento da dívida interna; e, por fim,  $[M'.m(t-1) / (1+p')$  é o imposto inflacionário, onde m(t-

1) é a base monetária no final do ano anterior,  $p'$  a taxa de inflação e  $M'$  a taxa de crescimento da base monetária. Supondo, na equação, que a taxa cambial é igual à inflação; expressando valores reais em dólar.

No lado esquerdo da equação, tem-se o déficit pelo lado dos dispêndios; no lado direito da equação, temos as formas de financiamento do déficit.

Portanto, com o objetivo de analisar a demanda de crédito do setor público, deve-se levar em conta os juros da dívida externa pagos e não pagos, os juros da dívida interna federal total pagos e não pagos, refletidos na variação dos estoques dessas dívidas, acrescentando-se as novas dívidas ou tomando-se o estoque final consolidado a cada final de ano, bem como a variação do estoque da base monetária considerando-se a inflação.

Buscando-se as implicações agregadas monetárias e não-monetárias, que perfazem as formas de financiamento do déficit, refletindo uma demanda agregada por um bem: "o crédito", a demanda agregada mostra as quantidades alternativas nas quais essa "mercadoria crédito" é procurada no tempo pelo setor público. Porém, uma vez que em cenário de inflação há uma fuga de base monetária para ativos indexados, e como essa pesquisa visa a estudar os efeitos internos do endividamento público, a base monetária não seria a geradora do crescimento da dívida mobiliária federal, embora exista uma relação teórica inversa.

Dessa forma, constituindo-se uma função de procura de crédito mobiliário federal temos:

$$DMF = f(DMFd, TJEX, TOV, PIB)$$

onde DMF é a dívida mobiliária federal (demanda de crédito interno), DMFd é a dívida mobiliária federal defasada ( a maior parcela do custo dessa dívida é incorporada ao estoque), TJEX é a taxa de juros externos, TOV a variação real da taxa do overnight e o PIB-Produto Interno Bruto como proxy da renda.

## 2.4- MODELO ANALÍTICO

O modelo analítico compreenderá a análise econométrica complementada pela análise tabular das variáveis estudadas no modelo.

### 2.4.1. ANÁLISE DA REGRESSÃO

A análise da regressão visa à confecção de um modelo matemático que venha permitir o ajustamento, o mais próximo possível da realidade estudada, considerando-se os fenômenos mais representativos representados como variáveis.

#### 2.4.1.1. MODELO MATEMÁTICO

O modelo matemático utilizado é o linear que tem apresentado resultados satisfatórios em outros estudos, como em Lara Resende & Fraga Neto in MENDES (1987), e por apresentar números negativos nas séries consideradas. A forma de função linear pode ser assim apresentada:

DMF = Dívida Mobiliária Federal ( variável dependente)

B0 = Constante

DMFd = Dívida Mobiliária Federal defasada ( variável independente)

TOV = Taxa Real do Overnight ( variável independente)

TJEX = Taxa de Juros Externos ( variável independente)

PIB = Produto Interno Bruto ( variável independente )

B1, B2, B3, B4 = Coeficientes Angulares das respectivas variáveis independentes.

$$DMF = B0 + B1 DMFd + B2 TJEX + B3 TOV + B4 PIB$$

#### 2.4.1.2. MODELO ESTATÍSTICO

Esse modelo múltiplo de cinco variáveis, sendo quatro variáveis independentes, possibilita estimar os parâmetros B0, B1, B2, B3 e B4 ( coeficientes de regressão estimados) através das observações realizadas para o ajuste da função:

$$\hat{DMF} = \hat{B0} + \hat{B1} DMFd + \hat{B2} TJEX + \hat{B3} TOV + \hat{B4} PIB + e$$

Observação: O erro , e , corresponde a erros de estimação e ou a variáveis não incluídas, deficiências de especificação não consideradas no modelo.

#### 2.4.1.3. MÉTODO DE AJUSTAMENTO

O método de estimação a ser utilizado de forma a ajustar a função é o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, que possibilita que se torne mínima a soma dos quadrados da distância da reta, os pontos observados. Entre seus pressupostos básicos e pré-requisitos há que se considerar :

Pré-requisitos:

- a)O número de observações deve exceder o número de coeficientes a serem estimados;
- b)Não existe relação linear exata entre quaisquer das variáveis independentes;
- c)Os parâmetros a serem estimados devem ser lineares.

Pressupostos:

- a) Os resíduos ou erros têm média zero e distribuição normal;
- b) Não há correlação serial entre os resíduos;
- c) Nenhuma variável independente deve estar perfeitamente correlacionada com outra variável independente;
- d) A diagonal principal da Matriz de Covariância é constante e unitária, ou seja, existe a homocedasticidade.

#### 2.4.1.4. TESTES ECONOMETRÍCOS

a) Teste F

O teste F de Snedecor, utilizando a tabela de Fischer, destina-se a testar a significância estatística do modelo de regressão ajustado.

O F é calculado pela seguinte fórmula:

$$F_c = R^2 (n - k) / (1 - R^2) (k - 1), \text{ onde:}$$

$R^2$  = Coeficiente de Determinação Múltipla

$K$  = Número de Parâmetros (variáveis dependente e independente)

$n$  = número de observações.

Ele prevê a significância de  $R^2$  (coeficiente de determinação). Este é dado pelo quociente:

$$R^2 = \frac{\text{Soma dos Quadrados devido a Regressão}}{\text{Soma de Quadrados Total.}}$$

O coeficiente de determinação indica o quanto a variação conjunta das variáveis independentes explica a variável dependente. Sua variação vai de zero a um, sendo que quanto mais próximo de 1 melhor é o ajustamento.

Se  $F_c > F_t$  então  $R^2$  é estatisticamente significativo pela regressão. Se, do contrário  $F_c < F_t$ , então  $R^2$  não é estatisticamente significativo, concluindo-se pela não existência de regressão aceitável.

b) Teste t

O teste "t" de Student verifica a significância estatística de cada um dos coeficientes estimados individualmente, ou seja, possibilita a verificação da hipótese de uma variável independente não exercer influência sobre a variável dependente. Seu cálculo é:

$$t_c = \text{Coeficiente de } X_i / \text{erro-padrão do coeficiente } X_i$$

Tomando-se “n - p” onde n é o número de observações e p o número de variáveis envolvidas na regressão, obtêm-se os graus de liberdade. O tt é determinado conforme os graus de liberdade e os níveis de significância. Comparando o t calculado ( tc ) com o t tabelado ( tt ), tem-se:

Se  $t_c > t_t$  rejeita-se  $H_0$  em favor de  $H_1$  ao nível de significância adotado. Dessa forma, diz-se que o coeficiente estimado é estatisticamente significativo, isto é, a variável independente  $X_i$  será significativa na explicação da variável dependente.

Se  $t_c < t_t$  não se rejeita  $H_0$ .

### c) Teste d

O teste “ d “ de Durbin-Watson é utilizado para verificar se há ou não Autocorrelação entre os resíduos, ou seja, se o resíduo de uma observação está relacionado ao resíduo da observação anterior. Durbin-Watson definiram dois números, dL e dU, para determinarem regiões críticas dos testes ao nível de significância pelo número de operações e o número de variáveis independentes. Estas regiões são:

Região de aceitação de  $H_0$ :  $dU < d < 4-dU$ ;

Região de Incerteza:  $dL < d < dU$  e  $4-dU < d < 4-dL$

Região de Rejeição de  $H_0$ :  $d < dL$  e  $d > 4-dL$

Para que o modelo seja aceito, estatisticamente, o número encontrado para d deve estar na região de aceitação de  $H_0$ . Podem-se admitir resultados de d na área de incerteza desde que próximos à região de aceitação.

### d) Multicolinearidade

Um dos requisitos básicos para o ajustamento de uma função é que nenhuma variável independente não deve estar perfeitamente correlacionada com outra variável independente. O teste da multicolinearidade, segundo KAMENTA (1990), avalia-se a correlação parcial entre duas variáveis independentes é suficientemente elevada de forma a comprometer o modelo.

Pode-se dizer que há um alto grau de multicolinearidade quando se rejeita  $H_0$  no teste F e não se rejeita  $H_0$ , na maioria dos casos, no teste t. Isto é, as variáveis independentes influenciam conjuntamente a variável dependente, mas separadamente não exercem influência.

Verifica-se a presença da multicolinearidade através da Matriz de Correlação, analisando as correlações entre as variáveis estudadas. Pode-se considerar o modelo satisfatório se a correlação entre as variáveis for

inferior a 0,70. O fato de o teste F ser significativo, em geral, observa-se baixa multicolinearidade.

#### **2.4.1.5. CÁLCULO DAS ELASTICIDADES**

A elasticidade é uma medida do grau de sensibilidade de reação de uma variável econômica dependente quando se altera outra variável econômica independente, *ceteris paribus*. Pode ser calculada da seguinte forma, conforme GARÓFALO & CARVALHO (1992):

$$Ex_i = B_i ( X_i \text{ médio} / Y \text{ médio} )$$

#### **2.4.2. ANÁLISE TABULAR**

A Análise Tabular foi desenvolvida com a finalidade de observar dois aspectos : a) o endividamento público, sob a ótica do modelo estimado, e b) a dívida no controle monetário.

Foram utilizadas como base de análise as séries temporais utilizadas no ajustamento do modelo econométrico e o cálculo de suas respectivas taxas geométricas de crescimento, calculadas a partir de regressão linear simples semi-logarítima, complementadas pelas demais variáveis pertinentes à satisfação dos dois tópicos contidos no objetivo deste estudo.

#### **2.5. OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS**

DMF - Dívida Mobiliária Federal : está expressa em US\$ bilhões de junho de 1994;

DMFd - Dívida Mobiliária Federal defasada: está expressa em US\$ bilhões de junho de 1994;

TJEX - Taxa de Juros Externos: está expressa em (%) percentual e se dá pela razão entre os juros efetivamente pagos e registrados no Banco Central do Brasil e o estoque da dívida externa;

TOV - Taxa Real do Overnight: está expressa em (%) percentual, a taxas reais em relação à inflação; e

PIB - Produto Interno Bruto: está expresso em US\$ bilhões de junho de 1994.

## **2.6. EXPECTATIVA DOS SINAIS**

- B1 - sinal positivo, já que se admite uma relação direta entre a DMF e a DMFd;
- B2 - sinal positivo, já que se admite uma relação direta entre os pagamentos dos juros externos e o crescimento da DMF;
- B3 - sinal positivo, pois admite-se que há uma relação direta entre a remuneração do overnight e a DMF; e
- B4 - sinal positivo, pois admite-se que há uma relação direta entre a variação no PIB e a variação na DMF.

### III - DISCUSSÃO DE RESULTADOS

#### 3.1. ANÁLISE DA REGRESSÃO

Após o ajustamento do modelo analítico, obteve-se o seguinte resultado:

$$DMF = - 39,221 + 0,457 DMFd - 126,948 TJEX + 0,498 TOV + 0,238 PIB$$

##### 3.1.1. TESTES DE SIGNIFICÂNCIA:

###### a) Teste F

O teste F mostrou que o modelo é significativo estatisticamente, pois:

$F_c = 8,011675$  enquanto  $F_t = 5,19$  o que torna significativo estatisticamente em nível de 1%. Portanto, há 99,00 % de probabilidade de o conjunto das variáveis independentes estarem relacionadas significativamente à variável dependente.

O Teste F permite aceitar o valor do  $R^2$  encontrado de 0,9293, demonstrando um elevado grau de explicação do modelo na ordem de 92,93 %, onde as variações no conjunto das variáveis independentes explicam as variações na variável dependente. Demonstra também o grau de ajustamento da função.

###### b) Teste t

Para cada variável foram encontrados os seguintes valores estatísticos de t :

Variáveis	tc	tt
DMFd	3,7628	2,947
TJEX	1,8747	1,753
TOV	3,9261	2,947
PIB	3,3676	2,947

Comparando-se os t calculados com os t tabelados tem-se :

Para  $B_1$ ,  $t_c = 3,7628 > 2,947 = t_t$ .

Conclui-se que o  $B_1$ , é estatisticamente significativo ao nível de 1,0 % (0,01). Portanto, há 99,0 % de probabilidade de as variações observadas na variável DMFd explicarem as variações na variável dependente DMF.

Para  $B_2$ ,  $t_c = 1,8747 > 1,753 = t_t$  ao nível de 10 %.

Conclui-se, portanto, que  $B_2$  é estatisticamente significativo ao nível de 10 %. Logo, há 90 % de probabilidade de as variações observadas na variável TJEX explicarem variações na variável dependente DMF.

Para  $B_3$ ,  $t_c = 3,9261 > 2,947 = t_t$ .

Conclui-se que  $B_3$  é estatisticamente significativo ao nível de 1,0%. Portanto, há 99,0 % de probabilidade de as variações observadas na variável TOV explicarem as várias ações observadas na variável dependente DMF.

Para  $B_4$ ,  $t_c = 3,3676 > 2,947 = t_t$ .

Conclui-se que  $B_4$  é estatisticamente significativo ao nível de 1,0%. Portanto, há 99,0 % de probabilidade de as variações observadas no PIB explicarem as variações observadas na variável dependente DMF.

### c) Teste de Durbin-Watson

Para um número de observações igual a 20 e considerando-se que a função analisada tem 4 variáveis independentes, temos que ao nível de significância de 1 % :

$$\begin{aligned} d &= 1,531 \\ dL &= 1,68 \\ Du &= 1,57 \\ 4 - dL &= 3,32 \\ 4 - Du &= 2,43 \end{aligned}$$

REJEITE-SE Ho	REGIÃO DE INCERTEZA		∉ CORRELAÇÃO ACEITA-SE Ho	REGIÃO DE INCERTEZA		REJEITA-SE Ho
	d					
	dL	dU		4-dU	4-dL	
	0,68	1,53	1,57	2,43	3,32	

Logo:

O valor encontrado para  $d$  localiza-se na região de incerteza, donde não se pode afirmar com segurança que não haja autocorrelação entre os resíduos das variáveis. Contudo, não se pode admitir, também, elevado grau de multicolinearidade uma vez que o teste F foi significativo.

### 3.1.2-MATRIZ DE CORRELAÇÃO SIMPLES

	CONSTANT	JUDIEX/ ESDIEX	TAOV	PIBR	DIMOFEDE
CONSTANT	1.0000	-0.1805	0.1517	-0.8639	0.4801
TJEX	-0.1805	1.0000	-0.0930	-0.3015	0.4962
TOV	0.1517	-0.0930	1.0000	-0.0539	-0.1830
PIB	-0.8639	-0.3015	-0.0539	1.0000	-0.6001
DMFd	0.4801	0.4962	-0.1830	-0.6001	1.0000

Portanto, os resultados obtidos inferem a não existência de problemas causados por multicolinearidade.

### 3.1.3 ANÁLISE DOS SINAIS

Observou-se que as variáveis Dívida Mobiliária Federal defasada(DMFd), Taxa Real do Overnight(TOV) e Produto Interno Bruto(PIB) tiveram sinal positivo conforme o esperado.

Porém, a Taxa de Juros Externos(TJEX) apresentou sinal negativo, contrariando a expectativa, demonstrando uma relação inversa entre a Taxa de Juros Externos e a Dívida Mobiliária Federal. Pode-se explicar esse fenômeno pelo fato de a DMF apresentar crescimento acumulado, enquanto a Taxa de Juros Externos apresentou queda em percentual.

### 3.2 ELASTICIDADE

As elasticidades encontradas na função Dívida Mobiliária Federal foram as seguintes:

Variável	DMFd	TJEX	TOV	PIB
Elasticidade da DMF em relação a	0,42	-0,27	0,012	1,51

Para Dívida Mobiliária Federal defasada: a Dívida Mobiliária Federal demonstrou ser inelástica em relação à Dívida Mobiliária Federal defasada. Verificou-

se que a cada 1% de evolução da Dívida Mobiliária Federal defasada implica elevação de 0,42% no estoque da Dívida Mobiliária Federal.

Para Taxa de Juros Externos: a Dívida Mobiliária Federal demonstrou ser inelástica em relação à Taxa de Juros Externos. Pelo sinal negativo da Taxa de Juros Externos, verifica-se uma relação inversa à DMF; aumentando-se em 1% as Taxa de Juros Externos, diminui-se -0,27% na Dívida Mobiliária Federal.

Para Taxa Real do Overnight: a Dívida Mobiliária Federal demonstrou ser inelástica em relação à Taxa Real do Overnight. Aumentando-se 1% na TOV, aumenta-se 0,012% na Dívida Mobiliária Federal .

Para Produto Interno Bruto: apresentou a Dívida Mobiliária Federal ser elástica em relação ao Produto Interno Bruto . A cada variação positiva de 1% no PIB, provoca uma variação de 1,51% na Dívida Mobiliária Federal.

### **3.3- ANÁLISE TABULAR**

#### **3.3.1. ENDIVIDAMENTO PÚBLICO**

Analisando-se as variáveis do modelo ajustado, pode-se verificar os balizadores fundamentais que norteiam a demanda por crédito mobiliário do Tesouro Nacional e a análise tabular para complementar o estudo.

A dívida mobiliária federal - DMF, cresceu mais lentamente até 1980, quando a seu giro se adicionava apenas seu custo. A partir de 1983, começa a apresentar, com a transferência de compromissos da dívida externa para a dívida mobiliária interna uma aceleração em seu crescimento até chegar a US\$ 144 bilhões em títulos, o que forçou a necessidade do bloqueio de ativos ocorrido no plano Collor I, na tentativa de não permitir o descontrole absoluto do sistema monetário, conforme tabela 10 , quadro I e gráfico N.1.

A crise de credibilidade do crédito público interno fez com que se sucedessem vários títulos federais e formas de remuneração e fomento de tomadores e a instituição de correção monetária e correção cambial para oferecer mais segurança aos adquirentes dos títulos.

A inclusão da dívida mobiliária defasada no estudo se dá para se verificar o impacto da dívida anterior ao estoque final, devido à inclusão dos custos dessa dívida no seu giro. Para tanto, pelo estudo da elasticidade, verificou-se que a

cada 1% de aumento na dívida defasada ocorre 0,42% de influência na formação do estoque final da dívida no período analisado.

A taxa geométrica de crescimento da DMF no período de 1974 a 1993 foi de 11,93% ao ano.

**TABELA 10 - DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1974 A 1993**

ANO	DMF US\$ Bilhões	IPA / USA	IPA/USA 06/94=100	DMF Deflacionad	Base Móvel	Base Fixa
1974	6,425	45,99	2,25	14,46	1,20	1,00
1975	10,755	50,27	2,06	22,15	1,53	1,53
1976	12,461	52,58	1,97	22,55	1,02	1,56
1977	14,956	55,82	1,86	27,82	1,23	1,92
1978	17,089	60,14	1,72	29,39	1,06	2,03
1979	12,250	67,70	1,53	18,74	0,64	1,30
1980	12,942	77,26	1,34	17,34	0,93	1,20
1981	24,162	84,30	1,23	29,72	1,71	2,06
1982	31,515	86,00	1,20	37,82	1,27	2,62
1983	25,851	87,09	1,19	30,76	0,81	2,13
1984	28,353	89,18	1,16	32,89	1,07	2,27
1985	38,392	88,75	1,17	44,92	1,37	3,11
1986	60,578	86,18	1,20	72,69	1,62	5,03
1987	92,152	88,45	1,17	107,82	1,48	7,46
1988	97,817	92,00	1,13	110,53	1,03	7,64
1989	135,035	96,56	1,07	144,49	1,31	9,99
1990	105,307	99,98	1,04	109,52	0,76	7,57
1991	84,525	100,23	1,03	87,06	0,79	6,02
1992	98,003	100,78	1,03	100,94	1,16	6,98
1993	96,759	102,29	1,01	95,80	0,95	6,63

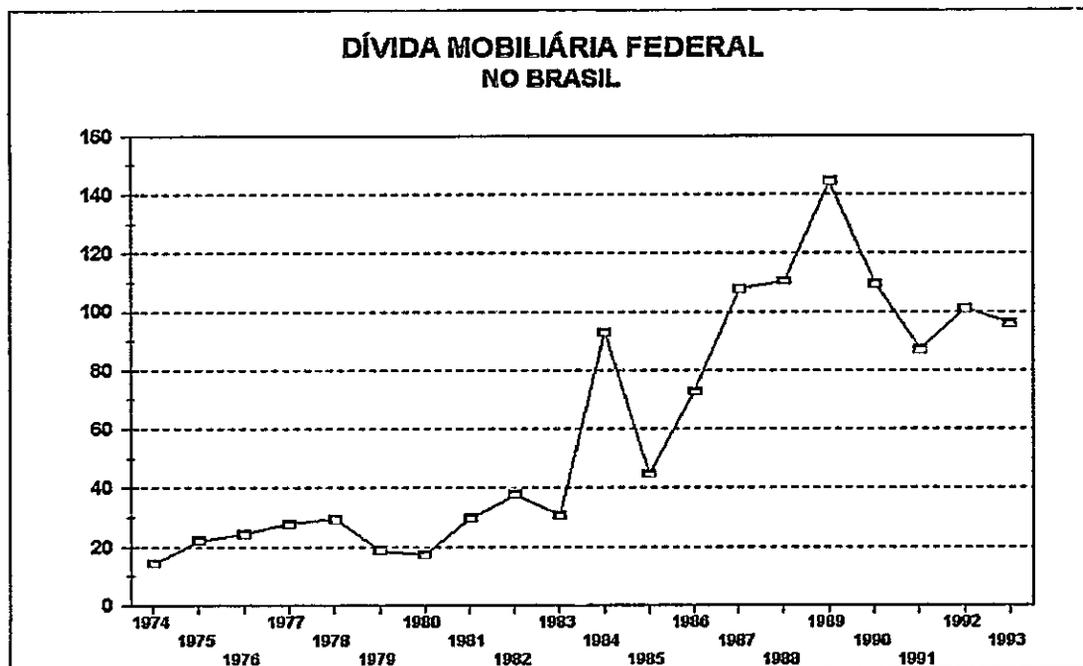
**FONTE : Boletim do Banco Central do Brasil**  
**IPA/USA 06/94 = 103,6**  
**US\$ Bilhões**

**QUADRO I - SÉRIES COMPONENTES DA FUNÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL NO BRASIL NO PERÍODO DE 1974 A 1993**

ANO	DMF	DMFd	TJEX	TOV(%)	PIB
1974	14,46	12,04	8,0	-11,9	246,9
1975	22,15	14,46	13,0	-5,7	259,78
1976	24,45	22,15	12,0	-2,9	286,27
1977	27,82	24,55	11,0	3,3	300,62
1978	29,39	27,82	10,0	4,7	315,34
1979	18,74	29,39	12,0	-18,2	337,05
1980	17,34	18,74	17,0	-29,6	367,96
1981	29,72	17,34	22,0	-1,5	351,4
1982	37,82	29,72	24,0	11,8	353,61
1983	30,76	37,82	16,0	-2,5	341,09
1984	92,89	30,76	14,0	-1,5	359,12
1985	44,92	32,89	12,0	4,1	387,82
1986	72,69	44,92	11,0	-5,5	417,26
1987	107,82	72,69	9,0	6,5	431,97
1988	110,53	107,82	11,0	1,7	431,61
1989	144,49	110,53	11,0	81,8	445,96
1990	109,52	144,49	10,0	-10,5	426,08
1991	87,06	109,52	9,0	1,1	431,24
1992	100,94	87,06	8,0	-7,6	427,19
1993	95,8	100,94	9,0	10,5	448,53

FONTE : Boletim do Banco Central do Brasil  
US\$ Bilhões

*Gráfico 01*



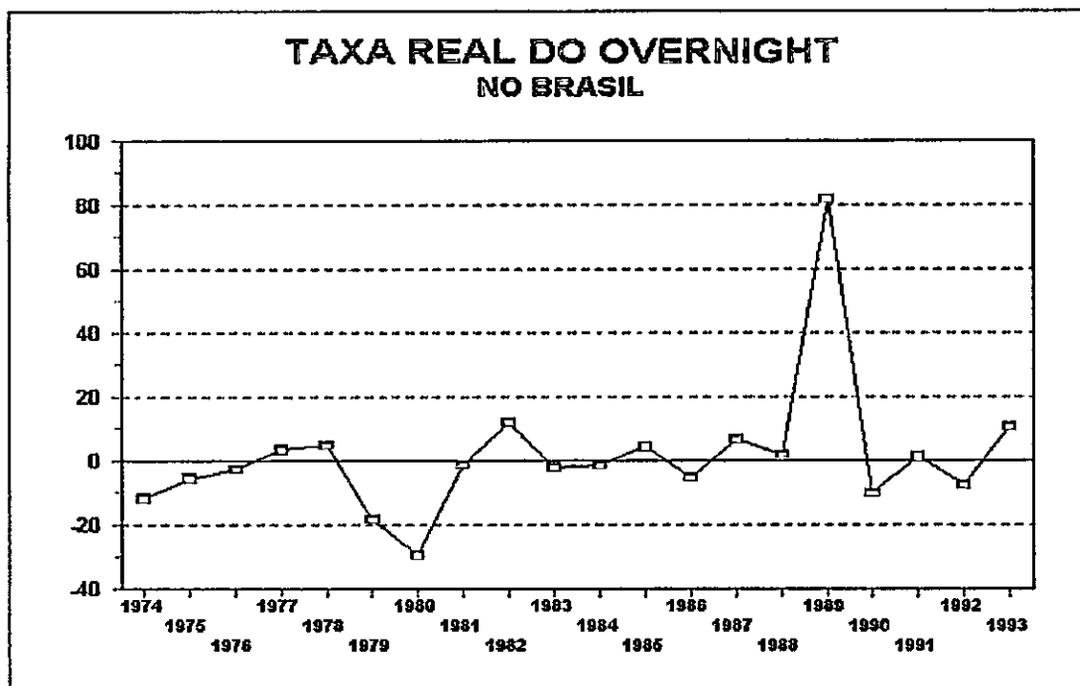
Fonte: BCB

As taxas do overnight entre 1974 e 1979 obtiveram como explicação para suas remunerações perdendo para a inflação, segundo BRANDÃO (1989), o conceito de acidentalidade na apuração da correção monetária; a partir de 1980, complicou-se com a rotatividade dos administradores da dívida e a manipulação de índices. Houve prejuízo da credibilidade ao cortar-se a correção monetária nos planos Cruzado e Verão. Posteriormente, restabelecendo-se a correção monetária, visando a aumentar a credibilidade, cometeu-se o maior dos equívocos: o lançamento de um título remunerado pelas taxas do overnight, as LFT's, provocando a explosão inflacionária até o plano Collor I.

Porém, ocorreu um dinamizador para a aceleração do crescimento das taxas de juros: a competição dos títulos federais com os títulos privados no mercado financeiro, sendo que as taxas do Overnight é que respaldam a definição das taxas de juros. As taxas do Overnight alcançaram sua máxima remuneração em 1989, no auge da crise financeira e de credibilidade quanto ao crédito público, conforme gráfico N.2.

A taxa geométrica de crescimento das taxas do Overnight observada no período de 1974 a 1993 foi de 1,77 % ao ano.

*Gráfico N. 2*



Fonte: BCB

As taxas do overnight apresentaram dificuldades de acompanhar a inflação e recorreu-se à manipulação de índices até 1979, em 1982 ofereceram resultado positivo de 11,8% real ao ano, em 1989 chegou a remunerar real 81,8% ao ano.

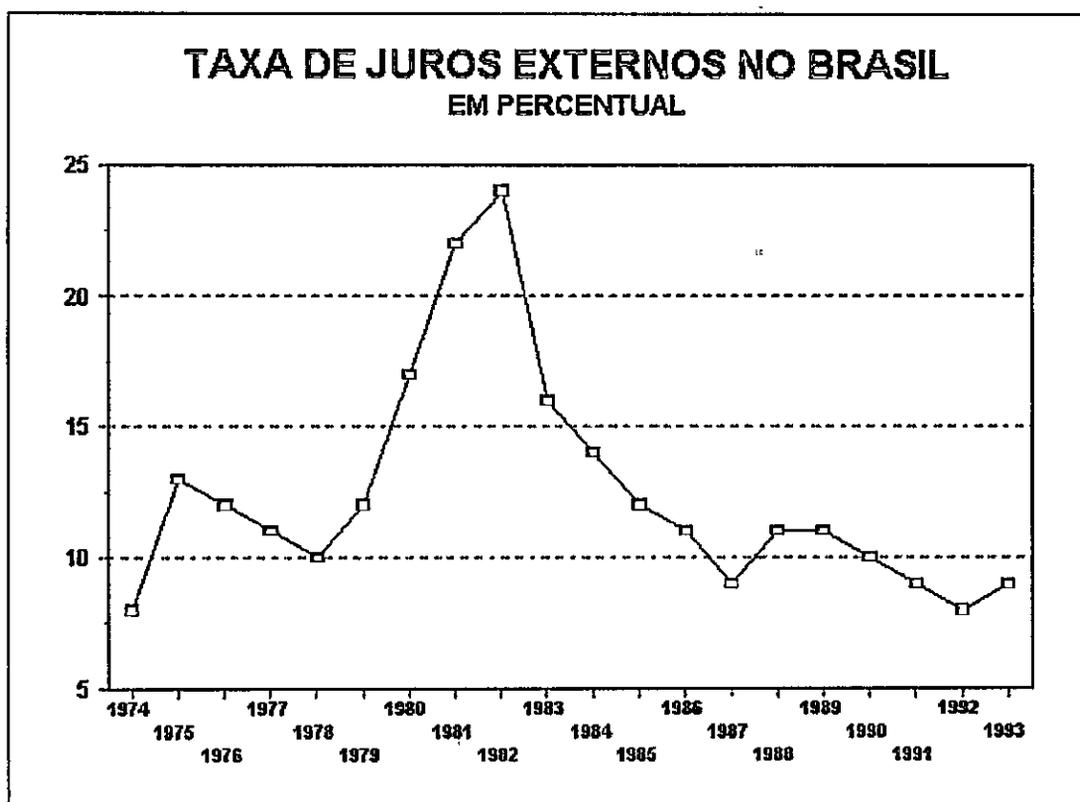
A taxa efetiva de juros externos foi mais representativa até 1982 quando havia um grande fluxo de capitais externos no país e não ocorria grande pressão sobre o saldo do balanço de pagamentos, permitindo uma certa folga nos pagamentos dos juros da dívida externa. A partir desse ano, com a ruptura desse fluxo, a taxa de juros pagos diminuiu consideravelmente e até chegou a ser interrompida. Houve no período intensas negociações para equacionar formas de se honrar os compromissos assumidos, conforme tabela 11 e gráfico N. 3.

**TABELA 11 - TAXA DE JUROS EXTERNOS, NO BRASIL, EM PERCENTUAL, NO PERÍODO DE 1974 E 1993**

ANO	DÍVIDA EXTERNA JUN/94 = 100	JUROS PAGOS JUN/94 = 100	JUROS PAGOS / DÍVIDA EXTERNA (%)
1974	19,20	1,47	8,0
1975	23,60	3,09	13,0
1976	29,30	3,56	12,0
1977	35,90	3,91	11,0
1978	47,40	4,64	10,0
1979	52,10	6,40	12,0
1980	49,90	8,46	17,0
1981	51,40	11,27	22,0
1982	56,90	13,62	24,0
1983	71,80	11,37	16,0
1984	83,20	11,83	14,0
1985	92,10	11,30	12,0
1986	104,50	11,19	11,0
1987	108,90	10,29	9,0
1988	102,90	11,11	11,0
1989	95,70	10,31	11,0
1990	98,50	10,14	10,0
1991	97,40	8,88	9,0
1992	96,20	7,54	8,0
1993	91,50	8,54	9,0

**FONTE : Boletim do Banco Central do Brasil**  
**JUN/94 = 100**  
**US\$ Bilhões**

Gráfico N. 3



Fonte: BCB

O PIB cresceu real 82% no período e apresentou um crescimento relativamente tranqüilo até 1980, caindo de 1981 até 1983 e voltando a crescer a partir de 1984, com o desenvolvimento das exportações, compensando a limitação da conta capitais do balanço de pagamentos, conforme tabela 12 e gráfico N. 4.

A taxa geométrica de crescimento no período de 1974 a 1993 foi de 2,96% ao ano.

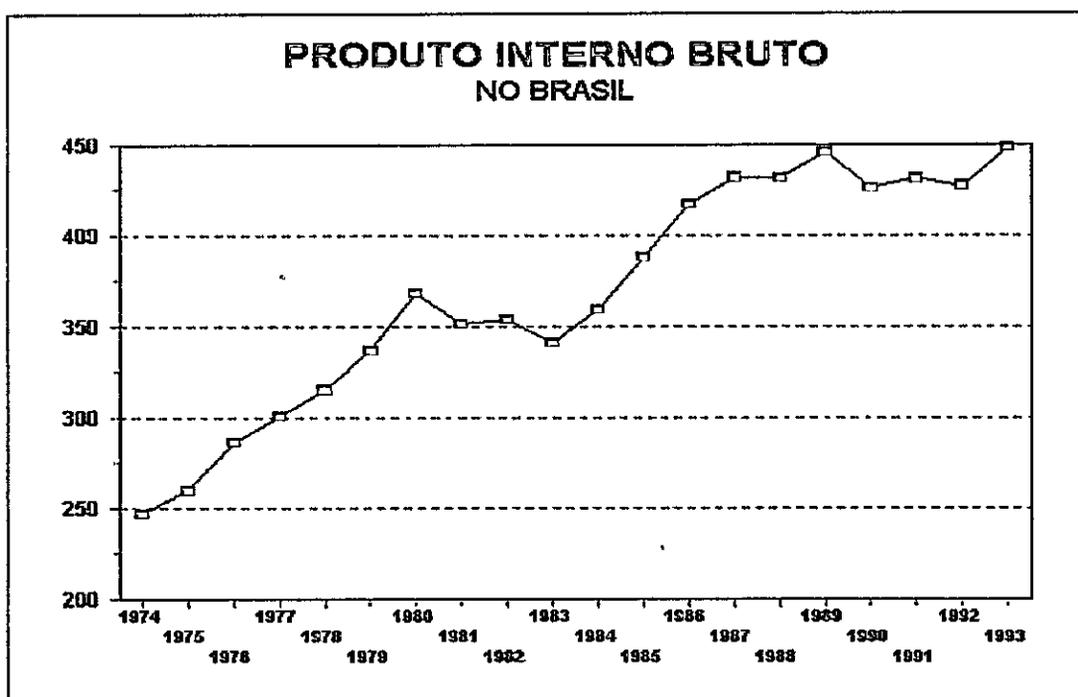
A incorporação da poupança privada à demanda de crédito do Tesouro Nacional provocou influência negativa na taxa de desempenho do PIB, principalmente pela inibição ao crédito direto ao consumidor.

**TABELA 12 - EVOLUÇÃO DO PIB REAL NO BRASIL E SUAS BASES MÓVEL E FIXA, NO PERÍODO DE 1974 E 1993**

ANO	PR. CORR.	IPA / USA	DEFLAÇÃO	PIB REAL	Base Móvel	Base Fixa
1974	109,73	45,99	2,25	246,90	—	1,00
1975	126,11	50,27	2,06	259,78	1,05	1,05
1976	145,31	52,58	1,97	286,27	1,10	1,16
1977	161,62	55,82	1,86	300,62	1,05	1,22
1978	183,34	60,14	1,72	315,34	1,05	1,28
1979	220,29	67,70	1,53	337,05	1,07	1,37
1980	274,60	77,26	1,34	367,96	1,09	1,49
1981	285,69	84,30	1,23	351,40	0,95	1,42
1982	294,68	86,00	1,20	353,61	1,01	1,43
1983	286,63	87,09	1,19	341,09	0,96	1,38
1984	309,59	89,18	1,16	359,12	1,05	1,45
1985	331,47	88,75	1,17	387,82	1,08	1,57
1986	347,72	86,18	1,20	417,26	1,08	1,69
1987	369,21	88,45	1,17	431,97	1,04	1,75
1988	381,96	92,00	1,13	431,61	1,00	1,75
1989	416,79	96,56	1,07	445,96	1,03	1,81
1990	409,69	99,98	1,04	426,08	0,96	1,73
1991	418,68	100,23	1,03	431,24	1,01	1,75
1992	414,75	100,78	1,03	427,19	0,99	1,73
1993	444,09	102,29	1,01	448,53	1,05	1,82

FONTE : Boletim Banco Central do Brasil  
 IPA/USA 06/94 = 103,6  
 US\$ Bilhões

**Gráfico N. 4**



Fonte:BCB

Para aumentar a percepção de como fluiu o modelo estimado no contexto da dívida pública e o comportamento da inflação, pode-se verificar:

a) O comportamento do pagamento dos juros da dívida interna total apresentou um crescimento suave até 1984, dobrando em 1985 em relação a 1984, atingindo o máximo no Plano Cruzado e no Plano Collor e caindo a partir daí. Conforme tabela 13 e gráfico N. 5.

**TABELA 13 - TAXA BRUTA DE INFLAÇÃO, JUROS DA DÍVIDA INTERNA, BASE MONETÁRIA E INFLAÇÃO ACUMULADA, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1974 E 1993**

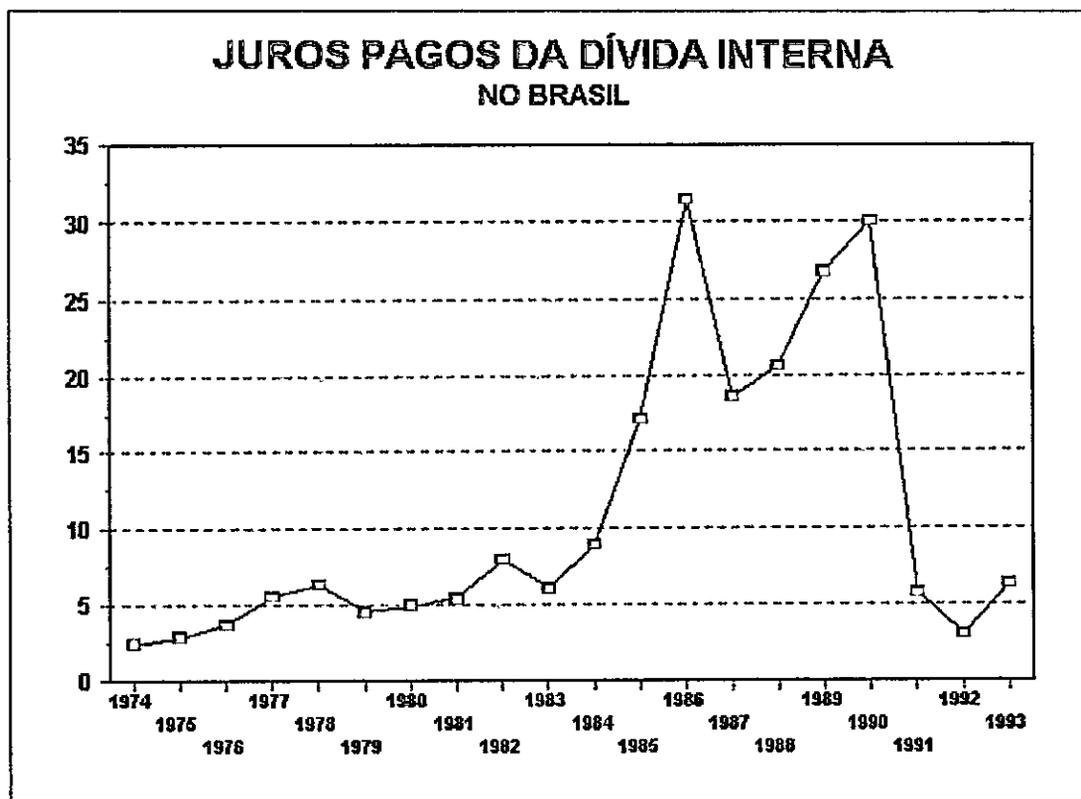
ANO	INFLAÇÃO	JUROS D. I. (Pagos)	B. M.	INFLAÇÃO ACUMULADA
1974	34,56	2,39	9,64	34,56
1975	29,33	2,83	9,09	63,89
1976	46,27	3,62	10,19	110,16
1977	38,79	5,51	12,74	148,95
1978	40,85	6,23	14,05	189,80
1979	77,19	4,49	13,64	266,99
1980	110,21	4,89	10,70	377,20
1981	95,18	5,33	9,09	472,38
1982	99,73	7,92	8,70	572,11
1983	211,01	5,99	5,18	783,12
1984	223,81	8,83	4,04	1006,93
1985	224,42	17,14	4,13	1231,35
1986	62,37	31,46	10,50	1293,72
1987	365,96	18,59	7,72	1659,68
1988	933,62	20,55	5,43	2593,30
1989	1764,87	26,74	6,54	4358,17
1990	1198,54	30,06	11,38	5556,71
1991	470,29	5,68	7,29	6027,00
1992	1174,47	2,98	5,01	7201,47
1993	11920,00	6,29	3,62	19121,47

FONTE : Boletim do Banco Central

b) Enquanto o PIB cresceu 81% em relação a 1974 até 1989, a dívida mobiliária cresceu 9 vezes, 900%; a inflação acumulada no período chegou em 1993 a passar de 19.000% em relação a 1974.

Embora a base monetária não tenha feito parte da composição da função da dívida mobiliária federal, há uma importante relação inversa entre essas duas formas de financiar o déficit público e, sobretudo, houve grande busca de se emitir títulos para neutralizar seu impacto, embora, diante do descontrole do setor público, sua participação nas decisões de controle da liquidez tenha diminuído por iniciativa dos agentes privados.

Gráfico N. 5



Fonte: BCB

Até 1980, houve grande expansão dos meios de pagamentos graças aos empréstimos do Banco do Brasil em larga escala, entrada de capitais externos, fazendo com que a base monetária apresentasse um comportamento de aceleração e alimentação da inflação. Entretanto, com a inflação tomando força e havendo a maturação do mercado de capitais, via Open Market, o público passou a não querer reter moeda em busca de ativos indexados.

Em inflação alta, observaM-se volumosas quantidades de moeda em circulação em valores nominais, mas com valores reais decrescentes, quanto mais a inflação aumenta, conforme tabela 14 e gráfico N. 6.

A partir de 1981, passou a ocorrer a fuga de retenção de base monetária que só se recuperaria em monetização no advento do Plano Cruzado e Collor, 1986 e 1990.

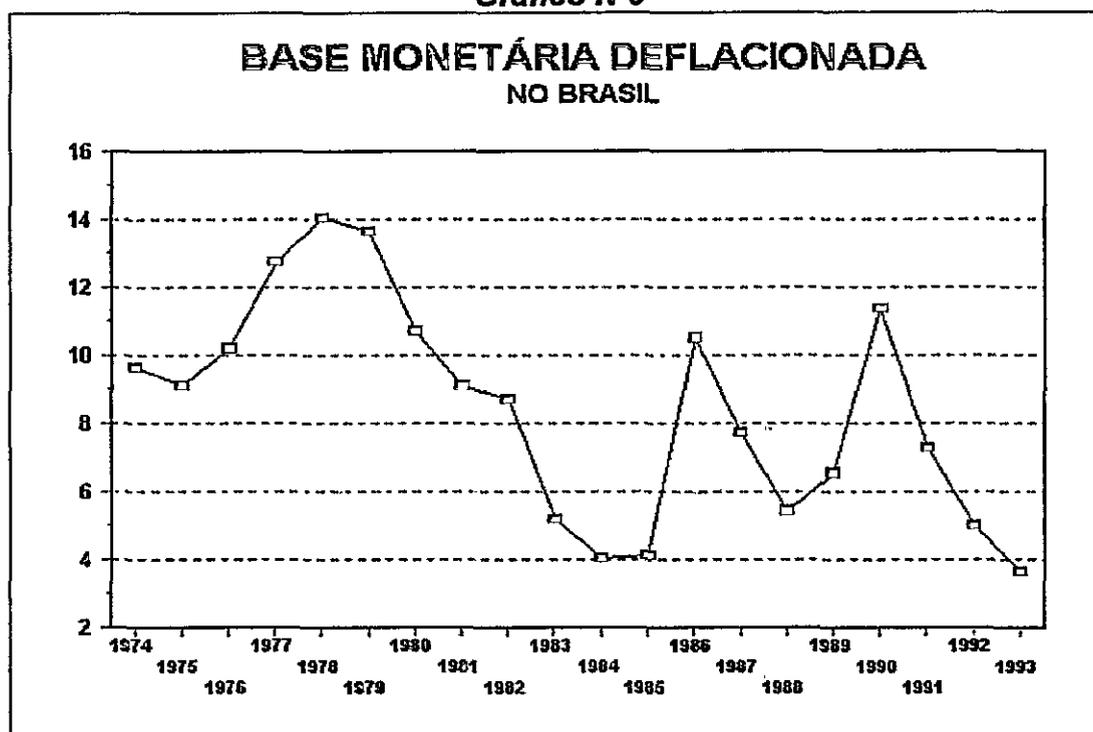
A taxa geométrica de crescimento da base monetária decresce a -4,11% ao ano no período de 1974 a 1993.

**TABELA 14 - BASE MONETÁRIA NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1974 E 1993**

ANO	US\$ Milhões	IPA/USA	IPA/USA 06/94 = 100	B. M. DEFLACIONADA
1974	4,284	45,99	2,25	9,64
1975	4,411	50,27	2,06	9,09
1976	5,172	52,58	1,97	10,19
1977	6,848	55,82	1,86	12,74
1978	8,171	60,14	1,72	14,05
1979	8,911	67,70	1,53	13,64
1980	7,988	77,26	1,34	10,70
1981	7,393	84,30	1,23	9,09
1982	7,246	86,00	1,20	8,70
1983	4,352	87,09	1,19	5,18
1984	3,482	89,18	1,16	4,04
1985	3,534	88,75	1,17	4,13
1986	8,748	86,18	1,20	10,50
1987	6,597	88,45	1,17	7,72
1988	4,808	92,00	1,13	5,43
1989	6,110	96,56	1,07	6,54
1990	10,940	99,98	1,04	11,38
1991	7,077	100,23	1,03	7,29
1992	4,863	100,78	1,03	5,01
1993	3,586	102,29	1,01	3,62

**FONTE : Boletim do Banco Central do Brasil**  
 Junho / 94 IPA/ USA = 103,6 ≈ 100  
 Taxas Médias Anuais

**Gráfico N 6**



Fonte: BCB

### 3.3.2. DÍVIDA E CONTROLE MONETÁRIO

O Banco Central do Brasil, tutelado pelo setor público federal, vem assumindo compromissos que não tem permitido dar condução eficaz de política monetária e prestação de serviços bancários de crédito a longo prazo em apoio à produção, de modo a satisfazer as demandas do setor privado (pessoas físicas e jurídicas).

Desde as gestões econômicas da década de 70, a rigidez orçamentária e a necessária participação do Congresso Nacional na gestão dos recursos públicos, quanto à sua alteração ou emissão de títulos federais, foram contornadas pelo acesso direto do governo à fonte inesgotável de recursos internos e externos, administrada pelo Banco Central do Brasil e a possibilidade de se colocar títulos federais no mercado.

Além do uso do mecanismo do endividamento interno, o dinheiro barato e fácil que foi adquirido no exterior, nos anos 70, tornou-se a maior fonte de desestabilização do setor público, que foi obrigado a interromper uma série de projetos e modernização para assumir políticas contracionistas, visando a cumprir seus compromissos.

Analisando-se pela ótica fiscal, MENDES (1987) diz que “o alto peso dos juros, hoje, corresponde a grandes déficits passados” (...) “excessivos gastos com programas de fomento, subsídios, entre outras coisas, concedidos durante toda a década de 70” (...) “a arma principal de controle do déficit” continua, “seria uma política fiscal contracionista”, ao ponto de “o governo estar se endividando apenas para pagar juros”.

Pela Lei nº 12 de 08/12/71, ficavam as Autoridades Monetárias autorizadas a: 1) Emitir títulos para “rolar” os encargos da dívida pública, sem que o montante para tal pagamento seja incluído no orçamento da União; 2) Emitir títulos para fins de política monetária; ou seja, segundo MENDES (1987), “independente da necessidade de cobertura de gastos excessivos” (...) “retirou-se o poder de controle do Legislativo na área financeira”. Com isso, desde a década de 70, foi considerado “na aplicação desses recursos sobra de caixa”.

Porém, sobre o ponto de vista financeiro, pode se apontar três fontes de geração de déficit: a) o aumento das taxas de juros internacionais; b) a deterioração das relações de trocas, e; c) o endividamento com fins de acúmulo de reservas. Para MENDES (1987) ficou “constatada a inexistência de uma relação direta entre endividamento externo e gastos públicos”, mais uma componente externa que seria o crescimento financeiro da dívida externa transferida para a dívida interna.

Percebeu, GIAMBIAGI (1987), no custo da dívida mobiliária Federal um dos principais determinantes, se não o maior - do déficit operacional do setor público, em conjunto com encargos externos, assumidos pelos diversos órgãos governamentais nos últimos dez anos.

Portanto, emitiram-se títulos independentemente da situação conjuntural do país.

O Banco Central do Brasil, na função de Agente Financeiro da União viu-se na necessidade de viabilizar o crédito do setor público sem poder gerir livremente o controle monetário. A arrecadação tributária do tesouro era insuficiente para cobrir seus compromissos.

Mesmo assim, diante da necessidade de se emitir moeda para cobrir despesas emergentes, emitiam-se também títulos via Open Market para neutralizar os efeitos da emissão, além de que aumentava-se a taxa do compulsório.

PEREIRA JUNIOR (1993), identifica que houve um sucesso na Conta Balança Comercial que precisaria ser esterilizado, foi preciso elevar as taxas de juros reais para atrair capitais externos e viabilizar a conta Capitais de Balanço de Pagamentos e promover desvalorizações cambiais para dar suporte e aumentar as reservas cambiais. Conforme Tabela 15 e Anexo I.

Observou-se intensa fuga de capitais na década de 80 e a normalização do fluxo de poupança externa só seria verificado a partir de 1992. Conforme PEREIRA JUNIOR (1993) "ao adquirir os dólares para compor as reservas, o BCB paga em moeda local e expande a Base Monetária". Assim, para neutralizar esse efeito sobre a economia, tem que se emitir títulos que se forem de curtíssimo prazo, como foi observado e em cenário de inflação, segundo GUDIN (1968), são "quase moedas", configurando a contradição à teoria, onde a demanda de crédito do setor público, por seus vários aspectos estruturais acumulados, passa a contribuir para a alimentação da inflação, pela forma indexada de atuar, impedindo sua queda e podendo, no máximo adquirir uma postura inercial.

**TABELA 15 - RESERVAS INTERNACIONAIS EXPRESSAS E MILHÕES DE DÓLARES, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1983 A JULHO DE 1993**

DATA	LIQUIDEZ INTERNACIONAL
1983	4563
1984	11995
1985	10482
1986	6760
1987	7458
1988	9140
1989	9679
1990	9973
1991	
JAN	9840
FEV	9805
MAR	9663
ABR	8808
MAI	9665
JUN	10401
JUL	10113
AGO	9261
SET	7956
OUT	7987
NOV	8406
DEZ	9406
1992	
JAN	11866
FEV	14378
MAR	17062
ABR	18518
MAI	20512
JUN	21703
JUL	22705
AGO	23109
SET	21964
OUT	24124
NOV	21481
DEZ	23754
1993	
JAN	23313
FEV	22890
MAR	22309
ABR	22737
MAI	23961
JUN	24476
JUL	25937

Fonte : Bacen

Assim, a demanda de crédito do setor público tem contribuído para a expansão da inflação, principalmente a partir de 1982, quando houve uma ruptura de entrada de poupança externa e foi necessário substituir a dívida externa por dívida mobiliária interna e liberar as taxas de juros internas. Antes de 1982, as taxas da inflação cresciam em ritmo menos acelerado, uma vez que, além do grande fluxo de entrada de capitais, a dívida mobiliária só “rolava” o custo proporcional a seu tamanho ainda razoavelmente pequeno e não tinha o incremento da transferência gradual da dívida externa para seu estoque.

Com o risco elevado dos títulos federais ante o descontrole do setor público e a fragilidade do “Argumento da Reaplicação Garantida dos Títulos”, e pelo fato dos títulos públicos competirem com os títulos privados no mercado financeiro, cada colocação de títulos novos no mercado só podia se tornar atraente com uma remuneração superior aos títulos privados; daí o aumento do custo de captação do dinheiro e por consequência das taxas nominais de juros, conforme tabela 16.

**TABELA 16- TAXAS BRUTAS ANUAIS DE OVER / SELIC E CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS BANCÁRIOS NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1987 A 1993**

ANOS	OVER / SELIC	GDB (%)
1987	353,0	,371,8
1988	1057,7	807,3
1989	2407,3	2334,9
1990	1153,2	1281,3
1991	536,9	634,8
1992	519,0	505,0
1993	844,35	835,0

Fonte : Boletim do Banco Central do Brasil

Com a elevação das taxas nominais de juros e taxas de juros reais para atrair investimentos externos, muitos projetos econômicos internos na economia foram prejudicados. Não bastasse isso, a grande necessidade de crédito do setor público provocou ainda a desconexão entre a captação financeira e a aplicação pelas linhas de crédito em investimentos produtivos, desviando recursos da produção, conforme OGASAWARA (1989) e a desintermediação financeira ao setor produtivo variou de 13,3% em 1975, 14,6% em 1980 positivos, até chegar a -16,2% em 1985 e -34,8% em 1988 negativamente, isto é, superando o montante de recursos econômicos disponíveis no mercado, conforme tabela 17.

**TABELA 17 - DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL, E PERCENTUAL, ENTRE 1970 A 1988**

DISCRIMINAÇÃO	1970 (%)	1975 (%)	1980 (%)	1985 (%)	1988 (%)
EMPRÉSTIMOS	34,4	55,5	47,5	40,7	49,7
HAVERES FINANCEIROS	31,5	42,2	32,9	56,9	84,5
DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	2,9	13,3	14,6	-16,2	-34,8

Fonte : OGASAWARA, Roberto - BCB

Dessa forma, pode-se concluir que a demanda de crédito do setor público pela exacerbação da dívida mobiliária, sem correspondência fiscal, provocou a elevação das taxas de juros nominais internos no Brasil e vem prejudicando o crescimento econômico motivado pela ciranda financeira. Em 1983 o PIB industrial decresceu -6,1%, recuperou-se até o Plano Cruzado e, a partir de 1988, começou a cair, apresentando taxas negativas, em 1990 foi -9,3%, conforme tabela 18.

**TABELA 18 - TAXA ANUAL DE CRESCIMENTO DO PIB INDUSTRIAL EXPRESSO EM PERCENTUAL, NO BRASIL, NO PERÍODO DE 1983 A 1992**

ANOS	(%)
1983	-6,1
1984	6,1
1985	8,3
1986	11,3
1987	1,0
1988	-3,4
1989	3,1
1990	-9,3
1991	-0,4
1992	-4,2

Fonte : FIPE - Publicação do Jornal O ESTADO DE SÃO PAULO: "Perfil da Economia Brasileira", Agosto/1993.

CAVALCANTI (1987), estima que de 1983/86, o refinanciamento da dívida externa tenha superado 37,7% a oferta de recursos disponíveis. Esta transferência de recursos do setor privado para o setor público e deste para o exterior, substituindo-se a dívida externa por interna, exerceu enorme pressão nas taxas nominais de juros, aumentando a remuneração do capital. Esse fato pode ser observado, juntamente a outros fatores que favoreceram a acumulação de capital como a inflação, pela distribuição funcional da renda urbana no Brasil que representava em remuneração ao trabalho 56,6% e rendas de capital 43,4% em 1949, até chegar a 38% de renda do trabalho e 62% de renda de capital em 1988, conforme tabela 19.

**TABELA 19 - DISTRIBUIÇÃO FUNCIONAL DA RENDA URBANA DO BRASIL, EXPRESSA EM PERCENTUAL, NO PERÍODO ENTRE 1949 E 1988**

	49	59	70	80	84	88
RENDIMENTO DO TRABALHO	56.5	55.5	52.0	50.0	46.7	38.0
OUTROS RENDIMENTOS	43.4	44.5	48.0	50.0	53.3	62.0
TOTAL	100	100	100	100	100	100

Fonte: Mtb - SES Boletim Mensal, Indicadores Sociais  
Tabela publicada no Jornal do Economista CORECON-SP

A correção monetária, a inflação, as políticas restritivas internas, as altas taxas de juros, desemprego, liberação da taxa de lucro das empresas, políticas salariais de achatamento, e o instrumento Open Market ajudaram a aumentar as rendas de capital. O setor financeiro não correspondeu ao setor real da economia, o que gerou o desinvestimento na produção, na contração do crédito ao consumidor.

O Governo, na tentativa de manter o crédito público interno e externo, se viu forçado a não se pautar pela conjuntura da economia, colocando seus títulos e estatizando a dívida externa, mesmo em prejuízo do mercado interno.

Portanto, considerando-se que a inflação penaliza as classes sem poupança, menos remuneradas, e que :

- a) o Open Market premia os detentores de poupança;
- b) houve desaceleração e retirada de fundos da produção pela desintermediação;
- c) e ocorreram vários anos de incentivo à acumulação do capital nos anos 70.

Observa-se que o open market se tornou mais um estimulador da inflação, juntamente com a correção monetária, e, por conseqüência, mais um instrumento que incrementou remuneração ao capital ocioso e ampliou os rendimentos especulativos dos detentores de rendas altas. Os 10% mais ricos em 1960 respondiam por 39,7% da renda, por 47,8% em 1970 por 51% em 1980 e por 49,7% em 1990, conforme levantamentos de Langoni, Bonelli & Malan in BONELLI & RAMOS (1992), e a renda de 1% dos mais ricos do país sendo 2,012 vezes maior que 40% dos mais pobres do país, conforme tabela 20 .

**TABELA 20 - ESTIMATIVA DA DISTRIBUIÇÃO DE RENDA DA POPULAÇÃO ECONOMICAMENTE ATIVA, NO BRASIL, EXPRESSA EM PERCENTUAL, NO PERÍODO ENTRE 1960 E 1990**

DISTRIBUIÇÃO DA RENDA	% Y 1960	% Y 1970	% Y 1980	% Y 1990
20 % MAIS POBRES	3.5	3.2	3.0	2.3
20 % SEGUINTE	8.1	6.8	5.8	4.9
20 % SEGUINTE	13.8	10.8	9.0	9.1
20 % SEGUINTE	20.2	17.0	16.1	17.6
20 % MAIS RICOS	54.4	62.2	66.1	66.1
10 % MAIS RICOS	39.7	47.8	51.0	49.7
5 % MAIS RICOS	27.7	34.9	34.9	35.8
1% MAIS RICOS	12.1	14.6	18.2	14.6
40 % MAIS POBRES	11.6	10.0	8.8	7.2
GINI	0,56505...	0.568	0.590	0.615
RI / 40	1001004	1.460	2.068	2.012

Fonte: Censo Demográfico 1960 e 1970, em LANGONI (1973)

1980 por BONELLI & MALAN, 1984, 1990, IBGE (PNAD); RI / 40

Relação entre os 1% mais remunerados com os 40% menos remunerados, BONELLI & RAMOS-BCB, 1992

Portanto, conclui-se que a demanda de crédito do setor público, via dívida mobiliária federal, contribui para preservar em inflação a renda dos detentores de poupança. A partir do momento em que remunera o capital que deveria estar empregado na produção, provocando agravamento na desintermediação, contribui para a concentração da renda, pois não gera trabalho, contrariando a proposta de KEYNES (1978) de que poupança é para gerar trabalho e, confirmando a posição dos clássicos, de que provoca o desinteresse pela produção ou conforme Mill in SILVA NETO (1980), "emprestar ao Estado seria uma forma de diminuir o salário dos trabalhadores".

Há uma forte corrente de economistas que defendem a independência do Banco Central para que, vencido o descontrole monetário, financeiro e fiscal, não se volte a esses males, novamente, e se preserve o padrão monetário no Brasil, indispensável ao planejamento do setor produtivo da economia.

Porém, todas as conquistas de credibilidade do crédito público interno, com as várias concessões de vantagens para quem adquirisse títulos públicos, ficaram comprometidas no final da década de 80 e ainda são fontes de instabilidade de curto prazo.

Entretanto, numa economia aberta e em um país em desenvolvimento, várias situações prejudicam o controle monetário, principalmente por falhas de planejamento e investimento na economia. No Brasil, pelo comportamento do setor público e seus gestores, inclusive, houve um endividamento gigantesco à taxas de juros flutuantes. Um endividamento gigantesco a taxas de juros flutuantes e um

grande endividamento interno se avolumou por consequência, provocando o fenômeno do "crowding-out".

O fluxo real é representado pelo fluxo financeiro, MONTEZANO, Roberto (22) diz que "quando a integração real e financeira com o resto do mundo não for perfeita, o controle monetário depende do grau de esterilização. Isto é, a faculdade de controle do estoque de moeda dependerá diretamente da reação defensiva das Autoridades, com vistas a neutralizar influências de mudanças no estoque de reservas internacionais sobre a base monetária". O impacto monetário é neutralizado pelo controle do crédito doméstico.

Estudando a política monetária sobre os empréstimos externos, Cláudio Haddad in MONTEZANO (1989), no período de 1969 a 1977, verificou que os empréstimos em moeda estrangeira se deram para cobrir saídas de capitais na balança de Capitais sensíveis a mudanças no controle monetário; considerou os demais capitais exógenos. À regressão simples utilizada, verificou que 70% das pressões sobre a Base Monetária foram neutralizadas pelos empréstimos externos em moeda.

A partir de 1974, houve um grande ingresso de capitais; em 1978, chegando a US\$ 12,773, a partir de 1982, experimentou-se a fuga de capitais que só se recuperaria a partir de 1992, chegando a US\$ 25,271, devido à Liberalização nas taxas de câmbio e à alta nas taxas de juros internos; em 1990 e 1991, a saída de capitais chegou, respectivamente, a US\$ 4,715 milhões e US\$ 4,148 milhões negativos.

A Balança Comercial frágil até 1982, apresentando resultados negativos em 1974, 75, 76, 78, 79 e 80, se fortaleceu, graças ao aumento das exportações a partir de 1983, por incentivos do governo.

O déficit público no período de 1974 a 1979 salta de 3 para 8% do PIB, principalmente pela inclusão da conta subsídios, petróleo, entre outras coisas.

Lentamente as exportações foram aumentando, graças a subsídios agrícolas, crédito agrícola, ampliação da pauta de exportações e desvalorizações cambiais.

Entre os fatores internos de expansão da base Monetária que mais representatividade apresentou até 1983 foram os Empréstimos do Banco do Brasil conforme Tabela 21.

**TABELA 21 - PRINCIPAIS FATORES DE EXPANSÃO E CONTRAÇÃO DA BASE MONETÁRIA, NO BRASIL, EXPRESSOS E BILHÕES DE CRUZEIROS, NO PERÍODO DE 1973 E 1983**

DESCRIMINAÇÃO	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<b>BASE MONETÁRIA</b>	43,1	43,4	19,7	36,8	56,1	75,0	204,0	253,6	488,7	1031,2	1978,0
<b>Fatores de expansão</b>											
Crédito ao setor financeiro	4,9	20,4	26,6	38,6	53,8	-4,4	31,4	90,3	274,3	379,3	833,1
Refinanciamento de manufaturados exportáveis	0,4	0,8	4,0	5,4	7,6	7,7	16,3	33,9	183,7	274,1	386,7
Operações com recursos de fundos de financiamento e programas diversos	3,4	9,1	15,4	26,9	32,6	-10,9	16,0	33,6	91,1	76,6	142,7
Empréstimos do BB	15,8	37,3	53,5	85,1	110,4	117,9	291,5	496,3	842,8	1462,5	3397,6
Setor Rural *	7,6	19,1	29,6	42,8	59,9	56,4	149,8	269,1	426,5	764,5	1368,4
Operações cambiais líquidas	14,4	1,0	-1,3	42,2	21,7	103,3	72,2	-132,9	238,1	-225,8	3636,1
Governo Federal - adiantamentos para operações especiais	---	---	---	---	---	---	---	132,4	75,0	185,0	1845,2
<b>Fatores de contração</b>											
Colocação líquida de títulos	2,4	0,6	16,3	21,1	-0,7	7,8	-61,8	5,9	551,6	-217,6	1608,7
Recursos de fundos e programas (Liq. adiantamentos do Bacen)	7,5	8,1	11,4	18,8	30,9	18,9	13,1	97,8	2,1	173,6	1809,6
Recursos próprios BB + Bacen	7,0	19,5	22,1	34,4	51,3	29,3	69,4	7,2	141,2	114,9	-682,0
Depósitos diversos	3,2	5,0	15,9	33,7	55,3	115,2	225,3	225,5	973,9	1250,9	9296,8
Em moedas estrangeiras	0,0	0,0	0,4	0,4	48,7	91,8	200,2	251,2	869,1	812,3	8543,2

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, dez. 1983.

\*Em outubro de 1980 foram feitas alterações significativas na composição dos quadros apresentados no Boletim Mensal do Banco Central. Em consequência, os dados referentes aos empréstimos concedidos ao setor rural que apareciam no Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias passaram a figurar no quadro: Banco do Brasil

- Operações de Crédito. Como o tipo de agregação difere nos dois casos, cabe considerar a possibilidade de que haja alguma divergência entre os dados do período 1973-78 e 1979-83

Mesmo ocorrendo quedas em valores reais, houve volumosas somas em valores nominais em circulação no Brasil, de base monetária. A grande preocupação no período foi evitar a emissão primária de moeda para evitar o descontrole interno; mesmo quando foi inevitável, buscou-se neutralizar seu impacto seja pela emissão de títulos federais ou endividamento externo, ou outras políticas econômicas de governo externas ao Banco Central. A dificuldade maior do Banco Central na preservação do valor da moeda e do crédito público, se deu pelo descontrole do setor público e sua ingerência sobre o Banco Central, emitindo suas “quase moedas” em grande quantidade.

As taxas do Over Night, em competição com as taxas dos títulos privados, como os Certificados dos Depósitos Bancários, provocaram a elevação das taxas nominais de juros, que, aliadas às taxas de correção monetária, fizeram com que a inflação não baixasse no período, deixando toda a economia indexada em descontrole e com característica inercial.

A fuga de capitais foi compensada pelo aumento das exportações, que, mesmo com a ausência de divisas estrangeiras, deram origem à estabilização da dívida externa. O Banco Central recebia os valores em moeda nacional e ficava como novo devedor junto ao credor até conseguir moeda estrangeira suficiente para pagar o compromisso. Diante do descontrole, o setor público, já em 1988, respondia por 85% da dívida externa total do país.

Buscaram-se tanto as exportações, que houve desabastecimentos internos agravando a inflação, prejudicando a economia, fato verificado principalmente nos planos econômicos.

Na década de 80, após 1983, os juros da dívida externa, interna, mais compromissos não honrados de empresas estatais e assumidos pelo Governo exerceram pressões sobre as contas públicas e sobre o controle monetário. Ainda mais com a elevação das taxas de juros internacionais.

No Plano Cruzado, fechou-se a conta movimento do Tesouro Nacional, no Banco do Brasil, criou-se um compulsório de 25% sobre o saldo da Caderneta de Poupança para a colocação de títulos federais. Pagaram-se 31,46 bilhões de dólares de juros da dívida interna e US\$ 11.19 bilhões de juros da dívidas externa. Instituiu-se a moeda Cruzado. Em seguida, deteriorando-se as contas do Balanço de Pagamentos, voltou a inflação. O Quadro foi inflacionário geometricamente piorando em 1987, 1988 e 1989.

Os planos Bresser e Verão, buscaram congelar parcialmente a dívida mobiliária nas OTN's. Lançou-se as LFT's determinadas pelo Over Night. Adotou-se, segundo PEREIRA JUNIOR (1993), uma política de preços altos visando evitar

estoques especulativos, uma vez que o plano previa congelamento de preços. O que se ganhou no congelamento das OTN's, paulatinamente, se perdeu com o crescimento da colocação das LFT's.

A área externa apresentou bom desempenho, graças ao aumento das exportações alavancadas pelas minidesvalorizações diárias. Outras atividades importantes foram as conversões da dívida externa a capital de risco. Fora isso, persistiu a fuga de capitais, o que forçou a suspensão do pagamento de juros externos. O déficit público continuava a crescer, principalmente na composição das dívidas externa e mobiliária federal. Agravava-se a recessão com a inflação em 1988 e recuperou-se um pouco em 1989.

O Plano Collor I se via necessário em relação à dívida mobiliária federal, sob o risco de perda de controle do processo inflacionário. A estabilização passaria, como hoje, pela solução do endividamento interno. Daí o bloqueio de Ativos para devolução compulsória. Conforme PEREIRA JUNIOR (1993) "com os Cruzados Novos retidos rendiam o mesmo que a caderneta de poupança; o governo trocou uma dívida de curto prazo a altas taxas de juros, por outra de longo prazo a baixas taxas de juros". Monetizou-se a economia, mas aumentou-se a taxa de desemprego e a fuga de capitais, que provocou inflação.

Entretanto, no final de 1992, liberalizando a política cambial e retomando a renegociação da dívida externa, o governo permitiu a entrada sem explicações de origem, mas com pagamento de impostos ao Tesouro Nacional de dólares enviados ao exterior, permitindo ainda o fluxo de capitais livremente no país, voltando assim a conta Capitais do Balanço de pagamentos a apresentar resultados surpreendentes: US\$ 25,27 bilhões em 1992 e US\$ 9,9 bilhões em 1993, deixando a economia com melhores perspectivas. Anexo I.

Com a devolução dos Cruzados retidos, elevou-se a taxa de juros para inibir seu efeito sobre a expansão dos meios de pagamentos. O que também contribuiu para melhorar a atratividade ao capital estrangeiro.

O programa de privatização foi empreendido com o intuito, conforme PEREIRA JUNIOR (1993), de reduzir o estoque do endividamento interno e também do endividamento externo. Há corrente que admite a privatização como uma necessidade forçada de estabilização econômica.

Porém, ficou claro que o país carece de amplas reformas: na área fiscal, no sistema financeiro, dando autonomia ao Banco Central e mais planejamento nos gastos públicos. O remédio da recessão não foi eficaz, mas nem por isso é desnecessária uma ampla reforma no Estado, na estrutura política e na definição clara das metas para os próximos anos; redefinir o papel de sua máquina administrativa e sua forma de assunção de dívidas.

Nesse redirecionamento, admitem-se, entre vários economistas, que a Livre Autoridade Monetária e Creditícia do Banco Central do Brasil são prioritariamente necessárias, para não só manter a estabilidade conjuntural de curto prazo, como possibilitar soluções de longo prazo.

#### IV - SÍNTESE E CONCLUSÕES

Buscou-se, neste estudo, identificar os aspectos institucionais da manutenção do crédito público, em especial da dívida mobiliária federal e sua importância no controle monetário.

Iniciou-se no estudo histórico pela evolução da dívida, depois pela definição do problema e sua implicação na economia global; a participação do Banco Central na Administração do descontrole do setor público e a busca do controle monetário; procedeu-se a uma análise teórica, a uma análise econométrica, verificando os balizadores fundamentais do modelo analítico, para se proceder a uma análise tabular de cada variável isoladamente em seguida.

Assim foi possível verificar-se a seguir, como se processaram os resultados do controle monetário, considerando-se a economia aberta e global, o impacto do descontrole do setor público sobre as taxas de juros, base monetária, fuga de capitais, planos econômicos, entre outras coisas, ocasionados pela necessidade de crédito do Tesouro Nacional.

Entre as conclusões que se chegou é que o endividamento externo foi excessivo à taxas de juros flutuantes e o endividamento interno não considerou o aspecto conjuntural da economia na colocação dos títulos da dívida mobiliária. O grande crescimento apresentado na dívida mobiliária federal se deve à transferência da dívida externa para a dívida mobiliária, sobretudo a partir de 1983, o que provocou uma taxa geométrica de crescimento significativa de quase 12% ao ano.

A correção monetária e a competição dos títulos federais com os títulos privados elevaram as taxas nominais do overnight, isto é, do custo do dinheiro e, por consequência, permitiram a elevação das taxas de juros na economia que são formadas a partir do desempenho dessa variável.

Verificou-se que realmente houve uma variação positiva entre o estoque anterior da dívida mobiliária (DMFd) com o estoque posterior (DMF), confirmando a primeira hipótese deste estudo e a prática da inclusão do custo dessa dívida em seu giro, cujo impacto da dívida anterior medido pelo cálculo da elasticidade é na proporção de 42% sobre o estoque final. Essa conclusão satisfaz a primeira hipótese deste estudo.

Entretanto, observou-se uma relação positiva entre a dívida mobiliária e as taxas do overnight. Mesmo em relação à dívida defasada, as taxas do overnight na matriz de correlação simples apresentou o resultado de -0,1830, confirmando que houve uma deturpação do open market na colocação dos títulos públicos, independentemente do cenário econômico para socorrer o Tesouro Nacional. Concluindo-se pela aceitação da segunda hipótese deste estudo.

O Banco Central do Brasil, institucionalmente sob a dependência do Poder Executivo, não pôde efetuar um eficiente controle monetário. O Estado descontrolado gerou enormes dificuldades econômicas. Por isso, há uma forte corrente que não vê mudança, enquanto o Banco Central do Brasil não for independente e não se acabar com a correção monetária que indexa a economia e alimenta a ciranda financeira do deficit público e a falta de planejamento, ponderações estas, consideráveis diante da inflação persistente e a desvalorização da moeda no período analisado.

## V- BIBLIOGRAFIA

- 1 - BONNELI, Regis & RAMOS, Lauro. *Income Distribution in Brazil: An Evaluation of Long Term Trends and Changes in Inequality*. Rio de Janeiro, IPEA, DIPES, 1992. p. 2-6 (Paper M.S.)
- 2 - BRANDÃO, Carlos. A Dívida Pública Interna, seus Problemas e Soluções - I Parte. *Revista Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro 50:47-55, Outubro 1989
- 3 - BRASIL. Banco Central do Brasil. *O Regime Cambial Brasileiro - Evolução Recente e Perspectivas*. Brasília, Setembro 1993. Edição Especial.
- 4 - CAVALCANTI, Carlos Brandão. Transferência de Recursos e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna. *Revista de Finanças Públicas*. Rio de Janeiro, 372:16-42, 1987
- 5 - FERREIRA, Edésio Fernandes. A Administração da Dívida Pública Interna Federal como Instrumento de Política Monetária. *Revista Bancária Brasileira*. Rio de Janeiro, 499:31-35, 30 Junho 1974.
- 6 - FURUGUEM, Alberto Sozin - Controle Monetário no Brasil, O Papel do "Open Market" e da Dívida Pública. *Revista de Finanças Públicas*. Rio de Janeiro, 338:11-31, Abril/Maio/Junho 1979.
- 7 - GARÓFALO, Gilson L. & CARVALHO, Luiz P. *Teoria Microeconômica*. 2ª Ed., São Paulo, Atlas, 1992, 572p.
- 8 - GIAMBIAGI, Fábio. Os Conceitos de Custos da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: uma crítica. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro. v. 43, 1:65-76, Janeiro/Março 1987.
- 9 - GIAMBIAGI, Fábio. & ZINI JUNIOR, Álvaro A. Renegociação da Dívida Interna Mobiliária: uma proposta. *Revista de Economia Política*. Rio de Janeiro. V. 13, 2:5-27, Abril/Junho 1993.
- 10 - GUDIN, Eugênio. *Princípios de Economia Monetária*. 6ª Ed., Rio de Janeiro, Agir, 1968, 619p., 2v
- 11 - GUSMÃO, Heloisa Rios & PINHEIRO, Eliana Souza. Como Normalizar trabalhos Técnico-científicos?. Rio de Janeiro, UFF, 1984, 158p.
- 12 - KEYNES, John M. *Inflação e Deflação*. São Paulo, Abril Cultural, 1978, 48p.
- 13 - KMENTA, Jan. *Elementos de Econometria - Teoria Econométrica Básica*. São Paulo. Atlas, 1990, 599p. p. 564-599, 2v.

- 14 - LOPES, João C. & ROSSETTI, José P. *Economia Monetária*. 6ª Ed., São Paulo, Atlas, 1992, 368p.
- 15 - MARQUES, Maria Silvia B. A Aceleração Inflacionária no Brasil: 1973-1983. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro. V. 39, 4:343-384, Outubro/Dezembro 1985.
- 16 - MENDES, Marcos J. A Controvérsia a Respeito do Caráter Fiscal ou Financeiro do Déficit Público Brasileiro: três diagnósticos e uma conclusão. *Revista de Finanças Públicas*. Rio de Janeiro, 373:26-37, 1987
- 17 - OGASAWARA, Roberto S. *Banco Central no Contexto de Ajuste do Setor Público e Reforma do Sistema Financeiro*. Brasília, BCB 1989, 172p (Monografia M.S.)
- 18 - MONTEZANO, Roberto M. S.. *Controle Monetário em Economia Aberta. O Caso Brasileiro no Período 1974-1982*. Rio de Janeiro, FGV, 1989. p.5-19 (Tese M.S.)
- 19 - PELAEZ, Carlos M. & SUZIGAN, Wilson. *História Monetária do Brasil: Análise da Política, Comportamento e Instituições Monetárias*. Rio de Janeiro, IPEA, INPES, 1976. 367p. p.325-367 (Tese M.S.)
- 20 - PELLEGRINI, Josué A. As Funções do Banco Central do Brasil e o Controle Monetário. *Revista de Estudos Econômicos*. V.22, 2:221-252, Maio/Agosto 1992.
- 21 - PEREIRA JUNIOR, Geraldo. *Políticas Econômicas de Curto Prazo, Endividamento Interno e Taxa de Juros*. Brasília, UNB, 1993. 67p. (Tese M.S.)
- 22 - RAMALHO, Valdir. O Déficit Público Ajustado da Inflação e o Argumento da Reaplicação Garantida. *Revista de Estudos Econômicos*. V.22, 3:393-408, Setembro/Dezembro 1992.
- 23 - SILVA NETO, Alfredo L. *Dívida Pública Interna Federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro*. Brasília, UNB, 1980. 176p. (Tese M.S.)
- 24 - VIEIRA, Sonia. *Como Escrever Uma Tese*. 2ª Ed., São Paulo, Pioneira, 1994, 82p.