

Razões do endividamento público federal (1995-2006)

Joaquim Miguel Couto/UEM
Ana Cristina Lima Couto/UEM
Marlon Saturnino Custódio/UEM

RESUMO

Um dos pontos mal explicados e desconhecidos da macroeconomia brasileira é o crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Entre o final de 1994 e o final de 2006, a DPMFi elevou-se de forma extraordinária: de R\$ 61,782 bilhões para R\$ 1.094,724 bilhões. As razões mais comentadas do seu crescimento (déficit fiscal, esqueletos, esterilização monetária, entre outros) não são a principal causa. Existe um responsável oculto que tem passado despercebido pelos analistas do setor público. Trata-se do chamado “ajuste de liquidez”, operações realizadas pelo Banco Central para enxugar o excesso de liquidez dos bancos brasileiros. Ao utilizar títulos públicos para enxugar a liquidez do sistema financeiro, o Banco Central tornou-se o principal responsável pelo crescimento da DPMFi no período.

Palavras-chave: DPMFi, Déficit Público, Ajuste de Liquidez.

1 INTRODUÇÃO

Um dos pontos pouco explicados e desconhecidos da macroeconomia brasileira é o crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Entre o final de 1994 e o final de 2006, a DPMFi elevou-se de forma extraordinária: de R\$ 61,782 bilhões para R\$ 1.094,724 bilhões. As razões mais comentadas do seu crescimento (déficit fiscal, esqueletos, esterilização monetária, entre outros) não são a principal causa. Existe um responsável oculto que tem passado despercebido pelos analistas do setor público.

Assim, o objetivo deste artigo é identificar o principal responsável pelo crescimento da DPMFi, entre 1995 e 2006, bem como quantificar a participação de cada um dos outros determinantes no seu crescimento.

O artigo está dividido em três seções. Na primeira, analisaremos o período do primeiro Governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998), identificando e quantificando os determinantes responsáveis pelo crescimento da DPMFi. Na segunda seção, a análise tratará do segundo Governo FHC (1999-2002). Na terceira seção, será a vez de estudar os determinantes do crescimento da dívida interna no primeiro Governo Lula (2003-2006). Por fim, apresentamos a conclusão do estudo.

2 FATORES DETERMINANTES DO CRESCIMENTO DA DPMFi NO PRIMEIRO GOVERNO FHC (1995-1998)

A Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) é constituída pelos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil. No final do ano de 1994, a DPMFi fora do Banco Central era de R\$ 61,782 bilhões. Este valor não assustava as autoridades econômicas e nem os analistas do mercado financeiro: representava, apenas, 17,7% do PIB brasileiro de 1994. O reduzido tamanho da dívida interna naquele momento era fruto do repudiado Plano Collor, de 1990, cujo confisco dos ativos financeiros e o expurgo de parte da correção monetária, reduziu significativamente o montante do endividamento federal. O ajuste fiscal realizado pela equipe econômica do Plano Real, em 1993, também proporcionou um superávit primário que contribuiu para que a DPMFi se mantivesse reduzida entre 1993 e 1994.

No entanto, a partir de 1995, a DPMFi cresceu de maneira espantosa, conforme é evidenciado pela Tabela 1: de R\$ 61,782 bilhões, em 1994, para R\$ 323,860 bilhões, em 1998. No final deste ano, a dívida interna já representava 33,1% do PIB.

Em termos percentuais, a DPMFi cresceu a taxas exorbitantes, conforme é verificado na Tabela 2. No final de 1995, a dívida teve uma elevação de 75,6% em relação ao montante do final de 1994. Também em 1996 (62,4%) e 1997 (45%), o crescimento foi explosivo. Neste período, somente o ano de 1998 representou um crescimento mais moderado (26,8%).

Tabela 1. Porcentagem da DPMFi (final do período) em relação ao PIB – 1994/1998 (R\$ milhões).

Anos	PIB Preços Correntes	DPMFi	%
1994	349.205	61.782	17,7
1995	705.641	108.486	15,4
1996	843.966	176.211	20,9
1997	939.147	255.509	27,1
1998	979.276	323.860	33,1

Fonte: IPEADATA (2008).

Tabela 2. DPMFi fora do BACEN (final do período) – 1994/1998 (R\$ milhões).

Anos	DPMFi	Variação (%)	Variação Nominal
1994	61.782	.....	.....
1995	108.486	75,6	46.704
1996	176.211	62,4	67.725
1997	255.509	45,0	79.298
1998	323.860	26,8	68.351

Fonte: IPEADATA (2008).

O primeiro motivo apontado por qualquer analista para explicar o crescimento da DPMFi é o tão comentado déficit público: ao gastar mais do que arrecada, o Governo Central (Governo Federal, INSS e Banco Central) seria obrigado a emitir títulos públicos para pagar o resto de suas despesas. No entanto, observando a Tabela 3, que traz o resultado primário do Governo Central, podemos verificar que isso não é verdade. Nos anos de 1995, 1996 e 1998, o Governo Central teve superávits primários, ou seja, as receitas foram maiores que as despesas, não sendo responsável, desta forma, pelo aumento da dívida interna. Somente em 1997, o Governo Central teve um déficit primário: foram R\$ 2,374 bilhões, mas que representaram apenas 3,0% do aumento da DPMFi daquele ano.

Tabela 3. Resultado primário e nominal do Governo Central – 1995/1998 (R\$ milhões).

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Resultado primário	3.336	2.908	-2.374	5.042
Resultado nominal	-14.562	-19.172	-21.306	-45.100
Juros nominais	17.898	22.080	18.932	50.142

Fonte: BACEN (2008a; 2008b).

Assim, se não foi o déficit primário o responsável pelo exorbitante aumento da dívida interna no período estudado, quem foi, então, o verdadeiro culpado? Voltando a Tabela 3, podemos encontrar o primeiro grande responsável pelo aumento da dívida interna: os juros nominais pagos aos detentores dos títulos públicos (que compõem a DPMFi). Entre 1995 e 1998, o Governo Central pagou R\$ 109,052 bilhões de juros. No entanto, estes juros nominais não são totalmente responsáveis pelo crescimento da dívida. Os juros nominais são o somatório dos juros da dívida interna e da dívida externa do Governo Federal. Num regime de câmbio administrado, em que o Banco Central comprava toda moeda estrangeira que ingressava no país, o pagamento dos juros externos era feito com os recursos das reservas internacionais, sem necessidade de emissão de títulos públicos para arrecadar recursos. Dessa forma, os juros que impactam no aumento da dívida interna são somente os juros nominais internos. Temos, portanto, que excluir os juros externos dos juros nominais. Essa operação é mostrada na Tabela 4.

Tabela 4. Juros nominais e emissão de títulos - 1995/1998 (R\$ milhões).

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Juros nominais	17.898	22.080	18.932	50.142
(-) Juros nominais externos	2.700	2.570	1.388	1.445
Juros nominais internos	15.198	19.510	17.544	48.697
(-) Superávit primário	3.336	2.908	.....	5.042
Juros não cobertos pelo superávit	11.862	16.602	17.544	43.655
Emissão de títulos para ppto. de juros	11.862	16.602	17.544	43.655
% Emissão em relação ao cresc. DPMFi	25,4	24,5	22,1	63,9

Fonte: BACEN (2008b; 2008c; 2008d; 2008a).

De posse dos juros nominais internos, temos que subtrair também deste montante, o valor do superávit primário, pois a finalidade do superávit é justamente pagar os juros da DPMFi. Assim, chegamos ao montante de juros não cobertos pelo superávit primário. Este é o valor que deverá ser pago pela emissão de novos títulos públicos (que aumentam a DPMFi).

Como pode ser observado na Tabela 4, os juros representam uma boa porcentagem do crescimento da DPMFi no período. Em 1995, os juros foram responsáveis por 25,4% do crescimento da dívida interna. Também em 1996, os juros ficaram próximos dessa porcentagem (24,5%). No ano de 1997, como não houve superávit primário, o total dos juros nominais internos foram cobertos pela emissão de novos títulos, representando 22,1% do aumento da DPMFi. Já no ano de 1998, o volume dos juros nominais internos cresceu de forma surpreendente, quando comparado aos três anos anteriores. O motivo de tal crescimento foi a elevação da taxa básica de juros pelo Banco Central em razão das crises asiática e russa. Neste ano, os juros nominais internos representaram 63,9% do aumento da DPMFi.

Apesar da magnitude dos juros nominais internos não cobertos pelo superávit primário no crescimento da DPMFi, este motivo não foi o principal para tal crescimento nos anos de 1995, 1996 e 1997. Outro fator foi preponderante, e será explicitado mais a frente. Somente no ano de 1998, os juros foram o principal fator para o aumento da DPMFi.

Outro grande motivo que explica o aumento da dívida interna, neste período, foi o lançamento de títulos públicos para esterilizar a expansão da base monetária provocada pelo ingresso de moeda estrangeira no país. Como o Brasil vivia num regime de câmbio administrado, todo ingresso líquido de moeda estrangeira representava uma expansão dos meios de pagamento. E, por outro lado, um aumento das reservas internacionais do país. Visando enxugar (esterilizar) essa expansão monetária, o Banco Central lançou títulos públicos no mercado (elevando, desta forma, a DPMFi).

A Tabela 5 ilustra como se deu o aumento da dívida interna em função da elevação das reservas internacionais e da conseqüente esterilização monetária. Adotou-se o conceito de “reservas líquidas ajustadas”.¹ Subtraindo o saldo das reservas internacionais do final de cada ano em relação ao ano anterior, obtemos o montante de aumento das reservas naquele determinado ano. Como este saldo está em moeda estrangeira, devemos transformar este valor em moeda nacional através da taxa média de câmbio anual. Desta forma, obtemos o aumento das reservas em reais, que será o valor que será esterilizado através da venda de títulos públicos.

Tabela 5. Reservas internacionais (final do período) e emissão de títulos – 1994/1998 (R\$ milhões).

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998
Reservas em US\$	37.887	50.918	60.059	52.106	34.362
Aumento das reservas em US\$	13.031	9.141	-7.953	-17.744
Taxa média de câmbio anual (R\$)	0,9174	1,0051	.....	.....
Aumento das reservas em R\$	11.955	9.187	.....	.....
Emissão de títulos para esterilização (R\$)	11.955	9.187	.....	.....
% Emissão em relação ao cresc. DPMFi	25,6	13,6	.....	.....

Fonte: BACEN (2008e); Conjuntura Econômica (2007).

Por exemplo, em 1995, as reservas aumentaram US\$ 13,031 bilhões. Multiplicando esse valor pela taxa média de câmbio anual de 1995 (R\$ 0,9174), chegamos ao valor do aumento das reservas em moeda nacional (R\$ 11,955 bilhões). Assim, para enxugar esta expansão de moeda na economia, o Banco Central lançou R\$ 11,955 bilhões em títulos públicos. Neste ano de 1995, a emissão de títulos para esterilização monetária representou 25,6% do aumento da DPMFi. Em 1996, a porcentagem reduziu-se para 13,6%. No entanto, nos anos de 1997 e 1998, ocorreu uma saída de moeda estrangeira do país, provocada pela crise asiática (1997) e pela crise russa (1998). Portanto, nestes dois anos o saldo das reservas se reduziram, não sendo necessário lançar títulos públicos para esterilização monetária.

¹ As reservas líquidas ajustadas são a diferença entre o saldo das reservas internacionais do Banco Central e os empréstimos concedidos pelo FMI ao país. Adotamos esse parâmetro, pois os empréstimos do FMI são recursos que vão direto para as reservas internacionais, não expandindo os meios de pagamento.

Outros dois fatores que propiciaram o crescimento da DPMFi, entre 1995 e 1998, foram o ajuste cambial e o ajuste patrimonial (Tabela 6). O ajuste cambial ocorreu porque uma parte dos títulos públicos que formam a DPMFi era indexada à taxa de câmbio. Assim, quando o real se desvalorizava em relação ao dólar, a dívida interna automaticamente aumentava. Na Tabela 6, percebemos que o ajuste cambial foi relativamente modesto entre 1995 e 1997 (de 1,1% a 2% no crescimento da dívida). No entanto, as crises asiática e russa obrigaram o Banco Central brasileiro a emitir mais títulos públicos indexados ao câmbio, buscando evitar uma perda maior das reservas internacionais. Estas operações repercutiram no valor mais acentuado do ajuste cambial no ano de 1998 (6,2% no crescimento da DPMFi).

Tabela 6. Ajuste cambial, ajuste patrimonial e a emissão de títulos – 1995/1998 (R\$ milhões).

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Ajuste cambial	495	1.013	1.605	4.262
% em relação ao cresc DPMFi	1,1	1,5	2,0	6,2
Ajuste patrimonial	.....	14.476	-16.509	2.361
% de emissão em relação ao cresc DPMFi	.....	21,4	.....	3,5

Fonte: BACEN (2008f). O ajuste cambial de 1995 foi calculado pelos autores.

Na mesma Tabela 6, é apresentado o chamado “ajuste patrimonial”.² Para quitar os débitos dos ajustes patrimoniais, o governo também foi obrigado a emitir novos títulos públicos. Verifica-se que, em 1996 e 1998, o montante de títulos públicos emitidos para pagar os débitos do ajuste patrimonial representaram 22,5% e 22,3%, respectivamente, do aumento da DPMFi nestes anos.³ No ano de 1997, porém, o ajuste patrimonial favoreceu o governo, pois as receitas das privatizações foram superiores às despesas.

Os fatores apresentados até agora para o crescimento da DPMFi são largamente conhecidos (déficit primário, juros nominais, esterilização monetária, ajuste cambial e ajuste patrimonial). Porém, nenhum deles é o principal responsável pelo crescimento da dívida interna neste período de 1995/1998. Se formos somar os montantes ou os percentuais de cada um destes motivos, estes não alcançam os 100% do crescimento da dívida interna. Por exemplo, no ano de 1995, os juros explicavam 25,4% do aumento da DPMFi, a esterilização outros 25,6% e o ajuste cambial apenas 1,1%. Somando estes três motivos, temos 52,1% da explicação para o aumento da dívida interna neste ano. A pergunta que surge é: o que explica os outros 47,9% do aumento da DPMFi? É aqui que reside o grande mistério do brutal crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna do país.

Não sabemos por que razão a explicação que daremos abaixo nunca foi admitida de forma clara pelos responsáveis pela dívida pública nem pelo Banco Central. Só sabemos que essa explicação representa 47,6% do crescimento da dívida interna no período de 1995/1998, mas que é desconhecida dos principais analistas da economia brasileira.

A explicação é a seguinte. Os bancos, geralmente, têm duas maneiras de aplicar os recursos disponíveis: emprestar aos seus clientes ou comprar títulos do Governo Central. A primeira opção dos bancos é emprestar os recursos disponíveis aos seus clientes, pois os juros cobrados são bem superiores aos juros pagos pelos

² O ajuste patrimonial causa certa confusão quanto ao seu conteúdo e a utilização de títulos públicos. Por isso, em 17 de outubro de 2007, essa questão foi formulada por e-mail, ao DEPEC/DIFIN do Banco Central e foi respondida pelo funcionário Rodrigo Costa Franco. Pergunta: “O que compõe o ajuste patrimonial? Constitui um erro metodológico considerar que todo ajuste patrimonial teve impacto na DPMFi?”. Resposta: “Uma vez que o ajuste patrimonial é composto pelos passivos contingentes (esqueletos), os programas de ajuda aos bancos e ajuda aos estados e municípios, é correto considerar que todo o valor do ajuste patrimonial teve impacto na DPMFi”. As receitas das privatizações das empresas públicas federais entram negativamente no saldo do ajuste patrimonial.

³ Segundo o Relatório Anual de 1996 do Banco Central, “(...) a evolução dos ajustes patrimoniais efetuados ao longo de 1996, no total de R\$ 15 bilhões (1,9% do PIB), derivaram da emissão de títulos relativa ao aporte de capital ao Banco do Brasil (R\$ 8 bilhões); da redução das aplicações do fundo da reserva monetária, por decisão judicial (R\$ 3,7 bilhões); de emissões de dívida vencida e renegociada (DVR) (R\$ 5,7 bilhões); de receitas do Programa Nacional de Desestatização (R\$ -1,8 bilhão); de renegociação de dívidas com o sistema financeiro (R\$ -1,5 bilhão); e diferença entre a conversão dos saldos da dívida líquida e os fluxos das necessidades de financiamento do setor público em moedas estrangeiras (R\$ 0,5 bilhão)”(BACEN, 1997, p.75).

títulos públicos. Por exemplo, no final de 2007, os juros dos empréstimos com desconto em folha (os mais baixos do mercado) estavam ao redor de 40% ao ano, enquanto os títulos públicos atrelados à taxa Selic estavam pagando “apenas” 11,5% ao ano. No entanto, como observa o ex-vice-presidente da Caixa Econômica Federal e professor do Instituto de Economia da UNICAMP, Fernando Nogueira da Costa, a demanda por empréstimos no Brasil é inferior à oferta de crédito por parte dos bancos (COSTA, 2006). Ou seja, os bancos ficam com “dinheiro sobrando” em seu caixa no final do dia.⁴ O Banco Central chama estes recursos que sobram nos bancos, sem demanda, de “excesso de liquidez”, e lança títulos públicos (através de operações compromissadas ou não) para enxugar estes excessos de liquidez (dinheiro) do mercado. Desta forma, o Banco Central garante aplicação segura aos recursos que os bancos não conseguem emprestar.⁵

Além dos recursos “parados” nos bancos, outro demandante de títulos públicos é a chamada indústria de fundos de investimentos, que necessita de papéis para aplicar seus recursos, e os títulos públicos são os preferidos por parte do mercado de fundos.

Daremos o nome de “ajuste de liquidez” para estas duas necessidades de títulos públicos: para comprar os recursos sem demanda dos bancos e para satisfazer o apetite da indústria de fundos de investimento. Em 1995, o ajuste de liquidez representou 47,9% do crescimento da dívida interna. A única vez que o Banco Central fez referência a este fator como responsável pelo aumento da DPMFi foi, timidamente, no Relatório Anual de 1996, no capítulo que trata dos motivos do aumento da dívida interna em títulos públicos:

Expressivo volume de recursos está associado ao esforço da Autoridade Monetária em manter a liquidez do sistema no nível desejado e de, principalmente, esterilizar os efeitos expansionistas provenientes das operações do setor externo, das operações de assistência financeira de liquidez, do Tesouro Nacional e do item “outras contas”, que envolveu o acerto de contas entre o Banco Central e instituições financeiras em processo de liquidação extrajudicial (BACEN, 1997, p. 80).

Ou seja, nesta rápida explicação, o Banco Central cita vários responsáveis pelo aumento da dívida interna, inclusive o ajuste de liquidez ao afirmar que “expressivo volume de recursos” foram gastos no “(...) esforço da Autoridade Monetária em manter a liquidez do sistema (...)”.

A Tabela 7 resume a participação de cada fator no crescimento da DPMFi, entre 1995 e 1998. O principal responsável pela elevação da dívida interna foi o ajuste de liquidez (47,6%), seguido pelos juros nominais internos (34,2%), esterilização monetária (8,1%), ajuste patrimonial (6,4%), ajuste cambial (2,8%) e déficit primário (0,9%). Ou seja, o sempre amaldiçoado gasto acima da receita (déficit primário) só determinou 0,9% do aumento da dívida interna no período estudado.

Tabela 7. Fatores determinantes do crescimento da DPMFi – 1995/1998 (%).

Discriminação	1995	1996	1997	1998	Período 1995/1998
Ajuste de liquidez	47,9	39,0	72,9	26,4	47,6
Juros nominais	25,4	24,5	22,1	63,9	34,2
Ajuste patrimonial	.....	21,4	.....	3,5	6,4
Esterilização	25,6	13,6	.....	.....	8,1
Ajuste cambial	1,1	1,5	2,0	6,2	2,8
Déficit primário	.....	.....	3,0	.....	0,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração dos autores.

⁴ Fernando Nogueira da Costa explica o *trade-off* entre crédito e título público da seguinte maneira: “Assim, como os outros grandes bancos de varejo brasileiros, a CAIXA não possui escassez de recursos para ter que, necessariamente, decidir entre aplicar em crédito ou em tesouraria. Enquanto não encontra demanda de crédito, ela aplica a sobre de recursos líquidos de seu fluxo de caixa em títulos de dívida pública. Portanto, o custo de oportunidade tem de ser avaliado em relação a essa última opção e não em relação a uma hipotética demanda de crédito ainda não efetivada. Não cabe a crítica de que banco prefere títulos públicos a crédito. O problema de crédito no Brasil, em síntese, não é um problema de oferta (acesso), mas sim de demanda (custo)” (COSTA, 2006, p. 475/476).

⁵ Quando o jornal *Folha de S. Paulo*, em fevereiro de 2008, perguntou ao presidente do Bradesco, Márcio Cypriano, se os bancos no Brasil preferiam, hoje, conceder mais crédito ou comprar títulos públicos, ele respondeu: “A situação está, sim, se invertendo, mas é preciso ver que antes não existia demanda por crédito. Ou melhor, havia uma demanda reprimida de consumo. As famílias queriam consumir, mas não tinham condições de recorrer ao crédito. Sem consumo não há crédito. Os bancos tinham então que aplicar em título público. Não havia alternativa. Com a estabilização da economia, melhorou a renda da população e o nível do emprego. As pessoas estão consumindo mais” (CYPRIANO, 2008, p.E3).

Portanto, não foi nenhum dos fatores conhecidos o maior responsável pelo aumento da DPMFi, muito menos o desequilíbrio fiscal, mas, sim, a falta de demanda dos recursos existentes (“parados”) nos bancos brasileiros, chamado pelo Banco Central de “excesso de liquidez do sistema”, além da indústria de fundos de investimentos. Ou seja, é a necessidade de investimentos financeiros de boa rentabilidade para seus recursos que faz com que o mercado financeiro pressione as autoridades monetárias para o lançamento de títulos públicos de alta remuneração.

A Teoria da Regulação Econômica possui uma boa resposta para este comportamento da autoridade monetária em satisfazer os “interesses” do mercado financeiro. Chama-se “Teoria da Captura” e está inserida nos trabalhos de Stigler (1971) e Peltzman (1976). Ambas tratam de explicar a “captura” das instituições reguladoras do Estado por interesses privados. Nestes casos, burocratas do governo são cooptados por grupos privados visando garantir rendas extraordinárias. Mais recentemente, Galbraith (2004) tratou deste problema no livro *A economia das fraudes inocentes*, analisando o comportamento do setor público dos Estados Unidos. Sua conclusão é que no atual estágio do capitalismo, o Estado nacional se encontra subordinado aos interesses do mercado financeiro e da grande empresa.

Por fim, é necessário dizer que o ajuste de liquidez promovido pelo Banco Central terá um novo impacto da dívida interna, mas num segundo momento. Os títulos emitidos para o ajuste de liquidez pagam juros aos seus possuidores. Assim, parte dos juros nominais (que fazem aumentar a DPMFi) tem como origem o ajuste de liquidez, fato que eleva ainda mais sua perversidade.

3 FATORES DETERMINANTES DO CRESCIMENTO DA DPMFi NO SEGUNDO GOVERNO FHC (1999-2002)

Neste próximo período de nossa análise, que marca o segundo Governo FHC (1999-2002), a DPMFi continuou crescendo a taxas robustas. Em relação ao PIB (Tabela 8), a DPMFi eleva-se de 33,1% no final de 1998 para 47,9% no final de 2001. Somente no ano de 2002, a relação mostra uma redução (42,2%).

Tabela 8. Porcentagem da DPMFi (final do período) em relação ao PIB - 1998/2002 (R\$ milhões).

Anos	PIB Preços Correntes	DPMFi	%
1998	979.276	323.860	33,1
1999	1.065.000	414.901	39,0
2000	1.179.482	510.698	43,3
2001	1.302.136	624.084	47,9
2002	1.477.822	623.191	42,2

Fonte: IPEADATA (2008).

Considerando o montante da DPMFi no final de cada ano, o crescimento se mantém forte, mas num patamar menor que no primeiro período de nossa análise. Enquanto no primeiro período, a taxa média de aumento da DPMFi foi de 51,2%, neste segundo período, a taxa ficou em 17,8%, embora nos primeiros três anos tenha ficado acima de 20% ao ano (Tabela 9). O fato mais curioso deste período, foi a redução da DPMFi no ano de 2002. Foi a única redução desde o lançamento do Plano Real, em 1994.

Tabela 9. DPMFi fora do BACEN (final do período) – 1998/2002 (R\$ milhões).

Anos	Valor	Variação (%)	Variação Nominal
1998	323.860	.....	.....
1999	414.901	28,1	91.041
2000	510.698	23,1	95.797
2001	624.084	22,2	113.386
2002	623.191	-0,1	-893

Fonte: IPEADATA (2008).

A explicação natural para uma redução do tamanho da dívida interna é que o superávit primário tenha sido superior ao montante de juros pagos no ano. Neste ano de redução da dívida (2002), o superávit primário foi de R\$ 31,9 bilhões, enquanto os juros nominais internos somaram R\$ 27,9 bilhões. Mas a resposta para a redução da DPMFi não se resume ao superávit primário ter sido superior aos juros nominais internos.

Naquele ano de 2002, mais precisamente no segundo semestre, o medo da possível eleição para presidente da República do candidato do Partido dos Trabalhadores, Luiz Inácio Lula da Silva, gerou pânico nos investidores do mercado financeiro. Se Fernando Collor de Mello, de um partido de direita, confiscou a poupança nacional quando assumiu a presidência em 1990, imagina-se, então, o que poderia fazer um presidente vindo de um partido de esquerda? Ainda mais que o PT e o próprio candidato, ao longo de sua história, tinham acumulado declarações negativas contra os “especuladores” do mercado financeiro. O medo era que Lula, na presidência, desse um calote tanto na DPMFi como na dívida externa.

No mercado, este sentimento era manifestado de várias formas: a venda de imóveis aumentou cerca de 30% no país, no segundo semestre de 2002, com recursos que estavam aplicados no mercado financeiro; empresas estrangeiras remeteram recursos para o exterior; empréstimos e financiamento externos foram suspensos; e famílias e empresas sacaram dinheiro dos bancos para compra de ouro e dólar. Dois dos resultados desse pânico, que tomou conta do mercado financeiro, foram a elevação da cotação do dólar, que chegou a R\$ 4,00 por dólar (em outubro de 2002), e a queda acentuada das reservas internacionais do país. O Brasil teve que recorrer ao FMI para manter seus pagamentos externos.

A desconfiança em relação ao novo governo fez com que os agentes do mercado financeiro recusassem a compra de novos títulos públicos. Assim, no vencimento dos títulos, no segundo semestre de 2002, os agentes recebiam o valor dos títulos e os juros, mas não aceitavam novos títulos. Para pagar os juros, o Banco Central injetou recursos no mercado, ampliando os meios de pagamento do país. Houve uma monetização forçada pelo mercado financeiro. Como títulos venceram (e foram recomprados pelo Banco Central) e novos títulos foram recusados, a DPMFi reduziu-se em relação ao ano anterior.

Explicado o motivo da pequena redução da dívida interna em 2002, vamos nos concentrar agora nos fatores que determinaram o crescimento da DPMFi entre 1999 e 2001. Observando a Tabela 10, percebemos que o valor do superávit primário neste segundo período é bem superior ao obtido no primeiro período (Tabela 3): o ano de 1998 foi o de maior superávit no primeiro período (R\$ 5,0 bilhões), já no segundo período, o ano de menor superávit foi o de 2000 (R\$ 20,4 bilhões), simplesmente quatro vezes maior que o de 1998. A razão deste aumento significativo do superávit primário foi o acordo fechado com o FMI: um dos itens do acordo exigiu um expressivo superávit primário. E, ao contrário de outros acordos com o FMI, o Brasil cumpriu rigorosamente este critério.

Tabela 10. Resultado primário e nominal do Governo Central - 1999/2002 (R\$ milhões).

Discriminação	1999	2000	2001	2002
Resultado primário	22.672	20.431	21.980	31.919
Resultado nominal	-26.336	-25.016	-25.273	-10.029
Juros nominais	49.008	45.447	47.253	41.948

Fonte: BACEN (2008a; 2008b).

Para saber o quanto dos juros nominais da DPMFi impactaram no crescimento da mesma, adotamos a mesma metodologia utilizada no primeiro período. Na Tabela 11, subtraímos os juros nominais externos dos juros nominais para encontrar os juros nominais internos, que, subtraídos do superávit primário, nos dão o valor dos juros nominais internos não cobertos pelo superávit primário, e que foram pagos pela emissão de novos títulos públicos. A porcentagem dos juros nominais internos no crescimento da DPMFi foi decrescente, conforme pode ser observado na Tabela 11: de 21,2%, em 1999, reduz sua participação para 18,2%, em 2000, e apenas 11,9%, em 2001. Redução substantiva em relação ao primeiro período, fruto, como foi dito acima, da elevação do superávit primário acordado com o FMI.

Tabela 11. Juros nominais e emissão de títulos - 1999/2002 (R\$ milhões).

Discriminação	1999	2000	2001	2002
Juros nominais	49.008	45.447	47.253	41.948
(-) Juros nominais externos	7.079	7.570	11.792	14.083
Juros nominais internos	41.929	37.877	35.461	27.865
(-) Superávit primário	22.672	20.481	21.980	31.919
Juros não cobertos pelo superávit	19.257	17.446	13.481	.....
Emissão de títulos p/ pgto. de juros (R\$)	19.257	17.446	13.481	.....
% Emissão em relação ao cresc. DPMFi	21,2	18,2	11,9	.....

Fonte: BACEN (2008b; 2008c; 2008d; 2008a).

Ao contrário do período anterior, a entrada de dólares no país não ocasionou mais uma expansão dos meios de pagamento. Com a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, o Banco Central não era mais obrigado a comprar os dólares que entravam na economia brasileira. A esterilização da base monetária só ocorreria se o Banco Central comprasse dólares no mercado interno para aumentar as reservas internacionais. Nos anos de 1999, 2001 e 2002, as reservas internacionais se reduziram de tamanho (Tabela 12), não sendo, necessário, portanto, lançar títulos públicos para esterilização monetária. O único ano em que as reservas tiveram um acréscimo foi em 2000 (US\$ 7,68 bilhões). Sabendo que a taxa média de câmbio do ano foi de R\$ 1,83 por dólar (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2007, p.XV), o aumento das reservas em moeda nacional representou um montante aproximado de R\$ 14,054 bilhões. Como a DPMFi aumentou R\$ 95,796 bilhões, em 2000, a esterilização do ingresso de divisas representou 14,7% deste aumento.

Tabela 12. Reservas internacionais (final do período) 1998/2002 (US\$ milhões).

Anos	Líquidas ajustadas	Varição nominal	Varição %
1998	34.362	.....	.....
1999	23.861	-10.501	-30,6
2000	31.541	7.680	32,2
2001	27.797	-3.744	-11,9
2002	16.339	-11.458	-41,2

Fonte: BACEN (2008e).

O ajuste cambial, que teve influência modesta no período anterior, foi significativo no segundo período, em razão das duas maxidesvalorizações por qual passou o real: a primeira no ano de 1999 (quando o Banco Central adotou o câmbio flutuante), e a segunda em 2002 (quando o medo da eleição de Luiz Inácio Lula da Silva fez o dólar disparar). Em 1999, o ajuste cambial representou 43,8% do aumento da DPMFi (Tabela 13). Quanto ao ano de 2002, em função da recusa dos agentes financeiros em comprar títulos públicos, os resgates dos títulos com cláusula cambial foram feitos mediante monetização da economia (ou, em parte, com as sobras do superávit primário), ou seja, o Banco Central pagou o que devia com emissão monetária, ampliando os meios de pagamentos do país.

Tabela 13. Ajuste cambial, ajuste patrimonial e a emissão de títulos - 1999/2002 (R\$ milhões).

Discriminação	1999	2000	2001	2002
Ajuste cambial	39.873	9.479	19.182	76.662
% em relação ao cresc DPMFi	43,8	9,9	16,9	.....
Ajuste patrimonial	5.042	-11.565	43.669	3.057
% de emissão em relação ao cresc DPMFi	5,5	.....	38,5	.....

Fonte: BACEN (2008f).

Ainda em relação a Tabela 13, temos o ajuste patrimonial. Neste período, o ano de 2001 foi aquele em que o ajuste patrimonial foi mais significativo: representou 38,5% do crescimento da DPMFi. Da mesma forma que o ajuste cambial, no ano de 2002, o ajuste patrimonial foi pago mediante monetização da economia (ou, em parte, com as sobras do superávit primário).

Por fim, chegamos ao último motivo do crescimento da DPMFi neste segundo período: trata-se do ajuste de liquidez (já explicado na primeira seção). Conforme a Tabela 14, verificamos que o ajuste de liquidez foi o principal responsável pelo aumento da DPMFi no ano de 2000 (57,2%). No total do segundo período, o ajuste de liquidez continuou sendo o fator determinante mais expressivo para o crescimento da dívida interna (38,5%), seguido do ajuste cambial (22,8%), ajuste patrimonial (17,3%), juros nominais (16,7%) e esterilização monetária (4,7%). Neste período, não tivemos déficit primário.

Tabela 14. Fatores determinantes do crescimento da DPMFi - 1999/2002 (R\$ milhões).

Discriminação	1999	2000	2001	2002	Período 1999/2002
Ajuste de liquidez	29,5	57,2	32,7	.....	38,5
Juros nominais	21,2	18,2	11,9	.....	16,7
Ajuste patrimonial	5,5	.....	38,5	.....	17,3
Esterilização	.....	14,7	.....	.....	4,7
Ajuste cambial	43,8	9,9	16,9	.....	22,8
Déficit primário	.....	.....	.....	.....	.....
Total	100,0	100,0	100,0	.....	100,0

Fonte: Elaboração dos autores.

4 FATORES DETERMINANTES DO CRESCIMENTO DA DPMFi NO PRIMEIRO GOVERNO LULA (2003-2006)

A eleição de Luiz Inácio Lula da Silva para presidente da República despertou o sentimento de que os privilégios recebidos por certos setores da economia, principalmente em relação aos bancos e rentistas, iriam terminar. Mas isto não ocorreu. O ajuste de liquidez que tanto ampliou a DPMFi e criou custos financeiros ao país continuou sendo realizado, para decepção de muitos economistas que apoiaram a eleição de Lula.

A primeira observação que podemos fazer, deste terceiro período, é o crescimento da DPMFi em relação ao PIB: o Governo FHC entregou esta relação em 42,2%, no final de 2002; já no término do primeiro Governo Lula, a mesma relação estava em 46,9% (Tabela 15). Não devemos esquecer, no entanto, que no final do Governo Franco (1994), a relação estava em 17,7%, mas ao final dos oito anos do Governo FHC, ela tinha alcançado os 42,2%. O fato é que a relação DPMFi/PIB cresceu durante o mandato dos dois presidentes.

Tabela 15. Porcentagem da DPMFi (final do período) em relação ao PIB - 2002/2006 (R\$ milhões).

Anos	PIB Preços Correntes	DPMFi	%
2002	1.477.822	623.191	42,2
2003	1.699.948	731.858	43,1
2004	1.941.498	810.264	41,7
2005	2.147.239	979.663	45,6
2006	2.332.936	1.094.724	46,9

Fonte: IPEADATA (2008).

Em termos nominais (Tabela 16), os valores do crescimento da DPMFi são astronômicos. O único ano em que ficou abaixo dos R\$ 100 bilhões foi em 2004. Já no ano de 2005, atingiu a quantia de R\$ 169,4 bilhões.

Tabela 16. DPMFi fora do BACEN (final do período) - 2002/2006 (R\$ milhões).

Anos	Valor	Variação (%)	Variação Nominal
2002	623.191	.....	.....
2003	731.858	17,44	108.667
2004	810.264	10,71	78.406
2005	979.663	20,91	169.399
2006	1.094.724	11,74	115.061

Fonte: IPEADATA (2008).

Mais uma vez, como aconteceu nos períodos anteriores, não foi nenhum gasto acima da despesa que fez aumentar a dívida interna. De acordo com a Tabela 17, o Governo Central teve superávits primários expressivos nos quatro anos deste terceiro período. Em três anos, os valores ficaram acima dos R\$ 50 bilhões.

Tabela 17. Resultado primário e nominal do Governo Central - 2003/2006 (R\$ milhões).

Discriminação	2003	2004	2005	2006
Resultado primário	38.744	52.385	55.741	51.352
Resultado nominal	-62.152	-27.034	-73.284	-74.475
Juros nominais	100.896	79.419	129.025	125.827

Fonte: BACEN (2008a; 2008b).

As razões do aumento já são conhecidas. O primeiro determinante do crescimento da DPMFi foram os juros nominais, bem superiores aos superávits primários. Como já foi feito anteriormente, temos que descontar os juros nominais externos dos juros nominais para obter os juros nominais internos (Tabela 18). O segundo passo é descontar dos juros nominais internos o valor do superávit primário. O resultado são os juros não cobertos pelo superávit que deverão ser pagos mediante o lançamento de novos títulos da dívida pública. Em 2003, os juros representaram 42,2% do aumento da DPMFi. Esta porcentagem caiu em 2004 (15%), para subir em 2005 (35,7%). Já para o ano de 2006, os juros nominais internos foram o principal responsável pelo crescimento da dívida interna do país (58,4%).

Tabela 18. Juros nominais e emissão de títulos - 2003/2006 (R\$ milhões).

Discriminação	2003	2004	2005	2006
Juros nominais	100.896	79.419	129.025	125.827
(-) Juros nominais externos	16.251	15.269	12.771	7.321
Juros nominais internos	84.645	64.150	116.254	118.506
(-) Superávit primário	38.744	52.385	55.741	51.352
Juros não cobertos pelo superávit	45.901	11.765	60.513	67.154
Emissão de títulos p/ ppto. de juros (R\$)	45.901	11.765	60.513	67.154
% Emissão em relação ao cresc. DPMFi	42,2	15,0	35,7	58,4

Fonte: BACEN (2008b; 2008c; 2008d; 2008a).

O segundo determinante para o crescimento da DPMFi, neste terceiro período, foi a esterilização dos meios de pagamentos provocado pela monetização causada pelo aumento das reservas internacionais. O Brasil voltou a comprar moeda estrangeira para não só aumentar as reservas do país, mas, principalmente, para tentar anular a valorização do real em relação ao dólar. De acordo com a Tabela 19, as reservas tiveram um crescimento expressivo no período, saindo de US\$ 16,3 bilhões, no final de 2002, para US\$ 85,8 bilhões, no final de 2006. O custo da esterilização é calculado mediante a multiplicação do montante do aumento das reservas pela taxa de câmbio média anual. A esterilização, em 2003, por exemplo, representou a emissão de títulos públicos no valor de R\$ 13,3 bilhões, cuja participação no aumento da DPMFi foi de 12,2%. Esta participação foi crescente neste terceiro período: de 26,2%, em 2004, e de 37,8%, em 2005.

Tabela 19. Reservas internacionais (final do período) e emissão de títulos - 2002/2006 (milhões).

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006
Reservas em US\$	16.339	20.525	27.541	53.799	85.839
Aumento das reservas em US\$	4.186	7.016	26.258	32.040
Taxa média de câmbio anual (R\$)	3,17	2,93	2,44	2,18
Aumento das reservas em R\$	13.270	20.557	64.070	69.847
Emissão de títulos para esterilização (R\$)	13.270	20.557	64.070	47.907
% Emissão em relação ao cresc. DPMFi	12,2	26,2	37,8	41,6

Fonte: BACEN (2008e); Conjuntura Econômica (2007).

No entanto, um fato curioso ocorreu em 2006. Neste ano, as reservas internacionais aumentaram R\$ 69,8 bilhões (em moeda nacional). Mas a somatória dos juros nominais internos não cobertos pelo superávit primário com o aumento das reservas em moeda nacional totalizaram R\$ 137 bilhões, valor

superior ao crescimento da DPMFi (R\$ 115,1 bilhões), conforme a Tabela 16. Assim, neste ano, em particular, podemos concluir que o Banco Central não esterilizou por completo o aumento dos meios de pagamentos provocado pelo crescimento das reservas internacionais. Por esta razão, consideramos que a emissão de títulos públicos para esterilização representou a diferença entre os juros não cobertos pelo superávit primário e o montante do crescimento da DPMFi, ou seja, R\$ 47,9 bilhões.

Já os ajustes cambial e patrimonial tiveram pouca participação no aumento da DPMFi neste terceiro período. Como a moeda brasileira valorizou-se em relação ao dólar (Tabela 20), o ajuste cambial não contribuiu para o aumento da dívida interna, ao contrário, favoreceu para que seu crescimento não fosse maior. Quanto ao ajuste patrimonial, o ano de maior impacto no crescimento da dívida interna foi em 2004 (7,4%). No ano de 2006, o ajuste patrimonial foi negativo, o que também contribuiu para que a dívida não crescesse ainda mais.

Tabela 20. Ajuste cambial, ajuste patrimonial e a emissão de títulos - 2003/2006 (R\$ milhões).

Discriminação	2003	2004	2005	2006
Ajuste cambial	-64.307	-16.193	-18.202	-4.881
% em relação ao cresc DPMFi	.....	.....	.....	.....
Ajuste patrimonial	603	5.763	2.307	-2.425
% Emissão em relação ao cresc DPMFi	0,6	7,4	1,4	.....

Fonte: BACEN (2008f).

Podemos agora verificar qual foi o impacto do ajuste de liquidez na dívida interna (Tabela 21). Em 2003 e 2004, o ajuste de liquidez se manteve como o principal determinante do crescimento da DPMFi (45% e 51,4%, respectivamente). No entanto, em 2005, o ajuste de liquidez (25,1%) perdeu sua posição na hegemonia do crescimento da DPMFi para a esterilização monetária causada pelo aumento das reservas internacionais (37,8%). Já em 2006, não ocorreu ajuste de liquidez. O fato é explicado pela forte emissão de títulos para esterilização, bem como da necessidade de emissão de títulos para pagar os juros nominais: os títulos emitidos para estas duas obrigações foram suficientes para ajustar a liquidez do mercado financeiro e satisfazer a demanda de seus investidores. Outro fato foi o crescimento dos empréstimos por parte do setor bancário, reduzindo a quantidade ociosa de recursos em suas tesourarias.

Tabela 21. Fatores determinantes do crescimento da DPMFi- 2003/2006 (%).

Discriminação	2003	2004	2005	2006	Período 2003/2006
Ajuste de liquidez	45,0	51,4	25,1	.....	28,0
Juros nominais	42,2	15,0	35,7	58,4	39,3
Ajuste patrimonial	0,6	7,4	1,4	.....	1,8
Esterilização	12,2	26,2	37,8	41,6	30,9
Ajuste cambial	.....	.....	.....	.....	.....
Déficit primário	.....	.....	.....	.....	.....
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração dos autores.

Pela Tabela 21, podemos observar que o principal responsável pelo aumento da DPMFi no período de 2003/2006 foram os juros nominais (39,3%). Até então, nos dois primeiros períodos, o principal determinante tinha sido o ajuste de liquidez. O segundo responsável foi a esterilização monetária (30,9%), ficando o ajuste de liquidez como a terceira causa (28%).

Resumindo as informações dos itens anteriores, chegamos aos fatores determinantes do crescimento da DPMFi entre 1995 e 2006. Pela Tabela 22, notamos que o ajuste de liquidez foi o principal determinante do crescimento da DPMFi no período de 1995/1998 (47,6%) e no período de 1999/2002 (38,5%). No terceiro período (2003/2006), os juros nominais assumem como a principal causa (39,3%). Na soma dos três períodos (última coluna da Tabela 22), que compreende os anos de 1995 a 2006, temos que o principal determinante do crescimento da dívida interna foi o ajuste de liquidez (36,3%), seguido pelos juros nominais (31,5%), esterilização monetária (17,5%), ajuste patrimonial (7,2%), ajuste cambial (7,3%) e déficit primário (0,2%).

Tabela 22. Fatores determinantes do crescimento da DPMFi- 1995/2006 (%).

Discriminação	1995/1998	1999/2002	2003/2006	Período 1995/2006
Ajuste de liquidez	47,6	38,5	28,0	36,3
Juros nominais	34,2	16,7	39,3	31,5
Ajuste patrimonial	6,4	17,3	1,8	7,2
Esterilização	8,1	4,7	30,9	17,5
Ajuste cambial	2,8	22,8	.....	7,3
Déficit primário	0,9	.....	.....	0,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração dos autores.

É evidente que os cálculos apresentados neste artigo não são totalmente precisos. Por exemplo, o Banco Central não é obrigado a emitir títulos toda vez que compra moeda estrangeira no mercado doméstico; o próprio crescimento da economia permite certa monetização. Outro exemplo é a utilização da taxa média de câmbio anual para calcular o valor das reservas internacionais em reais: trata-se apenas de uma média, que não representa fielmente o valor dos títulos emitidos para esterilização. Mesmo assim, acreditamos que a ordem dos determinantes não se alterariam e que a porcentagem relativa de cada fator determinante no aumento da DPMFi está próxima do correto.

5 CONCLUSÃO

O forte crescimento da DPMFi, entre 1995 e 2006, não foi causado pelo gastos acima da receita do Governo Central. Muito pelo contrário, o déficit fiscal foi irrisório em relação ao crescimento da dívida interna. O ajuste de liquidez foi identificado como o principal responsável pelo crescimento do endividamento em títulos públicos, cuja operação foi conduzida pelo Banco Central. Assim, atribuir exclusivamente ao Tesouro Nacional a culpa pelo aumento da DPMFi é um grande erro.

Em resumo, os fatores determinantes para o crescimento da DPMFi, entre 1995 e 2006, foram os seguintes (com sua respectiva participação percentual): 1) ajuste de liquidez (36,3%); 2) juros nominais internos (31,5%); 3) esterilização monetária (17,5%); 4) ajuste patrimonial (7,2%); 5) ajuste cambial (7,3%); 6) déficit primário (0,2%).

ABSTRACT

One of the poorly and unknown questions of the brazilian macroeconomy is the growth of Federal Domestic Public Debt (DPMFi). Between late 1994 and late 2006, the domestic federal debt rose dramatically, from R\$ 61.782 billion to R\$ 1.094,724 billion. The most commented reasons of this growth (fiscal deficit, skeletons, monetary sterilization, and others) are not the main cause. There is a hidden responsible for that has been overlooked by analysts of the public sector. It's called "liquidity adjustment", operations carried out by the Central Bank to reduce excess of brazilian banks liquidity. By using government securities to reduce liquidity in the financial system, the Central Bank has become the main responsible for the growth of domestic federal debt in the period.

Keywords: DPMFi, Public Deficit, Liquidity Adjustment.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Séries Temporais. Tabela 4782:** Resultado Primário – Governo Federal e Banco Central. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 03/11/2008a.

_____. **Séries Temporais. Tabela 4749:** Juros Nominais - Total – Governo Federal e Banco Central. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 03/11/2008b.

_____. **Séries Temporais. Tabela 4771:** Juros Nominais – Externa – Governo Federal e Banco Central. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 03/11/2008c.

_____. **Séries Temporais. Tabela 4760:** Juros Nominais – Interna – Governo Federal e Banco Central. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 03/11/2008d.

_____. **Séries Temporais. Tabela 11750:** Reservas Internacionais Líquidas Ajustadas. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 03/11/2008e.

_____. **Fatores condicionantes da DLSP.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?FATORES_DLSP>. Acesso em: 10/06/2008f.

_____. **Relatório Anual de 1996.** Brasília: Depec, 1997. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/Banual96/banualc3>>. Acesso em: 22/01/2007.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Taxa média de câmbio anual.** Rio de Janeiro: vol. 61, n. 3, março de 2007.

COSTA, Fernando Nogueira. Contra-acionamento de crédito: do raro e caro ao farto e barato. In: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. (Orgs.). **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia.** Campinas: UNICAMP/IE, 2006.

CYPRIANO, Márcio. Entrevista. In: **Folha de S. Paulo**, 03/02/2008, p. B3.

GALBRAITH, John K. **A economia das fraudes inocentes.** São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

IPEADATA. **Produto interno bruto (PIB); Dívida mobiliária interna federal – títulos fora do BC – fim período.** Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em 20/06/2008.

PELTZMAN, Sam. Towards a more general theory of regulation. **The Journal of Law and Economic**, Chicago, v.19, n.2, p.211-240, 1976.

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. **Bell Journal of Economic and Management Science**, New York, v.2, n.1, p.1-21, 1971.

