



**Universidade de Brasília – UnB**  
**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência**  
**da Informação e Documentação – FACE**  
**Departamento de Economia**

# **A DÍVIDA PÚBLICA E A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA NO GOVERNO LULA**

**RODRIGO RIBEIRO BEDRITICHUK**

**BRASÍLIA – DF**  
**2008**



**Universidade de Brasília – UnB**  
**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência**  
**da Informação e Documentação – FACE**  
**Departamento de Economia**

# **A DÍVIDA PÚBLICA E A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA NO GOVERNO LULA**

Orientador: José Carlos de Oliveira

**Banca Examinadora:** José Carlos de Oliveira  
Flávio Rabelo Versiani

**RODRIGO RIBEIRO BEDRITICHUK**

**A DÍVIDA PÚBLICA E A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS  
FISCAL E MONETÁRIA NO GOVERNO LULA**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília como requisito à obtenção do título de Bacharel em Economia.

**BRASÍLIA – DF  
2008**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, pelo amor e misericórdia incondicionais, a minha família e namorada, por todo o carinho, compreensão e sustento, e aos meus colegas de curso, pelo apoio dado nesses quatro anos.

## RESUMO

*A maneira como se configuram as políticas monetária e fiscal possui grande relevância no âmbito da política econômica, uma vez que a conjugação ou não de objetivos e ações pode determinar o sucesso ou o fracasso dessas políticas. De um modo geral, a inter-relação entre as políticas monetária e fiscal evidencia-se mais claramente sobre a dívida pública. Desse modo, o objetivo desta monografia é analisar como se comportou a dívida pública no Governo Lula, no período 2003-2008, tendo em vista a configuração e a influência das políticas fiscal e monetária. Os fatos permitem concluir que as políticas fiscal e monetária agiram de forma não coordenada no período. Por outro lado, a evolução da dívida pública apresentou resultados modestos. No que tange à composição e estrutura, houve uma melhora clara desta. Porém, quando se avalia o processo de endividamento, percebe-se um resultado insatisfatório e que potencializa problemas estruturais futuros. A conclusão é que a falta de coordenação, por bifurcar o curso da política econômica, implicou nesse resultado. A causa determinante para o ocorrido foi a insuficiência de esforço fiscal, embora as ações da política monetária tenham contribuído em algum grau para aumentar a dívida pública. Apesar de não ter sido suficiente, a política fiscal conseguiu pelo menos reverter o quadro do endividamento público brasileiro. Dessa forma, o cenário atual já aponta para um nível de sustentabilidade fiscal, mas a sugestão é que se intensifique o esforço fiscal e que haja uma melhor coordenação das políticas fiscal e monetária.*

**Palavras-chave:** *dívida pública, política monetária, política fiscal, coordenação, ajuste fiscal*

## **ABSTRACT**

*The way that monetary and fiscal policies are designed and implemented has a great relevance in the whole of economic policy. The agreement or the divergence between monetary and fiscal policies can lead either to success or failure of the stated objectives of these policies. The main channel of interaction between monetary and fiscal policies is the public debt. An interesting question is if the coordination of economic policies can improve the administration of the public debt. Considering so, this paper intends to evaluate the behavior of Brazilian public debt in 2003-2008, analyzing the influence of monetary and fiscal policies on the result. Actually, it is seen that there was no coordination of these policies and that the public debt kept its tendency of growth, although the structure of the debt had improved. The conclusion is that the lack of coordination, since it divided the action of macroeconomics policies, led to this result. The decisive cause of the growth of public debt is that there was an insufficient fiscal effort, although the actions of monetary policy had contributed to expand the debt. As a suggestion for the future, it is highly recommended that fiscal policy enhance its efforts to achieve the fiscal sustainability and also that monetary and fiscal policies achieve a closer degree of coordination.*

**Keywords:** *public debt, monetary policy, fiscal policy, coordination, fiscal adjustment*

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	07
<b>CAPÍTULO I – ASPECTOS TEÓRICOS DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS .....</b>	<b>09</b>
1.1 A Dívida Pública no Financiamento dos Gastos Públicos .....	09
1.2 O Regime de Metas para a Inflação .....	15
1.2.1 <i>Fundamentação Teórica</i> .....	15
1.2.2 <i>Operacionalização do Regime de Metas para a Inflação</i> .....	19
1.3 Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária .....	20
<b>CAPÍTULO II – EVOLUÇÃO E CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL .....</b>	<b>31</b>
2.1 O Caso Brasileiro .....	31
2.2 A Evolução da Dívida Pública: Um Breve Histórico .....	34
2.2.1 <i>O Período 1960-1998</i> .....	34
2.2.2 <i>O Período 1999-2002</i> .....	38
2.3 A Recente Configuração das Políticas Fiscal e Monetária .....	41
2.4 A Evolução da Dívida Pública no período 2003-2008 .....	44
2.4.1 <i>A Evolução da Dívida Líquida do Setor Público</i> .....	44
2.4.2 <i>A Evolução da Dívida Pública Federal</i> .....	47
2.4.3 <i>A Evolução da Dívida dos Estados</i> .....	51
<b>CAPÍTULO III – A DÍVIDA PÚBLICA E A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL .....</b>	<b>55</b>
3.1 Análise da Evolução da Dívida Pública no Período 2003-2008 .....	55
3.1.1 <i>A Dívida Líquida do Setor Público</i> .....	56
3.1.2 <i>A Dívida Pública Federal</i> .....	59
3.1.3 <i>A Dívida dos Estados</i> .....	63
3.2 Expectativas e Desafios .....	65
3.3 Necessidade de Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária .....	71
CONCLUSÃO .....	80
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	83

## INTRODUÇÃO

A atuação dos governos na economia objetiva maximizar o bem-estar da sociedade, promovendo um crescimento sustentável em um ambiente de estabilidade. A eficácia ou não em alcançar esse fim depende, em grande escala, do sucesso das políticas econômicas do governo. Assim, a maneira como estas são geridas é de grande importância no debate econômico, uma vez que influencia diretamente no bem-estar social.

Nessa esteira, o relacionamento entre a política fiscal e a monetária adquire grande relevância. Nos últimos tempos, tem-se observado uma separação rígida dessas políticas, ficando a política monetária incumbida de perseguir a estabilidade de preços e a política fiscal destinada a esforçar-se para aumentar o produto e reduzir o desemprego. A grande questão que se levanta é se é necessário haver uma coordenação entre as políticas ou não. Como a dívida pública constitui um denominador comum na atuação dessas duas políticas, faz-se conveniente analisar o impacto da coordenação ou não das políticas fiscal e monetária sobre ela.

Este trabalho, portanto, tem por objetivo verificar como a disposição das políticas fiscal e monetária no Governo Lula (2003-2008) influenciou na evolução da dívida pública brasileira. Com o resultado obtido, espera-se enriquecer o debate sobre essa questão de tamanha importância.

O Capítulo I destina-se a fundamentar teoricamente o assunto. Inicialmente, a dívida pública será situada no âmbito da política fiscal. Diferentes enfoques sobre o papel que tem a dívida pública na política econômica serão apresentados. Depois, mostrar-se-á a teoria por trás do



regime de metas para a inflação, que é uma abordagem de política monetária. Outrossim, o modo de operação desse regime será evidenciado. Por último, será mostrado as interações existentes entre as políticas fiscal e monetária. A literatura econômica existente sobre a coordenação das políticas fiscal e monetária será apresentada.

Já o Capítulo II irá fazer uma avaliação da experiência brasileira. No primeiro tópico, serão mostradas algumas especificidades do caso brasileiro com relação à política fiscal e a monetária. Depois, será apresentado um breve histórico da evolução da dívida pública desde meados da década de 1960 para situar melhor o período atual. Ainda, será feito um diagnóstico acerca da disposição atual das políticas fiscal e monetária. Por fim, será feita uma análise descritiva da evolução da dívida pública no Brasil no período 2003-2008.

Finalmente, o Capítulo III fará uma análise crítica dos resultados encontrados. Primeiro, far-se-á uma leitura geral dos dados obtidos no Capítulo II. Posteriormente, serão mostradas quais são as expectativas futuras para o endividamento público brasileiro, bem como quais são os principais problemas. Para concluir, o último tópico objetiva verificar quais foram os efeitos da disposição das políticas fiscal e monetária no período sobre a evolução da dívida pública. Ademais, a necessidade de uma futura coordenação dessas políticas econômicas será analisada, com base nos dados obtidos.

## **CAPÍTULO I – Aspectos Teóricos das Políticas Econômicas**

Este capítulo fará uma revisão da literatura já existente sobre o tema proposto. Na seção 1.1, far-se-á uma análise teórica da dívida pública. Aspectos como o fundamento teórico, conceitos e classificações e o seu papel dentro da política econômica do governo serão abordadas nessa seção. No tópico 1.2, a análise será centrada na política monetária que opera sob o regime de metas para a inflação. A operacionalização desse regime será descrita, bem como os pressupostos teóricos por trás dessa abordagem de política monetária. Por fim, a seção 1.3 apresentará a interação que há entre a dívida pública e a política monetária, enunciando a vasta literatura econômica que há sobre o tema.

### **1.1 A Dívida Pública no Financiamento dos Gastos Públicos**

Os governos se apresentam como agentes ativos na economia, com vistas a efetuar a alocação de certos bens e serviços, garantir a estabilidade da economia e promover uma distribuição de renda mais justa. É claramente perceptível o aumento dos gastos de todos os governos, de uma maneira geral, ao longo do tempo. GIAMBIAGI e ALÉM (2008) citam algumas causas desse fenômeno, quais sejam, a urbanização, o envelhecimento da população, o crescimento do PIB per capita e o aumento do preço relativo dos serviços.

Para financiar esses gastos, sempre crescentes, os governos dispõem de certos meios. O mais simples deles consiste na emissão de moeda. Outro é a instituição de impostos e/ou a cobrança de taxas por seus bens e serviços ofertados. Por fim, os governos podem se financiar por meio de empréstimos obtidos junto ao setor privado, o que, em contrapartida, gera uma

dívida pública. Portanto, em linhas gerais, a dívida pública é um meio de o governo obter receitas através de operações de crédito.

É evidente que a dívida é indispensável ao financiamento público. A emissão monetária discricionária para cobrir déficits governamentais (senhoriagem) implica em inflação. Por outro lado, há algumas vantagens no financiamento por empréstimos em detrimento do financiamento por tributos. MUSGRAVE (1976) cita quatro dessas vantagens.

Primeiro, é comum que as pessoas queiram pagar por um bem conforme seu uso. Em casos onde o dispêndio presente proverá benefícios futuros e o desembolso inicial é grande, os indivíduos preferirão pagar através dos anos, na medida em que forem colhendo os benefícios do projeto. Como em projetos públicos não se pode parcelar o pagamento dos tributos, então o financiamento por empréstimos é, neste caso, preferível à tributação, uma vez que permite o pagamento conforme o uso. A segunda vantagem, que é uma extensão desse caso, é a equidade intergerações. Visto que certos projetos atuais continuarão a produzir benefícios a outras gerações, nada mais justo do que financiá-los por empréstimos, pois isto estende os custos no tempo e obedece ao princípio do financiamento por pagamento conforme o uso.

A terceira vantagem enunciada por MUSGRAVE (1976) é que a dívida pública ajuda a reduzir a fricção tributária. Pode ser preferível a aplicação do financiamento por empréstimo quando os efeitos friccionais da tributação se tornam um problema cada vez mais sério à medida que o nível de tributação se eleva. De fato, a curva de Laffer mostra que a partir de determinado ponto, o aumento das alíquotas tributárias acarreta redução, e não aumento da receita do governo. Nesse caso, a dívida é preferível à tributação. O último caso seria o financiamento de projetos autoliquidáveis. Segundo MUSGRAVE (1976, pg. 705):

“Tais projetos podem ser estreitamente definidos como investimentos em empresas públicas que proporcionam uma taxa ou renda das vendas, suficiente para o serviço da dívida contraída para seu financiamento; ou, então, podem ser definidos de maneira ampla como projetos de dispêndios que incrementam a renda futura e a base tributária.”

Adicionalmente, SILVA (1976, pg. 81) cita mais duas vantagens que decorrem do financiamento via dívida pública. A primeira pode ser simplesmente antecipar uma receita orçamentária para satisfazer necessidades imediatas de caixa (caso em que a dívida é de curto prazo). O outro caso, mais comum, seria para compensar desequilíbrios orçamentários e financiar projetos cujo montante de recursos necessários seria superior aos recursos próprios existentes, num dado período.

A literatura econômica classifica a dívida pública segundo alguns critérios que, em termos práticos, podem facilitar a gestão desta pelos tomadores de decisão. Quanto aos prazos, a dívida pode ser flutuante ou fundada. A dívida flutuante é a dívida de curto prazo, quando, em geral, o resgate ou a amortização não ultrapassar o período de 12 meses. A dívida é fundada quando é de médio e longo prazo, quando o resgate ou amortização ultrapassar o período de 12 meses (SOUZA, 1992). Quanto à origem dos recursos, a dívida pública pode ser interna ou externa. Se os recursos forem captados no próprio país, a dívida é interna. Porém, se os recursos forem captados no exterior, caso em que o pagamento é realizado em moeda estrangeira, tem-se uma dívida externa. Nota-se que há diferença entre a dívida externa de um país, a qual inclui os débitos tanto públicos quanto privados, e a dívida externa do governo, que inclui obviamente apenas a dívida pública.

Em relação às dívidas fundadas, estas podem ser de dois tipos. A primeira é a dívida contratual, fruto de um contrato estabelecido entre um ente do setor público e uma

determinada pessoa física ou jurídica. O segundo tipo é a dívida mobiliária, que é uma ordem de pagamento a seu detentor; por isso, não é nominal como a dívida contratual. A dívida mobiliária corresponde aos títulos públicos em poder do mercado. Por fim, cumpre ressaltar a diferença entre a dívida bruta e a dívida líquida. A dívida bruta corresponde ao endividamento total de todos os entes e esferas do setor público. Já a dívida líquida faz o balanceamento entre a dívida e os créditos dos entes do governo junto às instituições financeiras e entre a dívida e os créditos entre as esferas de governo.

Dada a importância da dívida no financiamento dos gastos públicos, cabe inquirir sobre os seus efeitos à economia. Sobre esse assunto, há dois enfoques principais que são controversos: o da equivalência ricardiana e o enfoque keynesiano. A descrição desses enfoques é baseada em HERMANN (2002)<sup>1</sup>.

O enfoque keynesiano leva em conta o papel da demanda agregada na estabilidade da economia. São as decisões de gasto, e principalmente as de investimento, que ditam o ritmo da atividade econômica. Uma vez que as expectativas são instáveis devido ao contexto incerto na tomada de decisões, naturalmente também será instável a própria atividade econômica, sujeita a constantes oscilações.

Nesse contexto, o governo, mediante a política fiscal, opera um papel fundamental de sustentar a demanda agregada e ser um agente anti-cíclico. O gasto e, principalmente, o déficit do governo são identificados como instrumentos anti-cíclicos potentes que, aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns às economias de mercado. A administração da dívida pública é,

---

<sup>1</sup> HERMANN, J. “A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)”, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

portanto, parte integrante deste modelo, cabendo ao governo administrá-la de modo a diminuir seu custo de financiamento. Ademais, a dívida pública torna-se sustentável devido à sua constante administração pelo governo e pela posterior recuperação da atividade econômica, que aumentam a receita tributária e, com isso, a capacidade de sustentar os encargos da dívida.

O outro enfoque do impacto da dívida pública é o da equivalência ricardiana. Essa é a visão clássica de entendimento da dívida pública e, por isso, é defendida pela maioria dos economistas. Segundo esse modelo, elevações no estoque da dívida pública não produzem efeitos reais na economia, pois o déficit será compensado por elevações futuras nos impostos de modo a satisfazer a restrição orçamentária intertemporal. É indiferente que o financiamento do governo seja realizado por meio de impostos ou mediante títulos públicos, pois ambos têm como consequência a diminuição do consumo presente (BORGES, 2006). Ao explicar o sistema clássico da dívida pública, MUSGRAVE (1976, pg. 689) diz:

“O financiamento por tomada de empréstimo é tão eficaz quanto o financiamento por coleta de impostos na redução da procura agregada e a baixa da dívida é tão eficaz quanto os dispêndios com bens e serviços por parte do governo na expansão da procura.”

Os pressupostos da equivalência ricardiana são: os agentes trabalham com expectativas racionais, utilizando todas as informações disponíveis e as interpretando de acordo com o modelo teórico “correto”; a tributação não é distorciva; vale a teoria do ciclo de vida de Modigliani, segundo a qual os indivíduos alocam suas rendas entre consumo e poupança buscando manter um padrão constante de consumo ao longo da vida. Assim, sabendo que o governo trabalha com déficit presente, os indivíduos sabem que, no futuro, serão cobrados

mais impostos para cobrir as despesas com a dívida atual. Logo, no presente a renda é deslocada do consumo para a poupança, de forma a poder pagar os maiores impostos no futuro. A dívida pública, ao invés de fomentar a demanda presente, como diz o enfoque keynesiano, apenas diminui o consumo presente, já que os agentes trabalham com um planejamento intertemporal de gastos.

Nesse sentido, além de não produzir efeitos reais sobre a economia, o financiamento dos gastos pela dívida pública pode acarretar efeitos negativos à sociedade sob o enfoque da equivalência ricardiana. O primeiro deles é a inflação, que ocorre quando a economia já trabalha próxima ao produto potencial. O déficit do governo, seja ele financiado por emissão monetária ou pela dívida pública, gera um aumento excessivo da demanda agregada que apenas aumentará o nível de preços. O segundo efeito é o problema intergerações. Os custos da dívida (juros e amortizações) são automaticamente transferidos para a geração seguinte, sem que ela tenha se manifestado sobre a decisão. Como o impacto da dívida é equivalente ao do tributo, neste caso é preferível instituir tributos, pois a geração que os paga foi a que tomou essa decisão, ao contrário do que ocorre com a dívida. Por fim, o terceiro efeito é o da ineficiência alocativa: a desvinculação do bônus de gastar do ônus de se instituir tributos para tanto, gera um ambiente propício ao descontrole e ao desperdício (REZENDE, 1995).

Assim, dependendo do enfoque que o governo assume, ele pode adotar diferentes posturas com relação à dívida. DALTON (1977) cita três ações distintas que um governo pode tomar acerca da dívida: repudiá-la, liquidá-la ou adiá-la constantemente. A decisão mais radical, a de repudiar a dívida, isto é, negar-se a pagar o débito, pode trazer conseqüências desastrosas a um país. O receio dos credores, tanto externos quanto internos, pode deixar o governo sem crédito algum para financiar seus gastos. Assim, a grande discussão sobre a gerência da dívida

se refere a adiar constantemente seu pagamento, focando numa composição ótima que minimize os custos (enfoque keynesiano) ou a sua gradativa redução, de modo a neutralizar seus efeitos negativos sobre a economia (enfoque da equivalência ricardiana).

## **1.2 O Regime de Metas para a Inflação**

### **1.2.1 Fundamentação Teórica**

O regime de metas para a inflação aparece como um arcabouço de política monetária, caracterizado por um anúncio público de uma meta quantitativa oficial para a taxa de inflação, sob um ou mais horizontes de tempos, e a pressuposição de que a estabilidade de preços deve ser o objetivo principal da política monetária (ARAÚJO, 2003).

A teoria econômica por trás do regime de metas para a inflação é da mais controversa possível, uma vez que remonta aos primórdios do debate econômico sobre a moeda. A polêmica centra-se na aceitação ou não da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Embora já defendida por RICARDO e outros economistas, a TQM ganhou notoriedade formal a partir do trabalho de IRVING FISHER (1911). A teoria diz que o aumento no estoque de moeda gera um aumento proporcional do nível de preços na economia. Em outras palavras, a moeda só altera preços. Para visualizar melhor a teoria, tem-se a seguinte equação:

$$MV = PY \quad (1)$$



onde  $M$  é a quantidade de moeda,  $V$  é a velocidade de circulação da moeda,  $P$  é o nível geral de preços da economia e  $Y$  é o PIB. Assim, um aumento de  $M$  só irá aumentar  $P$ . Há dois pressupostos básicos na aceitação desse postulado:

- 1) A moeda é exógena. Ela é tratada apenas como um meio de troca, não desejável por si mesma. As pessoas retêm moeda apenas para saldar necessidades imediatas de caixa. Logo, a demanda por moeda é constante, estável ou previsível, o que faz com que a quantidade de moeda seja controlada pela autoridade monetária.
- 2) A moeda é neutra. O aumento da quantidade de moeda não aumenta a produção real de bens e serviços.

A maior parte dos economistas aceita esses pressupostos, discordando apenas quanto à defasagem temporal do aumento de preços. Os economistas novos-clássicos crêem que dado aumento da oferta de moeda acarretará um aumento rápido do nível de preços, uma vez que os agentes possuem expectativas racionais e agem de acordo com o que esperam do futuro. Qualquer aumento de produção nesse interregno é logo dissipado pelo posterior aumento de preços. Esse argumento, que tem como precursor LUCAS (1976), é aprofundado por KYDLAND e PRESCOTT (1977) e BARRO e GORDON (1983). A escola dos economistas novos-keynesianos, por sua vez, partilha das conclusões da Teoria Quantitativa da Moeda, mas acha que o aumento do nível geral de preços só se dará no longo prazo, porquanto os preços são rígidos no curto prazo. Assim, no curto prazo o aumento do estoque de moeda aumentará a produção real de bens e serviços, implicando em um *trade-off* entre desemprego e inflação (o qual é mostrado pela Curva de Phillips).

Como a Teoria Quantitativa da Moeda afirma que é a autoridade monetária que controla a oferta de moeda, surgem dois problemas na condução de tal política pelo governo: o viés

inflacionário e a inconsistência temporal. Caso a política monetária seja discricionária, haverá uma tendência do governo e uma pressão da sociedade no sentido de uma expansão monetária devido aos ganhos que se obtém com a renda e o emprego (RESENDE, 2006). Esse é o chamado viés inflacionário do governo. Na mesma esteira, pode haver o problema da inconsistência temporal na condução da política monetária. Devido a circunstâncias pontuais, como, por exemplo, um período eleitoral, o governo pode mudar a política monetária previamente estipulada junto ao público. O resultado final, porém, é apenas mais inflação.

Essas escolas têm feito produtivo debate sobre se as políticas públicas devem ser conduzidas por regras ou de forma discricionária. MANKIW (1990) diz que as razões apresentadas por aqueles que defendem regras têm sido bastante persuasivas. Em situações onde o governo tem incentivo de quebrar a promessa feita ao público, os agentes racionais captam isso e se comportam de acordo com essa expectativa. A solução, diz MANKIW (1990, pg. 7), é retirar o poder discricionário do governo, obrigando-o a uma regra de política fixa.

OUREIRO, LEMOS e PADILHA (2005) discorrem sobre algumas sugestões de regras apresentadas no tocante à política monetária. Segundo eles, ROGOFF (1985) apresenta um modelo em que a autoridade monetária possui excessiva autonomia, operando com independência de objetivos e de instrumentos. A delegação do dirigente do Banco Central (BC) não pode ser democrática e deve preferir gestores mais conservadores. Suprimindo o caráter deveras subjetivo desse modelo, WALSH (1995) sugere um modelo onde o Banco Central atua com independência de instrumentos. O dirigente do BC é mero agente utilizado na consecução de uma meta para a política monetária previamente estabelecida. Os fins já são definidos, e cabe ao BC a escolha dos meios usados para atingi-lo. Por sua vez, SVENSSON

(1997) faz a junção desses dois modelos, no qual se concede autonomia a um Banco Central com característica conservadora associado ao nível de inflação desejado.

É nesse contexto que aparece o regime de metas para a inflação, como uma abordagem que fixa regras para a política monetária. Nesse caso, a política monetária é vinculada ao objetivo único de garantir a estabilidade de preços na economia. Em suma, há duas fundamentações básicas presentes na teoria ortodoxa que justificam a adoção desse regime. A primeira é a questão da aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda, a qual diz que a moeda é neutra na economia real. Isso implica que a política monetária só é capaz de alterar preços. O segundo motivo é o viés inflacionário do governo e a inconsistência temporal de suas políticas públicas, que motivam a adoção de regras em detrimento da discricionariedade.

Claramente, há várias críticas feitas a esse regime. RESENDE (2006, pg. 40), citando MODENESI (2005), diz que as críticas ao regime argumentam que: i) o regime pode aumentar a instabilidade do produto; ii) o regime pode reduzir o crescimento econômico; iii) a taxa de inflação não é diretamente controlada pelo Banco Central e iv) a flexibilidade cambial deixa o país suscetível a crises financeiras.

Os economistas pós-keynesianos divergem diametralmente, já que partem de outros axiomas teóricos. Para eles, a moeda é endógena e não é passível de ser controlada pelo BC. Isso porque a demanda por moeda tem um caráter instável e imprevisível. Além disso, a moeda pode afetar a produção real de forma permanente, uma vez que o crédito potencializa o investimento. Ao perseguir apenas a meta inflacionária, o BC deixa de considerar o impacto que suas ações têm sobre o nível de renda e de emprego. Assim, uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada

(SICSÚ, 2002). Ademais, a inflação não é um fenômeno estritamente monetário, fato que pode levar à inocuidade das ações da política monetária ao tentar controlá-la.

### **1.2.2 Operacionalização do Regime de Metas para a Inflação**

De modo resumido, o regime de metas para a inflação funciona da seguinte maneira: estabelece-se uma meta de inflação, que é anunciada abertamente ao público. A autoridade monetária deve perseguir tal meta ao longo do período também estipulado mediante a calibragem da taxa de juros. Atingindo a meta, a política monetária terá cumprido seu papel dentro da política econômica, uma vez que garantiu a estabilidade dos preços.

Os elementos a serem fixados pela política monetária são: o nível de inflação, o período a se atingir a meta e o índice de preços escolhidos. O nível de inflação pode ser uma meta pontual ou um determinado intervalo, no qual a inflação pode oscilar sem descumprir a meta estipulada. O período pode compreender um horizonte temporal longo ou curto. Quanto ao índice de preços, este pode ser um índice cheio ou um índice de núcleo da inflação, que descarta da mensuração variações de preço ditas temporárias. À fixação dos elementos do regime incide o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. Quanto mais dispersos forem os elementos, maior o poder de manobra da autoridade, mas menor é sua credibilidade. Por outro lado, se houver uma fixação de elementos estritamente explicitados, a credibilidade da autoridade monetária tende a ser maior, mas a flexibilidade da política monetária reduz-se (SICSÚ, 2002).

GIAMBIAGI e CARVALHO (2001) dizem que o regime de metas para a inflação serve como elemento de coordenação de expectativas dos agentes econômicos e, especificamente, do

mercado financeiro. Por outro lado, o regime passa a ser um guia de plena transparência na condução da política monetária. A comparação da inflação observada com a inflação estipulada na meta serve de parâmetro para se avaliar, de forma clara, o nível de efetividade da política monetária.

Percebe-se que há certos pressupostos no tocante à adoção do regime de metas, quais sejam: o controle fiscal, a autonomia operacional do Banco Central e a sua credibilidade. Aqui se observa como esse regime monetário se relaciona com a dívida pública e com a gestão da política fiscal. Na ausência de um desses pressupostos, o regime pode ter efeitos negativos à economia.

Conclui-se, portanto, que o regime de metas inflacionárias pressupõe uma independência formal entre as autoridades fiscal e monetária. Tal se baseia no fato de que o pressuposto teórico do regime de metas para a inflação é que a moeda só altera preços e, portanto, é dever primordial do Banco Central garantir a estabilidade destes. Os fatores reais da economia, como emprego ou crescimento econômico, não são influenciados pela moeda, mas sim por outros fatores reais, como tecnologia ou educação. É por isso que a política econômica pode ser conduzida por departamentos estanques: um responsável pela estabilidade dos preços (autoridade monetária) e o outro pelo crescimento econômico (autoridade fiscal).

### **1.3 Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária**

Até o momento falou-se, de forma isolada, da dívida pública e da política monetária. Inicialmente falou-se sobre a razão da dívida pública no financiamento público, bem como suas formas de gerência pelo governo, mostrando-se diferentes enfoques teóricos.

Posteriormente, foi apresentada a política monetária que opera sob o regime de metas para a inflação, explicitando seu modo de funcionamento e seus pressupostos teóricos. No presente tópico, far-se-á a junção desses elementos, apresentando-se a relação que há entre a política fiscal (com enfoque na dívida pública) e a política monetária.

O principal objetivo das políticas econômicas como um todo é atingir um nível de crescimento sustentável num ambiente onde há estabilidade de preços e viabilidade de recursos externos (LAURENS e DE LA PIEDRA, 1998). Porém, normalmente as políticas fiscal e monetária são operadas por órgãos distintos, a fim de que a desconcentração das tarefas promova uma melhor gestão individual de cada uma. Com essa divisão, é normal que cada política tenha seu foco mais voltado para o efeito imediato de suas ações, razão pela qual é comum dizer que o objetivo da política fiscal é aumentar o produto e reduzir o desemprego enquanto que o da política monetária é garantir a estabilidade de preços. Deve-se levar em conta, porém, que a política fiscal e a monetária compõem uma mesma política macroeconômica, e que há influência de uma sobre a outra.

A principal interação entre as políticas fiscal e monetária se refere à restrição orçamentária do governo (MENDONÇA, 2006) e, mais especificamente, ao financiamento dos prováveis déficits governamentais (LAURENS e DE LA PIEDRA, 1998). Em linhas bem gerais, o governo pode lançar mão de dois elementos para financiar o déficit no orçamento: a emissão monetária ou a contração de empréstimos (geração de dívida). Como se observa, a emissão de moeda é tarefa precípua do Banco Central, enquanto que a contração de empréstimos é da competência da autoridade fiscal. É dessa necessidade comum de financiar o déficit público que nasce a interação entre as esferas monetária e fiscal. Para melhor visualizar o esquema, segue-se a equação abaixo, extraída de LAURENS e DE LA PIEDRA (1998, pg. 10):

$$D(t) = [B(t) - B(t-1)] + [M(t) - M(t-1)] \quad (2)$$

onde  $D(t)$  é o déficit do governo no tempo  $t$ ,  $[B(t) - B(t-1)]$  é a variação da colocação de títulos do governo e o termo  $[M(t) - M(t-1)]$  é a variação da base monetária no período. Assim, o déficit do governo é dado pela variação de títulos colocados no mercado mais a variação da base monetária. Uma vez que a colocação de títulos fica a cargo da autoridade fiscal e o controle da base monetária sob responsabilidade da autoridade monetária, a fixação de cada uma dessas variáveis pela autoridade competente pode alterar não apenas o montante do déficit governamental, mas a variável de controle da outra política.

Independentemente da forma em que estão dispostas as políticas, certo é que sempre há um canal de interação entre elas. Tanto as ações da política monetária produzem efeitos na esfera fiscal quanto o contrário é verdadeiro. O impacto da política monetária nas decisões de financiamento da autoridade fiscal se dá por meio dos efeitos que mudanças na taxa de juros provocam nas demais variáveis macroeconômicas (BORGES, 2006).

Sob a ótica convencional, o aumento dos juros restringe as possibilidades de crédito, freando a atividade econômica e limitando o aumento de preços, já que o descompasso entre oferta e demanda diminuirá. Contudo, efeitos desse aumento de juros podem impactar diferentemente em países emergentes, mormente sobre a dívida pública. ANDRADE e MORAES (2004) descrevem uma ótica alternativa da transmissão da política monetária. O aumento dos juros eleva os encargos da dívida e, se a evolução desta apontar para um patamar insustentável, os investidores vão exigir um aumento no prêmio de risco pela possibilidade de *default*. Além disso, como o aumento dos juros implica em perda de capital para quem detém títulos públicos, essas pessoas irão requerer juros mais altos sobre os novos títulos comprados. Esses

dois fatores, maior prêmio de risco pela possibilidade de *default* e juros mais altos para compensar a perda de capital, aumentam ainda mais os encargos da dívida. Ademais, “o efeito da taxa de juros sobre a dívida pública torna-se ainda maior quando se leva em consideração seu efeito sobre o produto e, conseqüentemente, sobre a relação dívida/PIB” (ANDRADE e MORAES, 2004, pg. 20).

Além disso, observa-se que os instrumentos utilizados pela política monetária podem afetar a capacidade que a autoridade fiscal tem de colocar seus títulos no mercado. Dependendo de sua forma de atuação, o Banco Central pode diminuir os custos da dívida pública ao oferecer liquidez a esses títulos. Uma possibilidade é através das operações de *open market*, no qual o BC opera no mercado interbancário mediante a compra e venda de reservas lastreadas em títulos públicos. Assim, a autoridade fiscal oferta títulos públicos no mercado primário com o objetivo de financiar o governo, e o BC opera no mercado secundário de títulos almejando determinar a taxa de juros, mas também ajudando na política fiscal ao dar liquidez aos títulos públicos. Raciocínio análogo pode ser feito nas operações de redesconto.

Por outro lado, as ações da política fiscal também repercutem nas variáveis da política monetária. Principalmente, a política fiscal influencia na credibilidade da política monetária. Se o estoque da dívida é muito elevado e ela é vista pelo mercado como insustentável, aumenta-se a possibilidade de uma futura monetização da dívida, o que põe em risco a condução da política monetária. Conseqüentemente, isso diminui a credibilidade da política monetária, pois ações discricionárias podem alterar a taxa de inflação e o câmbio, gerando incerteza na economia.



Outra consequência do elevado estoque da dívida é com relação aos juros. Dada a inflação corrente, maior deve ser a taxa de juros de longo prazo para compensar os detentores de papéis públicos da probabilidade de um eventual *default* via moeda (SANTOS, 2004). Portanto, o desajuste fiscal impõe limites a atuação do Banco Central via taxa de juros, porquanto o juros possui um piso que é institucionalmente estabelecido. Além do mais, se a conta de capital é liberalizada, tem-se que o aumento de juros atrairá capital estrangeiro, o que, por sua vez, apreciará o câmbio. Com essa expansão da base monetária, será necessário um esforço complexo do BC para esterilizar essa expansão monetária.

Visto as formas de interação entre as políticas fiscal e monetária, é relevante saber se há necessidade de coordenação entre elas e onde residem possíveis problemas quando da falta de coordenação. Não há um consenso sobre o que se entende por coordenação de políticas, visto que essa coordenação depende do contexto de cada país. Contudo, podem-se citar duas disposições de coordenação. Uma é quando há uma constante interação dos dirigentes da política fiscal e monetária, de modo que haja acordo em relação às diretrizes estipuladas para ambas as políticas econômicas. A segunda forma é quando elas, embora atuem separadamente, levam em conta, em suas ações, não só o impacto sobre suas variáveis de controle, mas também a influência sobre as variáveis da política oposta. Nesse caso, para haver uma efetiva coordenação, é necessário que os dirigentes das políticas tenham objetivos comuns ou similares. Por outro lado, a falta de coordenação decorre da inconsistência das ações de ambas as políticas, advindas ou da dominância de uma sobre a outra ou da falta de objetivos comuns.

Nesse sentido, o artigo de SARGENT e WALLACE (1981) foi um marco nesse assunto, pois atentou para a questão da coordenação das políticas apresentando um modelo da chamada

dominância fiscal, que gerava uma desagradável aritmética monetarista<sup>2</sup>. No artigo, os autores dizem que MILTON FRIEDMAN argumentou que a política monetária não é capaz de afetar, permanentemente, variáveis como a produção ou o desemprego, servindo apenas para controlar preços. Contudo, dizem os autores, dadas determinadas condições, nem mesmo a estabilidade de preços é assegurada pela política monetária.

O modelo parte de bases monetaristas, isto é, aceita a Teoria Quantitativa da Moeda já descrita. Então, o nível de preços é relacionado à base monetária e a autoridade monetária é apta a controlar a oferta de moeda na economia. Estando presentes dois requisitos – a restrição de demanda por títulos públicos e a dominância fiscal –, a política monetária perderá o controle sobre a inflação. Nas palavras dos próprios autores (pg. 2):

“The fiscal authority independently sets its budgets, announcing all current and future deficits and surpluses and thus determining the amount of revenue that must be raised through bond sales and seignorage. Under this second coordination scheme, the monetary authority faces the constraints imposed by the demand for government bonds, for it must try to finance with seignorage any discrepancy between the revenue demanded by the fiscal authority and the amount of bonds that can be sold to the public.”

Detalhando melhor, nesse esquema a autoridade fiscal domina a autoridade monetária (dominância fiscal), o que quer dizer que ela fixa seu déficit fiscal independentemente da concordância ou não da autoridade monetária. Caso haja uma restrição na demanda por títulos públicos, nem todo o déficit poderá ser financiado por esse mecanismo, havendo necessidade de a autoridade monetária financiar o restante por intermédio da senhoriagem.

---

<sup>2</sup> SARGENT, T.J. e WALLACE, N. (1981) “*Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*,” Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall, 1-17.

Conseqüentemente, a política monetária perde o controle de sua principal meta, a estabilidade de preços, processo esse conhecido como desagradável aritmética monetarista.

Nesse modelo, o viés inflacionário do governo é intensificado. Tendo sempre a expectativa de que o Banco Central irá monetizar a dívida caso não haja suficiente demanda por títulos públicos, os gestores da política fiscal a conduzirão de maneira relaxada, subestimando qualquer necessidade de ajuste fiscal. Tal modelo de dominância fiscal foi o marco teórico a favor da independência do Banco Central. Um Banco Central autônomo, que conduz uma política monetária estável no tempo e rejeita a monetização da dívida acaba com essa dominância fiscal e, mais do que isso, impõe limites fiscais de endividamento. Logo, uma política monetária ativa, exercida por um Banco Central autônomo, irá definir suas metas independentemente da política fiscal e não aceitará monetizar a dívida, podendo perseguir seu objetivo de estabilidade dos preços e, ainda, impor restrições à autoridade fiscal. Como conclusão, os autores dizem (pg. 13):

“Nothing in our analysis denies the possibility that monetary policy can permanently affect the inflation rate under a monetary regime that effectively disciplines the fiscal authority.”

Não obstante a dominância fiscal levar a problemas tais como o endividamento excessivo e a inflação, a prescrição contrária, ou seja, uma política monetária ativa e não subserviente à política fiscal cria uma barreira para a condução coordenada das políticas. De fato, o que se observou desde a década de 1980 até hoje é uma predominância desse tipo de política monetária, dentre as quais o regime de metas para a inflação é uma delas. A força do argumento de SARGENT e WALLACE e da escola novo-clássico como um todo deu à

política monetária uma configuração independente e, por conseguinte, uma falta de coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

Em 1995, KING escreve um artigo<sup>3</sup> no qual ataca os argumentos de SARGNET e WALLACE. Diz ele que o artigo dos autores é original e a lógica é até convincente, mas ele não se aplica à prática observada nos países desenvolvidos. Isso se deve a dois argumentos. O primeiro é que a receita de senhoriagem é muito pequena nesses países, indicando pouco ou nenhum grau de desagradável aritmética monetarista. O segundo é que se observou um grande comprometimento dos governos com a estabilidade de preços, o que afasta a noção de dominância fiscal.

Segundo a análise de dominância fiscal, a dívida pública está relacionada com a taxa de inflação, havendo uma relação positiva entre esses elementos. No entanto, analisando dados de sete países desenvolvidos no período 1960-1993, KING não achou nenhuma relação significativa entre taxa de inflação e dívida pública. Apesar de a taxa de inflação cair persistentemente, o mesmo não se aplicou à dívida pública. Segundo KING (1995, pg. 176):

“In my view, the explanation of the lack of any clear empirical link from debt to inflation is that there was a change in the intellectual basis of macroeconomic policy in several countries during the sample period, a move toward the pursuit of price stability and a sustainable fiscal position – ‘sound policies’ in fact.”

Essa mudança de mentalidade dos governos logrou êxito na estabilização dos preços, mas não na redução das dívidas públicas. Uma possibilidade é que o maior compromisso com a

---

<sup>3</sup> KING, M. “*Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline*,” Federal Reserve Bank of Kansas City. August-September, 1995.

inflação pode ter levado a problemas fiscais. E, de fato, foi isso o que ocorreu segundo KING, que denominou esse problema como a desagradável aritmética fiscal.

Em seu artigo, KING descreve um cenário no qual a política monetária, que ainda não adquiriu credibilidade junto ao público, implementa um programa de desinflação na economia. Como o processo obtém êxito, mas a política não tem total credibilidade, tem-se que a expectativa de inflação declina mais lentamente do que a inflação atual. Assim, o PIB nominal irá crescer menos, mas não a dívida pública, já que o mercado irá requerer juros maiores sobre ela. Então, a política de desinflação elevará, *ceteris paribus*, a relação dívida/PIB. Para manter essa relação constante, os gestores da política fiscal deverão aumentar o superávit primário.

Nesse sentido, KING prescreve duas ações a se tomar no caso de desagradável aritmética fiscal. Uma se refere à gestão da dívida pública, aumentando a participação de títulos prefixados na composição da dívida, visto que eles permitem ao governo contrair empréstimos à taxa de juros original. A outra solução seria acelerar a aquisição de credibilidade da política monetária junto ao público. Concluindo, KING afirma (1995, pg.179):

“The test of commitment of governments to sound policies will be whether they can combine a monetary policy dedicated to price stability with a fiscal policy consistent with sustainable levels of public debt.”

Em suma, têm-se dois casos extremos de coordenação das políticas fiscal e monetária. O primeiro é o esquema de dominância fiscal, onde a autoridade fiscal domina sobre a autoridade monetária. A tendência é a existência de um déficit fiscal que não poderá ser

coberto pela venda de títulos, dada a restrição da demanda pelos mesmos. Isso força o Banco Central a financiar o restante do déficit via senhoriagem, minando o seu controle sobre o nível de preços. Como solução, recomenda-se a independência do Banco Central, o que leva ao controle estrito de preços, além de impor limites à autoridade fiscal.

O segundo caso é o de dominância monetária, no qual o Banco Central domina sobre a autoridade fiscal. A elevação da taxa de juros para conter a inflação, num momento em que o BC ainda não possui total credibilidade, aumenta o custo da dívida pública. Para manter ou atingir a sustentabilidade dessa dívida, é necessário um maior esforço fiscal. A solução seria uma melhora na gerência da dívida e uma maior coordenação das políticas monetária e fiscal. Além desses cenários extremos, pode haver também um contexto onde ambas as políticas, fiscal e monetária, são conduzidas de forma independente, sem que uma domine sobre a outra. O resultado é que pode haver tanto desagradável aritmética fiscal quanto monetarista.

Essa é a razão pela qual o assunto é grandemente relevante, pois pode guiar o governo a uma melhor condução de sua política econômica. De modo geral, pode-se separar dois grupos divergentes acerca da maneira como devem ser conduzidas as políticas fiscal e monetária: os novos-clássicos de uma lado e os pós-keynesianos e keynesianos de outro. Como bem apregoado por BITTENCOURT (2003, pg.21), “para os monetaristas [novos-clássicos], as políticas monetária e fiscal devem ser claras e transparentes, pautadas em regras pré-estabelecidas. Já a proposta dos keynesianos liga-se mais em ajustar a engrenagem dos modelos de forma a se buscar regras de política não-mecânicas, mas que, na prática, acabam por resultar em ações discricionárias caso não estejam as instituições agindo de forma democrática”.

Seja como for, por regras ou por discricção, isso nada tem a ver com a coordenação que se pode estabelecer entre as políticas fiscal e monetária. De fato, pode haver um modelo que assegure a independência de ambas as políticas, mas que, em contrapartida, crie mecanismos para que haja uma comunicação intensa entre as elas, levando a uma eventual coordenação. A questão relevante no debate não é a subordinação de uma política à outra, tampouco o modo como cada política deve ser gerida individualmente, mas sim a maneira como elas interagem e conjugam esforços.

Nesse sentido, parece que grande parte da literatura econômica sobre o tema é a favor de uma melhor coordenação das políticas fiscal e monetária, embora haja controvérsias sobre como isso deve se dar. SANTOS (2004), diz que BLINDER (1983) utilizou o instrumental microeconômico da Teoria dos Jogos para avaliar qual seria a melhor disposição entre as políticas fiscal e monetária, na hipótese de ambas serem independentes. O resultado é que a coordenação na formulação e execução dessas políticas econômicas acarreta ganhos de bem-estar.

Da mesma forma, LAURENS e DE LA PIEDRA (1998) argumentam amplamente a favor da coordenação entre as políticas fiscal e monetária. Dizem eles que a coordenação melhora a performance econômica e aumenta a eficácia e a credibilidade de ambas as políticas. Inversamente, a falta de coordenação pode levar à instabilidade financeira, ao aumento dos juros e da inflação e pode influenciar negativamente no crescimento econômico. Igualmente, outros autores que abordam o tema concluem ser a coordenação melhor que a falta dela.

## **CAPÍTULO II – Evolução e Características da Dívida Pública no Brasil**

O presente capítulo abordará as especificidades e a configuração do caso brasileiro. No tópico 2.1, será mostrada as classificações e terminologias próprias da dívida pública brasileira, bem como seu método de mensuração. Ainda, será descrito o funcionamento do regime de metas para a inflação no Brasil. A seção 2.2 mostrará, de forma sucinta, a evolução da dívida pública no Brasil, desde meados da década de 60 até o início do governo Lula (2003). Já na seção 2.3, a recente configuração das políticas fiscal e monetária será demonstrada. Por último, na seção 2.4 a evolução da dívida pública no período 2003-2008 será apresentada de forma mais aprofundada, apontando como evoluíram, por exemplo, os indexadores, o prazo médio de maturação da dívida e o estoque total da dívida.

### **2.1 O Caso Brasileiro**

No Brasil<sup>4</sup>, a mensuração da dívida pública leva em conta o conceito de setor público não-financeiro mais o Banco Central, o qual se refere ao Governo Central, aos Estados, aos municípios, às empresas estatais e ao Banco Central. O Banco Central é incluído na apuração da dívida líquida pelo fato de transferir seu lucro automaticamente para o Tesouro Nacional, além de ser o agente “arrecadador” do imposto inflacionário. Assim, a dívida de qualquer um desses entes entra no cômputo da dívida do setor público.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) corresponde ao estoque líquido total da dívida. A DLSP engloba a dívida do setor público com o sistema financeiro (público ou privado), com o

---

<sup>4</sup> Estes conceitos da dívida pública no caso brasileiro baseiam-se em: BANCO CENTRAL DO BRASIL “*Finanças Públicas: Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e Glossário de Instrumentos e Normas Relacionadas à Política Econômico-Financeira*”, 4ªed., Brasília, 2004.



setor privado não-financeiro e com o resto do mundo. Como já mencionado na seção 1.1, a Dívida Líquida faz o balanceamento dos créditos e débitos dos entes do setor público entre si. Assim, não entra no cômputo da DLSP, por exemplo, a dívida de um estado com a União, pois o que é crédito para um é débito para outro.

Se a DLSP é a medida do estoque da dívida, o que mensura o fluxo da mesma são as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), que em seu conceito nominal correspondem à variação do endividamento do setor público não-financeiro junto ao sistema financeiro e ao setor privado, doméstico ou estrangeiro. É a variação que se observa, em dado período, da DLSP. Se o resultado for positivo, tem-se um déficit nas contas públicas, o que aumenta a Dívida Líquida do Setor Público, ocorrendo o contrário caso o valor seja negativo. Os ajustes patrimoniais – como receita de privatizações ou o reconhecimento de dívidas antigas – não fazem parte desse critério de apuração da dívida. A razão é que esses ajustes incluem fatores que já produziram um efeito econômico no passado, e a mensuração do déficit ou superávit público visa avaliar o impacto do setor público sobre a demanda agregada. O resultado nominal da NFSP evidencia a capacidade do governo em reduzir o montante principal da dívida.

Em determinados casos, faz-se conveniente analisar as NFSP sob uma ótica primária. Uma vez que o custo da dívida depende da taxa de juros nominal incidente sobre o estoque da dívida, a qual, por sua vez, é resultado do acúmulo de déficits nominais passados, as NFSP em seu conceito nominal podem não ser um bom indicador dos efeitos da política fiscal. Em outros termos, o déficit nominal de um período pode não refletir claramente a política fiscal do mesmo, já que computa os juros de dívidas assumidas em outros períodos. Essa é a razão de se mensurar a dívida utilizando o critério primário. Assim, o resultado primário

corresponde às NFSP menos as despesas de juros nominais incidentes sobre a DLSP. Um superávit primário mostra a capacidade do governo de honrar seus compromissos de juros e outros encargos financeiros da dívida.

Com relação à política monetária, ela opera sob o regime de metas para a inflação no Brasil desde 1999. O Conselho Monetário Nacional (CMN), formado pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central, estipula uma meta de inflação a ser cumprida no período de um ano. O índice de preços escolhido foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Tem-se trabalhado com um intervalo de tolerância de 2% a 2,5% (para mais ou para menos) em relação ao centro da meta.

Estipulada a meta, o Banco Central do Brasil (BC) a perseguirá mediante ajustes na taxa de juros básica da economia. O BC faz isso alterando o nível do multiplicador bancário e, com isso, é capaz de influir na liquidez da economia. Para tanto, o BC atua diariamente no mercado de reservas bancárias. Este mercado faz, em determinado dia, a intermediação de reservas entre bancos que ofertam reservas (superavitários) e bancos que demandam reservas (deficitários ou os que necessitam cumprir os encaixes compulsórios junto ao BC). A taxa de juros cobrada nesses empréstimos interbancários é a chamada taxa de juros Selic, que é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Portanto, a taxa Selic é a taxa que equilibra o mercado de reservas bancárias.

No regime de metas para a inflação, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central se reúne periodicamente com vistas a fixar um objetivo para a taxa Selic, no intuito de cumprir a inflação almejada. Nesse sentido, o BC atua diariamente no mercado de reservas

bancárias realizando leilões de reservas e, com isso, estabelecendo o nível de oferta desse mercado. Dessa maneira, o Banco Central atua na direção de deixar a taxa Selic no patamar determinado pelo Copom. Assim, o BC é capaz de ajustar a taxa de juros básica, alterar o nível de liquidez da economia e influir na demanda agregada, controlando a inflação.

Visando conferir credibilidade e transparência à política monetária, o BC publica as atas das reuniões do Copom, contendo o sumário das decisões tomadas durante a reunião. Se a meta de inflação não for atingida ao final do ano, o presidente de BC deve submeter uma carta de conhecimento público ao Ministro da Fazenda, explicando porque a meta não foi atingida e quais as devidas providências a se tomar para cumprir a meta.

## **2.2 A Evolução da Dívida Pública: Um Breve Histórico**

### **2.2.1 O Período 1960-1998**

A dívida pública mobiliária só passou a ser uma importante fonte de financiamento do governo a partir de meados da década de 1960. Antes disso, as principais fontes eram a emissão de moeda e a captação de empréstimos estrangeiros. Foi a exaustão do uso dessas duas fontes e a falta de planejamento que levaram o país a um contexto institucional e econômico extremamente precário em 1963. Havia um desequilíbrio crônico nas contas do governo, uma inflação próxima de 100% ao ano<sup>5</sup>, estagnação da produção e, no ambiente institucional, inexistia um Banco Central e um mercado de capitais. Foi nesse cenário que o governo militar, que tinha assumido o governo após o golpe de março de 1964, elaborou o

---

<sup>5</sup> Informação extraída de ABREU, M. P. *et al.* “A Ordem do Progresso: Cem anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989”, Ed. Campus, Rio de Janeiro, 1989.

PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo – para conter a inflação, promover a retomada do crescimento e realizar reformas fiscais e monetárias.

A fim de manter e até aumentar a capacidade de gastar sem gerar desequilíbrios, o governo valeu-se de dois instrumentos de captação de recursos não-inflacionários: os tributos e os títulos públicos. Para aumentar a captação do primeiro instrumento, o governo promoveu uma ampla reforma tributária. Já com relação ao segundo, o governo passou a adotar uma série de medidas, de caráter incentivador ou compulsório, para a compra dos títulos públicos. Adicionalmente, o Sistema Financeiro Nacional foi totalmente reestruturado, com a criação do Banco Central do Brasil, do Conselho Monetário Nacional e com o fortalecimento e a modernização do mercado de capitais.

Como a inflação era alta, o rendimento dos títulos públicos antes das reformas chegou a ter rendimento real negativo. Nesse sentido, a medida mais importante do período foi a institucionalização da correção monetária dos títulos públicos, com a criação, em 1964, das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs). Outros incentivos foram dados às ORTNs, como taxas de juros atraentes, prazos de resgate relativamente curtos e vantagens para efeito de imposto de renda. Desse modo, SILVA (1976) diz que foi a partir de 1964 que a dívida pública passou a ter um papel mais relevante no financiamento dos gastos do Setor Público brasileiro, uma vez que foram criados títulos com características atrativas ao investidor. Ademais, foram tomadas medidas compulsórias, como a obrigação de certos fundos de aplicarem seus recursos disponíveis na aquisição desses títulos.

Além de financiar os déficits do Tesouro Nacional, o desenvolvimento do mercado de títulos públicos funcionava como um meio através do qual as políticas fiscal, monetária e cambial

poderiam ser executadas (LLUSSÁ, 1998). Nesse sentido, para a melhor execução da política monetária, foram criadas, em 1970<sup>6</sup>, as Letras do Tesouro Nacional (LTNs). Seus prazos de vencimentos eram inferiores aos das ORTNs, o que conferia maior grau de liquidez a esses títulos e facilitavam a operacionalização da política monetária. Devido a esse fator, a participação das LTNs superou a das ORTNs na composição da dívida pública já em 1976, o que levou a uma redução do prazo médio da dívida.

Ao longo da década de 1970, houve a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil, bem como a consolidação da dívida pública como forma de financiamento. Diversos mecanismos foram criados para tanto, dentre os quais merece destaque a criação do Selic – o Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Com esse sistema, os títulos públicos passaram a ser comercializados via débito/crédito na conta de reservas dos bancos junto ao Banco Central, o que conferiu grande agilidade às operações de mercado aberto.

Devido ao segundo choque do petróleo e ao aumento das taxas de juros internacionais no final da década de 1970, o Brasil entra na década de 1980 com o setor externo sufocado e com fortes pressões inflacionárias. Dessa maneira, a primeira metade dessa década é marcada por uma estagflação econômica. Com a estagnação do PIB e a constância nos déficits públicos, a relação dívida/PIB elevou-se consideravelmente nesse período, indo de 20% para mais de 55% em pouco tempo. Embora a composição da dívida pública tenha mudado bastante devido às diversas políticas de estabilização, o prazo de vencimentos manteve-se sempre curto.

O período 1985-1989 caracterizou-se por uma redução na relação dívida/PIB, que, segundo GIAMBIAGI e ALÉM (2008), deveu-se a três fatores: um crescimento de certa importância

---

<sup>6</sup> De 1970 até 1984, os dados e as informações foram extraídos de ANDIMA “*Séries Históricas da Dívida Pública*”, 1994.

do PIB, o aumento da receita de senhoriagem e a subindexação da dívida. Além disso, para conter os crescentes déficits públicos, foram feitas importantes reformas fiscais. A principal delas foi a extinção da conta movimento entre o Banco do Brasil e o Banco Central, o que, em outras palavras, significou que o Tesouro não poderia mais se financiar através da utilização de recursos do Banco Central repassados ao Banco do Brasil (LLUSSÁ, 1998).

Na primeira metade da década de 1990, a dívida pública caiu consideravelmente. A explicação é que houve uma monetização da dívida com o aumento da receita de senhoriagem e a contenção dos déficits fiscais (a NFSP operacional média do período foi de zero). A partir de 1994, com o sucesso do Plano Real em reduzir a inflação, a senhoriagem começou a diminuir, ao mesmo tempo em que os déficits voltaram a crescer. Como consequência, a relação dívida/PIB voltou a crescer. Vale lembrar que o Plano Real fundamentava-se numa âncora cambial, onde para sustentar o câmbio apreciado era necessário atrair capital estrangeiro. Isso foi feito mediante uma alta taxa de juros que, se por um lado atraía capital do exterior, por outro aumentava os encargos da dívida pública.

Outro fator relevante no período 1994-1999 foi a explosão da dívida dos estados e municípios. Convergiram para esse resultado a intensa demanda por gastos sociais, o aumento de gastos com o funcionalismo público e a expectativa de que o Governo Federal iria assumir as dívidas caso elas se revelassem insolváveis (como, de fato, já ocorrera em 1989 e 1993). Esse processo culminou com a renegociação das dívidas estaduais e municipais em 1997, o que acarretou um ônus de mais de R\$120 bilhões à União (VERSIANI, 2003). Ademais, o reconhecimento de dívidas passadas (“passivos ocultos” no jargão técnico ou “esqueletos” na linguagem jornalística) levou ao aumento da dívida, se bem que as privatizações do período amenizaram o resultado.

### 2.2.2 O Período 1999-2002

O período 1999-2002 caracterizou-se como uma fase de austero ajustamento fiscal, necessário após a ruptura do regime de âncora cambial. Dada as implicações desse período no Governo Lula, faz-se conveniente uma análise um pouco mais aprofundada do mesmo. O grande déficit em conta-corrente, a trajetória crescente da dívida pública e as sucessivas crises dos mercados emergentes evidenciaram que o câmbio apreciado mostrava-se insustentável. Com efeito, em janeiro de 1999, ocorreu a maxidesvalorização do real frente ao dólar. Com isso, a dívida interna aumentou muito devido à grande parcela de títulos indexada ao câmbio. Da mesma forma, a dívida externa elevou-se consideravelmente com a desvalorização.

Como saída à crise – que poderia trazer a volta da inflação, arruinar as finanças públicas e estrangular o setor externo – foi feito um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e foram aprofundadas reformas fiscais e institucionais. Para substituir o modelo de âncora cambial, passou-se a adotar o regime de metas para a inflação, operacionalizado pelo Banco Central. No campo fiscal, foram feitas importantes reformas estruturais, como a Reforma da Previdência e a Reforma Administrativa, além da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000, que foi a consolidação de normas e diretrizes relativas à administração financeira de todos os níveis e esferas de governo.

Contudo, a característica mais marcante do esforço fiscal realizado no período foi a ampliação das metas de superávit primário, cuja média foi de 3,4% do PIB. Esse esforço era necessário para apaziguar os ânimos do mercado internacional e recuperar a credibilidade do país frente aos seus credores, e também para amenizar a trajetória ascendente de crescimento da dívida com a desvalorização do real. Não obstante as metas de superávit primário terem sido

atingidas, o déficit nominal continuou crescendo, o que fez aumentar a relação dívida/PIB no período de 44,5% em 1999 para 50,5% em 2002. Essa evolução pode ser visualizada na Tabela 2.1 abaixo:

**TABELA 2.1**

**Evolução dos Resultados Primário e Nominal e da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) 1999 - 2002**

<b>Ano</b>	<b>NFSP Primário</b>	<b>NFSP Nominal</b>	<b>DLSP</b>
1999	-2,92	5,28	44,5
2000	-3,24	3,37	45,5
2001	-3,35	3,29	48,4
2002	-3,55	4,17	50,5

Fonte: Banco Central.

A desvalorização da moeda nacional – consequência da ruptura da âncora cambial – somada com a alta dos juros para atrair capital estrangeiro e conter a inflação, fizeram com que os encargos financeiros se tornassem muito alto no período. Segundo dados do Banco Central, os juros nominais e o ajuste cambial responderam por quase um terço da variação da DLSP nos anos 1999-2002. Observando a Tabela 2.1, percebe-se que a obtenção de altos superávits primários foi contrabalanceada por igualmente altos déficits nominais. A explicação é que os elevados encargos de juros e de ajuste cambial, frutos da substituição do regime monetário em 1999 (e da conseqüente falta de credibilidade), anularam os efeitos do superávit primário e ainda aumentaram consideravelmente o déficit nominal. Como se vê, o maior problema quanto à dívida pública no período 1999-2002 foram os pesados encargos financeiros da mesma, relativos ao pagamento de juros e da correção monetária e cambial.

Alguns economistas dizem ter havido um caso de dominância monetária no período 1999-2002. O argumento é de que o Banco Central, a fim de conter a inflação mediante o regime de



metas para a inflação, manteve a taxa de juros muito alta, o que pesou excessivamente sobre a dívida pública. Essa é a opinião de MODENESI (2007)<sup>7</sup>, que diz o seguinte (pg. 155):

“A partir de 1999 tornou-se claro o efeito perverso da política monetária sobre as contas públicas: como o pagamento de juros tem sido muito alto, verificaram-se déficits nominais superiores a 3.5% do PIB a despeito dos elevados superávits primários, cuja média foi de quase 4% do PIB. Ou seja, tem havido uma *dominância monetária*: a política monetária afeta de forma negativa as contas públicas.”

Pode-se dizer que MODENESI atribui à política monetária a responsabilidade pela situação observada no período. Foi a gestão demasiada austera do Banco Central que levou ao cenário descrito. Com uma opinião mais neutra, GIAMGIAGI e ALÉM (2008) concordam em ter havido uma desagradável aritmética fiscal no período, mas, ao contrário de MODENESI, dizem que foi o próprio contexto que levou a isso. Devido a falta de credibilidade do BC, era natural que ele aumentasse os juros, os quais serviriam tanto para ancorar as expectativas de inflação quanto para ser um atrativo aos títulos públicos. Explicando o mesmo fenômeno com uma opinião diversa, BLANCHARD (2004)<sup>8</sup> diz que o problema foi causado não por uma dominância monetária, mas por uma dominância fiscal. Nas palavras do autor (pg. 3):

“A standard proposition in open-economy macroeconomics is that a central-bank engineered increase in the real interest rate makes domestic government debt more attractive and leads to a real appreciation. If, however, the increase in the real interest rate also increases the probability of default on the debt, the effect may be instead to make domestic government debt less attractive, and to lead to a real depreciation. (...)

---

<sup>7</sup> MODENESI, A. M. in CARVALHO, F. C. et al. “Economia monetária e financeira: teoria e política”, Campus, Rio de Janeiro, 2007.

<sup>8</sup> BLANCHARD, O. “Fiscal Dominance and inflation targeting: lessons from Brazil”. NBER Working Paper, no. 10389, 2004.

Under that outcome, inflation targeting can clearly have perverse effects: An increase in the real interest in response to higher inflation leads to a real depreciation. The real depreciation leads in turn to a further increase in inflation. (...) This paper argues that this is the situation the Brazilian economy found itself in 2002 and 2003. (...)The right instrument to decrease inflation was fiscal policy, and in the end, this is the instrument which was used.”

Em suma, há três opiniões distintas para explicar a situação em que, havendo uma grande dívida pública, o aumento dos juros para conter a inflação tem efeitos perversos sobre a dívida, a credibilidade de solvência da mesma e, por conseguinte, a própria inflação. A primeira opinião diz que a culpa é da autoridade monetária, por operar sua política independentemente e relevar o efeito dos juros sobre outras áreas que não a monetária. A segunda opinião diz ser essa uma situação natural, que ocorre devido à falta de credibilidade inicial da política monetária junto ao mercado. Por fim, a terceira opinião atribui a culpa à política fiscal, que sendo incapaz de diminuir o estoque da dívida, pode ainda minar o esforço da política monetária em conter a inflação.

### **2.3 A Recente Configuração das Políticas Fiscal e Monetária**

Pode-se dizer que desde o fim da conta-movimento entre o Banco do Brasil e o Banco Central em 1986, a política monetária tem sido gerida exclusivamente pelo Banco Central do Brasil (BC), uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. Em relação à política fiscal, esta tem sido conduzida principalmente pelo próprio Ministério da Fazenda, além do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. A dívida pública, por sua vez, é administrada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), um órgão que integra a estrutura do Ministério da Fazenda.

Como requisito operacional do regime de metas de inflação, deve haver certa autonomia na condução da política monetária pelo Banco Central. No Brasil, essa autonomia existe, mas é frágil e dependente de fatores políticos. Não obstante o Banco Central dispor de autonomia na perseguição da meta de inflação estipulada, a meta pode ser alterada no decorrer do prazo e o presidente do BC pode ser destituído de seu cargo por juízo do Presidente da República. Assim, por exemplo, devido a pressões e a critério totalmente discricionário do Presidente da República, um presidente do BC que opera uma política contracionista, pode ter que deixar seu cargo. Ademais, como o presidente do BC deve se reportar ao Ministro da Fazenda quando de um possível descumprimento da meta, e este é subordinado ao Presidente da República, seria o caso do regime de metas de inflação ser meramente formal caso o Presidente e o Ministro da Fazenda aceitem pacificamente o fato de a inflação ultrapassar a meta.

Todavia, o que se observou no período 2003-2008 foi que o Presidente Lula deixou a política monetária totalmente nas mãos do Banco Central, sem maiores ingerências na condução desta. Como revelador da autonomia do BC no período, tem-se o fato que este foi presidido por um mesmo presidente ao longo de todo o intervalo 2003-2008.

Aliás, a relativa independência da política monetária – frisa-se, mais uma vez, que esta foi obtida não por fatores institucionais, mas por vontade política – ensejou uma discussão dentro do próprio governo. De fato, criou-se um debate entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda sobre quais diretrizes deveriam guiar as políticas econômicas. A diretoria do Banco Central no período 2003-2008 pensa que o principal objetivo da política monetária é garantir a estabilidade de preços; o crescimento do produto é deixado em segundo plano. Além disso, a inflação é vista como um fenômeno estritamente monetário, sendo que qualquer surto

inflacionário pode ser combatido com a redução da liquidez. Essa visão não é partilhada por vários setores do Governo e do Ministério da Fazenda. Muitos acham que a política monetária estaria sendo subutilizada justamente por focar rigorosamente na estabilidade de preços e deixar de lado o impacto sobre o produto. Sobre essa controvérsia teórica acerca da eficácia da política monetária, ver tópico 1.2.1.

Dessa forma, seguindo sua linha teórica, o Banco Central não tardou em aumentar os juros e mantê-los assim a fim de debelar qualquer sinal de inflação; tudo para garantir a estabilidade de preços (o BC perseguiu sempre o centro da meta de inflação estipulada). Essa atitude ensejou críticas por parte do Ministério da Fazenda, principalmente a partir de 2006, quando da posse do economista Guido Mantega como Ministro da Fazenda. As críticas eram contra o rigor do BC em atingir sempre o centro da meta, e evidenciavam o efeito que os juros altos causavam nas despesas da dívida pública e sobre o crescimento da economia.

Com efeito, têm-se diversos casos de divergências entre as políticas fiscal e monetária no governo Lula (principalmente – ressalta-se de novo – após a posse de Guido Mantega). Como exemplo, tem-se o caso da retomada do processo inflacionário em 2008. O Banco Central reiniciou um ciclo de alta de juros já em abril de 2008 para combater a inflação. Argumentando ser esse um caso de inflação de oferta, o Ministro da Fazenda criticou esse aumento dos juros pelo efeito negativo que teria no crescimento econômico. Mantega tentou tomar medidas na área fiscal (como a limitação do prazo de crédito do setor automobilístico) para conter a inflação e evitar o novo ciclo de aumento dos juros, mas não obteve sucesso.

Portanto, pode-se dizer que no governo Lula as políticas fiscal e monetária não foram coordenadas. Sob o aval do Presidente da República, a política monetária pôde ser operada de

forma independente, sem ingerências de outros órgãos ou pessoas do governo. Não havendo a dominância de uma política sobre a outra, o fator que caracterizou a falta de coordenação das políticas foi a divergência quanto aos objetivos traçados para a economia. Como observado, não houve consenso sobre quais deveriam ser os objetivos econômicos de cada política. O próximo tópico e o próximo capítulo analisarão se houve algum efeito negativo à dívida pública em decorrência dessa falta de coordenação e, ainda, se há necessidade de um ajuste entre essas políticas no futuro, dado as atuais condições apresentadas.

## **2.4 A Evolução da Dívida Pública no período 2003-2008**

Para facilitar a compreensão e a análise, esta seção está dividida em três subtópicos. O primeiro abordará a evolução da Dívida Líquida do Setor Público, analisando principalmente os fatores de política fiscal. O segundo subtópico será destinado à análise da composição e perfil da Dívida Pública Federal. Finalmente, o terceiro avaliará a evolução do endividamento dos Estados e municípios.

### **2.4.1 A Evolução da Dívida Líquida do Setor Público**

Como já visto no tópico 2.2, o período 1999-2002 caracterizou-se como uma fase de crescimento da relação dívida/PIB pelos fatores já apresentados. Para agravar o caso, o ano de 2002 foi marcado por uma crise de confiança derivada da eleição presidencial brasileira. Havia grande desconfiança se o então candidato Lula, caso eleito, daria continuidade tanto às reformas institucionais quanto à política econômica do governo anterior. Somado a esse fator, a economia mundial vivia uma fase de desaceleração. O resultado foi uma explosão da

inflação, o aumento dos juros e a depreciação do câmbio, o que piorou a composição da dívida e aumentou a relação dívida/PIB.

Logo no início de seu governo, Lula deu claros sinais de que daria continuidade à política econômica do governo anterior, pautada no tripé câmbio flutuante, metas de inflação e superávits primários. Logo, a estratégia adotada com relação à política fiscal foi a do superávit primário, com o objetivo de conter o crescimento acelerado da dívida pública. Assim, fixou-se no orçamento de cada ano um montante (em porcentagem do PIB) de recursos próprios que seriam usados para o pagamento de juros da dívida. Com relação à dívida propriamente dita, a meta foi melhorar sua composição e continuar com uma gestão transparente da mesma, mediante elaboração ano a ano do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública<sup>9</sup> (PAF), o qual explicita os objetivos do Governo com relação à dívida.

Não obstante os temores do mercado, o Governo implementou uma política de superávits primários mais altos em relação ao governo anterior e, ainda, obteve arrecadações superiores às previstas. Somadas as altas metas de superávits primários, a posterior baixa nos juros e a retomada do crescimento da economia, verificou-se uma redução da relação dívida/PIB. Apesar de continuarem existindo déficits nominais, esses foram menor que o crescimento do PIB, o que, em outras palavras, significa que a dívida pública continuou aumentando, mas em proporção menor que a do crescimento do PIB, o que levou a uma gradativa queda da relação dívida/PIB. Abaixo, na Tabela 2.2, mostram-se os dados referentes ao resultado primário, ao resultado nominal e à relação dívida/PIB no período 2003-2008.

---

<sup>9</sup> O Plano Anual de Financiamento de diversos anos pode ser obtido no sítio da Secretaria do Tesouro Nacional: [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)

**TABELA 2.2****Evolução dos Resultados Primário e Nominal e da Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) 2003 - 2008**

<b>Ano</b>	<b>NFSP Primário</b>	<b>NFSP Nominal</b>	<b>DLSP</b>
2003	-3,89	4,65	52,40
2004	-4,18	2,43	47,00
2005	-4,35	2,96	46,50
2006	-3,86	3,00	44,90
2007	-3,97	2,26	44,70
2008	-4,27	1,94	40,40

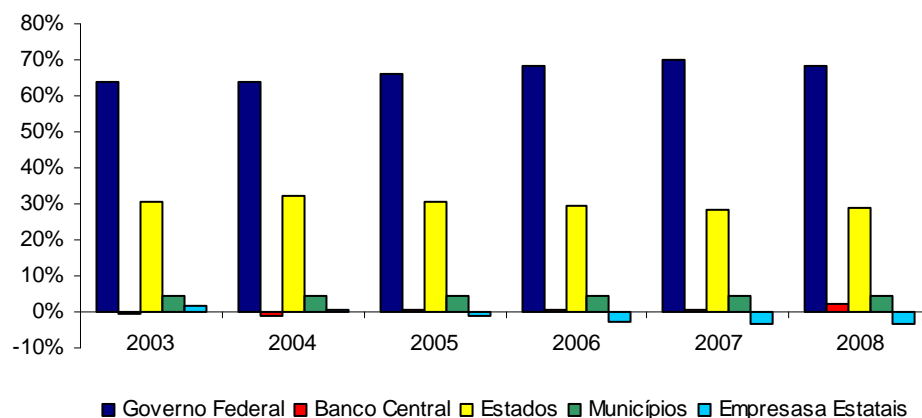
Obs.: Para 2008, utilizou-se os dados referentes ao mês de junho

Fonte: Banco Central.

Ressaltam-se, ao analisar a Tabela 2.2, os altos valores do superávit primário obtidos no período, que, em média, foram de 4% do PIB. Quanto aos resultados nominais, observa-se um déficit em todo o período, mas é perceptível sua queda gradativa ao longo dos anos. Com relação à razão dívida/PIB, é grande a diferença observada entre o primeiro e o último valores do intervalo. Em 2003, o estoque da dívida pública como proporção do PIB era de 52,4%; em junho de 2008, essa relação já havia caído para 40,4%, diminuindo mais de 10 pontos percentuais.

Destaca-se novamente que o conceito de Setor Público engloba o Governo Federal, os Estados, os Municípios, as Empresas Estatais e o Banco Central. Assim, a Dívida Líquida do Setor Público engloba a dívida de todos esses entes com o mercado. Contudo, sem dúvida alguma, é a Dívida Pública Federal (DPF) a mais importante na análise do endividamento público, seguida da dívida dos Estados. A DPF abrange a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna e a Dívida Pública Federal Externa, sendo esta última composta pela Dívida Mobiliária e Contratual. O Gráfico 2.1 abaixo mostra como evoluiu a participação da dívida dos diversos entes na composição da DLSP.

**Gráfico 2.1**  
**Composição da DLSP**



Fonte: Banco Central

Apreende-se do Gráfico acima que a composição da DLSP manteve-se praticamente constante ao longo dos anos 2003-2008. Como observado, a Dívida Pública Federal corresponde, em média, a quase 70% do total da DLSP, sendo que os 30% restantes correspondem praticamente à dívida dos Estados. Dada essa disposição da DLSP, o presente trabalho se aprofundará na avaliação da Dívida Pública Federal e na Dívida dos Estados.

#### **2.4.2 A Evolução da Dívida Pública Federal**

A composição da Dívida Pública Federal (DPF) no início do Governo Lula gerava apreensão no mercado. O prazo de maturação curto, característico da dívida pública brasileira, ainda persistia, e dado o alto estoque da dívida, inspirava no mercado a possibilidade de uma moratória. Desde a maxidesvalorização cambial de 1999, grande parte da dívida pública brasileira era atrelada ao câmbio e à taxa de juros básica (Selic). Essa composição foi agravada pela crise de confiança de meados de 2002, a qual desvalorizou o câmbio em mais de 52,3%. Na Tabela 2.3 abaixo, vê-se a composição da Dívida Pública Federal (DPF) em



2002. Ressalta-se que 41,8% dos títulos eram indexados à Selic e 45,8% ao câmbio. Além disso, mais de 30% dos títulos venciam num prazo de 12 meses.

**TABELA 2.3**

<b>Participação no Estoque da Dívida Pública Federal em 2002 (%)</b>				
<b>Selic</b>	<b>Câmbio</b>	<b>Prefixado</b>	<b>Índice de Preços</b>	<b>Tr e Outros</b>
41,8	45,8	1,5	9,2	1,6

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Nesse sentido, o governo adotou uma série de medidas para melhorar a composição da dívida, as quais se encontram comumente expressas no PAF de todos os anos do período analisado. Para melhorar a composição da dívida, reduzir seu risco e minimizar seu custo de captação, o governo adotou as seguintes diretrizes:

- Alongamento do prazo médio da Dívida Pública emitidos em oferta pública;
- Redução do percentual da dívida vincendo em 12 meses;
- Substituição gradual dos títulos indexados à Selic e ao câmbio por títulos prefixados ou vinculados a índices de preços;
- Ampliação da base de investidores

Analisando a Tabela 2.4 abaixo, verifica-se que o perfil da Dívida Pública Federal se alterou significativamente:

TABELA 2.4

## Evolução da Composição da Dívida Pública Federal (%)

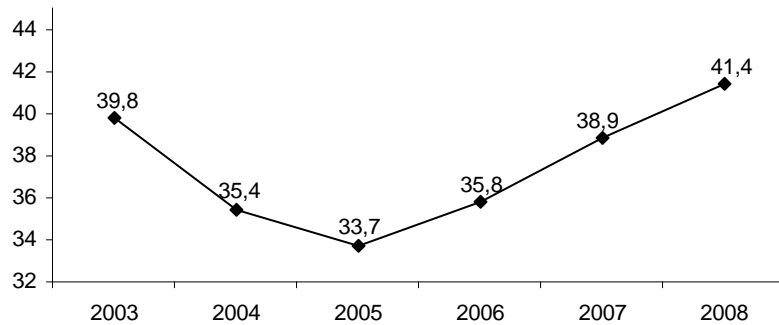
Indicadores	2003	2004	2005	2006	2007
Selic	46,5	45,7	43,9	33,4	30,7
Câmbio	32,4	24,2	17,6	12,7	8,2
Prefixados	9,5	16,1	23,6	31,9	35,1
Índices de Preços	10,3	11,9	13,1	19,9	24,1
TR e outros	1,4	2,1	1,8	2,0	1,9

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Nota-se que a participação de títulos prefixados aumentou consideravelmente entre 2002 e 2007. Enquanto no início do Governo Lula essa modalidade de títulos correspondia a pouco mais de 1% do total da DPF, em 2007, sua participação subiu para 35%, tendo aumentado gradativamente ao longo dos anos. Por outro lado, os títulos indexados ao câmbio e à taxa Selic correspondiam, respectivamente, a 32% e 46% ao final de 2003, somando quase 80% do total da DPF. Essa soma veio diminuindo, alcançando 39% em 2007, sendo 8% correspondente ao câmbio e 30,7% aos títulos indexados à Selic. Em suma, a participação dos títulos públicos prefixados aumentou em 25%, enquanto que a dos títulos pós-fixados à Selic e ao câmbio decresceu cerca de 40%. Há de se ressaltar que, junto com o crescimento dos títulos prefixados, também cresceu a participação dos títulos indexados a índices de preços.

A evolução do prazo médio da DPF em poder de mercado pode ser observada no Gráfico 2.2. Em 2002, o prazo médio era de 45 meses. Contudo, esse prazo veio diminuindo a partir de 2002, atingindo o ponto mínimo – 33,7 meses – no meio do ano de 2005. Desde então, a tendência foi de crescimento contínuo. Nos primeiros meses de 2008, embora ainda não tenha alcançado o valor inicial, o prazo médio da DPF já aumentou para 41,4 meses.

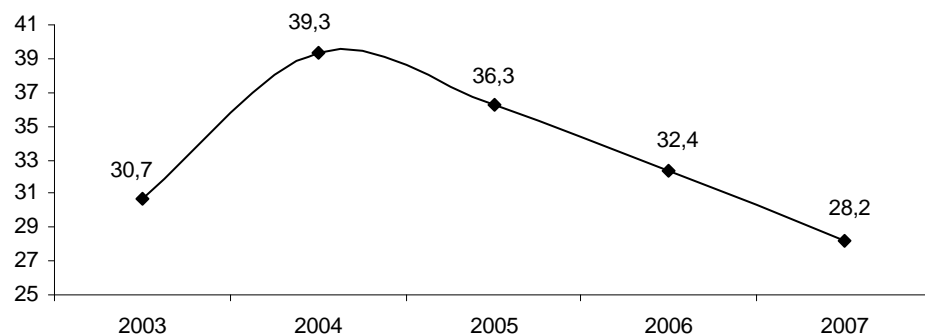
**GRÁFICO 2.2**  
**Evolução do Prazo Médio da DPF (meses)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Quanto à dívida vencida em 12 meses, vê-se sua evolução no Gráfico 2.3. O gráfico demonstra a porcentagem da Dívida Pública Federal que vence num prazo de até 12 meses.

**GRÁFICO 2.3**  
**Evolução da Dívida vencida em 12 meses**  
**(% DPF)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

No início da série, em 2003, essa dívida correspondia a 30,7% do total da DPF. Percebe-se que no ano de 2004, essa porcentagem cresceu de forma bastante acentuada, alcançando o pico de 39,3%. Portanto, em apenas um ano houve uma variação de mais de oito pontos percentuais no total da dívida de curto prazo. No entanto, desde a metade de 2004 esse valor

vem caindo de forma consistente, atingindo um valor abaixo do início da série (em dezembro de 2007, chegou-se a 28,2%).

Por fim, em relação à Dívida Pública Federal Externa (DPFE), observa-se uma enorme queda. Segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional, em 2003 a DPFE era de R\$ 45,9 bilhões, o que correspondia a pouco mais de 15% do total da DPF. Já em 2008, a DPFE tinha um valor de R\$ 13,8 bilhões, sendo que esse montante corresponde a 3% do total da DPF.

### **2.4.3 A Evolução da Dívida dos Estados**

É de difícil mensuração e análise o endividamento dos Estados, uma vez que o agregado talvez não reflita um problema estrutural latente. Os Estados constituem entes autônomos da Federação brasileira, tendo cada um capacidade para a auto-administração. Dessa maneira, o comportamento de endividamento desses entes é variado, havendo alguns Estados com certa sustentabilidade fiscal e outros vivendo verdadeira crise fiscal.

De qualquer modo, avalia-se abaixo, na Tabela 2.5, a evolução dos resultados primário e nominal dos Estados.

**TABELA 2.5****Evolução dos Resultados Primário e Nominal dos Estados (% PIB)**

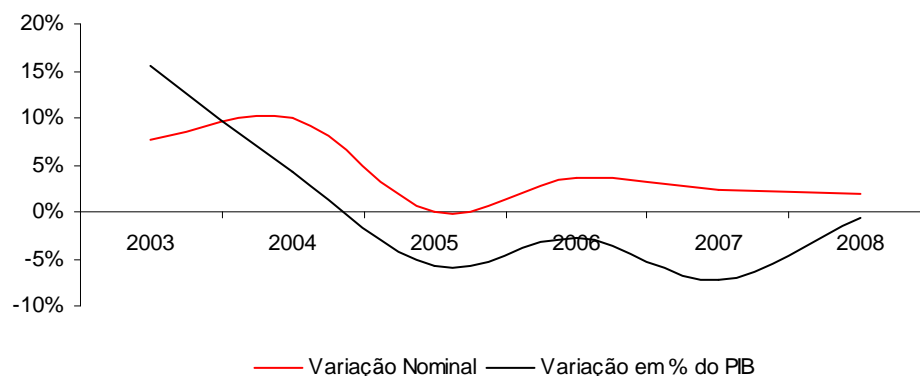
<b>Ano</b>	<b>NFSP Primário</b>	<b>NFSP Nominal</b>
2003	-0,70	1,35
2004	-0,83	1,42
2005	-0,80	0,22
2006	-0,70	0,59
2007	-1,02	0,40
2008	-0,95	1,01

Obs.: Para 2008, utilizou-se os dados referentes ao mês de junho

Fonte: Banco Central.

Nota-se que em todos os anos do intervalo 2003-2008 os Estados, no agregado, atingiram bons resultados de superávit primário em relação ao PIB. Todavia, assim como nos dados relativos à DLSP, os Estados continuaram apresentando déficits nominais no período. Como, porém, o estoque da dívida estadual não é tão elevado como da Dívida Líquida do Setor Público, tem-se que seu aumento nominal não foi muito alto nesses anos. O Gráfico 2.4 ilustra bem isso. É mostrada a taxa de variação anual da Dívida Líquida dos Estados (DLE). A curva preta revela a taxa de variação da Dívida Líquida dos Estados em relação ao PIB, enquanto que a curva vermelha mostra a taxa de variação anual da Dívida Líquida dos Estados. O caráter descendente da relação DLE/PIB é nítido no Gráfico.

**Gráfico 2.4**  
**Evolução da Dívida Líquida dos Estados**  
**(Nominal e em % do PIB)**



Fonte: Banco Central.

Como se observa acima, desde 2004 a Dívida Líquida dos Estados (DLE) vem crescendo pouco, na faixa de 2% ao ano. Já a taxa de variação da DLE em relação ao PIB, também desde 2004, vem apresentando crescimento negativo. Fica claro que a questão do endividamento dos Estados não apresentou problemas sérios no período, no que tange ao crescimento acelerado da dívida. O problema das dívidas estaduais diz respeito mais à sua composição que a seu crescimento, uma vez que a maior parte da dívida dos Estados é com a União. Esse assunto será melhor trabalhado no Capítulo III.

Para concluir, novamente faz-se a colocação de que a agregação dos dados pode mascarar alguns problemas individuais, já que cada Estado é independente do outro e todos o são em relação à União. De fato, há alguns Estados com maiores problemas fiscais, como é o caso do Rio Grande do Sul e de Goiás, que já têm um histórico negativo, como atesta GERARDO e NASCIMENTO (2002)<sup>10</sup>. Assim, embora nos dados consolidados não fique claro, olhando

<sup>10</sup> GERARDO, J. C. e NASCIMENTO, E. R. “Dois Anos da Lei de Responsabilidade Fiscal”. Secretaria do Tesouro Nacional, 2002.

individualmente surgem questões complicadas nas finanças estaduais, as quais ensejam um maior cuidado futuro.

## **CAPÍTULO III – A Dívida Pública e a Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária**

O capítulo presente fará uma análise crítica dos dados apresentados no Capítulo II, inquirindo as causas dos padrões observados e evidenciando os principais problemas. O capítulo está dividido em três tópicos. O tópico 3.1 fará uma análise da evolução da dívida pública e de seu perfil, apresentando razões plausíveis para explicar a mudança observada nas variáveis. Em seguida, o tópico 3.2 analisará quais são as expectativas e projeções em relação à dívida pública. Também serão mostrados os principais problemas inerentes à dívida pública brasileira, bem como os desafios que se colocam para a futura administração desta. O último tópico objetiva verificar se da falta de coordenação entre as políticas fiscal e monetária resultou algum efeito negativo à dívida pública. Serão apresentadas visões de diversos autores sobre o tema. Por fim, ainda no tópico 3.3, a necessidade de uma futura coordenação dessas políticas econômicas será analisada, com base nos dados atuais sobre a composição e estoque da dívida pública.

### **3.1 Análise da Evolução da Dívida Pública no Período 2003-2008**

Seguindo o padrão utilizado no Capítulo II para facilitar a análise, a avaliação será dividida em três etapas: a Dívida Líquida do Setor Público, a Dívida Pública Federal e a Dívida dos Estados. Uma vez feita a análise descritiva no Capítulo II, esta seção destina-se a descobrir as causas dos fenômenos já observados.

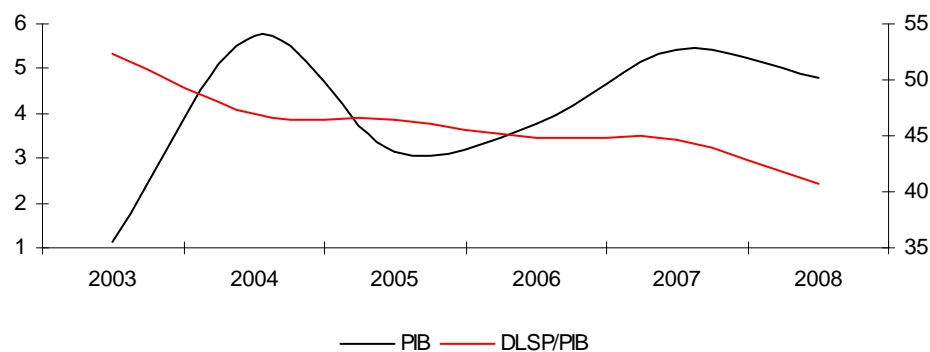


### 3.1.1 A Dívida Líquida do Setor Público

Analisando primeiramente a evolução da relação Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB entre 2003 e 2008, esta, à primeira vista, apresentou uma melhora considerável. Houve uma queda significativa, uma vez que a variação foi de mais de 10 pontos percentuais. Há duas razões principais que explicam essa queda. A primeira delas é a retomada do crescimento econômico em meados de 2003. Puxado principalmente pelo setor externo da economia, o período foi marcado por um crescimento anual relativamente elevado do PIB, em comparação com outros períodos da história brasileira. O aumento expressivo da quantidade exportada e o aumento dos preços internacionais das *commodities* foram os fatores conjunturais que contribuíram para tanto. Ademais, no plano interno, observou-se o controle da inflação e o compromisso fiscal do governo. Naturalmente, se o PIB cresce mais, há uma queda na relação dívida/PIB.

Essa relação entre o crescimento do PIB e a queda da relação dívida/PIB pode ser analisada no Gráfico 3.1 abaixo. Neste Gráfico, a escala referente ao crescimento do PIB varia de 1 a 6, enquanto que a escala da Dívida Líquida do Setor Público como proporção do PIB vai de 35 a 55.

**Gráfico 3.1**  
**Variação Anual do PIB e Evolução da DLSP**  
**(% PIB)**



Obs.: Em relação ao PIB de 2008, utilizou-se a projeção estimada pelo Banco Central em junho.

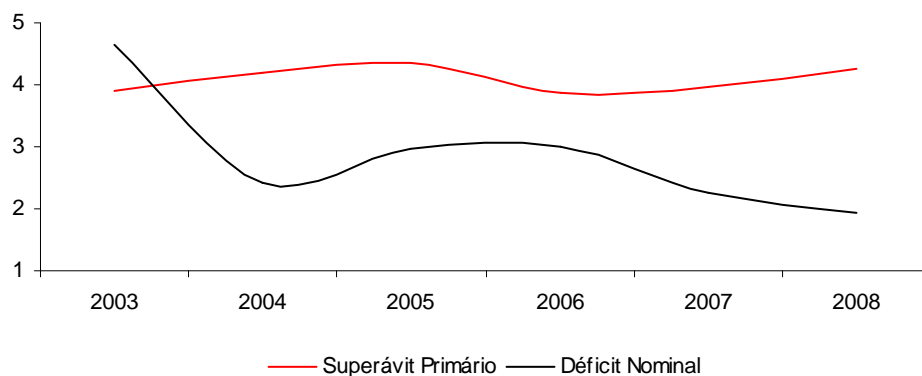
Fonte: IBGE e Banco Central.

De fato, pode-se inferir do Gráfico 3.1 que os anos onde a relação dívida/PIB caiu mais aceleradamente (2004 e 2007/2008) corresponderam aos picos do crescimento do PIB. Essa primeira explicação para a queda da relação dívida/PIB revela um fato importante. A melhora desse indicador não pode ser totalmente imputada à ação direta do Governo no sentido de diminuir o endividamento público, visto que o crescimento do PIB contribuiu bastante para tanto. E como o próprio crescimento do PIB está muito ligado à conjuntura internacional, decorre daí que a queda da relação dívida/PIB explica-se em grande parte por fatores casuísticos, e não por mudanças estruturais na gestão da dívida pública e da política fiscal.

Entretanto, se as ações do Governo não correspondem à totalidade da queda do indicador DLSP/PIB, elas respondem pelo menos por uma parte dela. O segundo motivo determinante para a queda observada na relação dívida/PIB, portanto, foi a própria estratégia de política fiscal adotada pelo Governo Lula. Esta se pautou em atingir superávits primários maiores do que o do período anterior, a despeito do que pensava o mercado. Essa medida, apesar de não conter o avanço nominal da dívida, ao menos reduziu a sua velocidade de crescimento,

também contribuindo para a redução da relação dívida/PIB. Como pode ser visto no Gráfico 3.2 abaixo, o superávit primário manteve-se alto em todo o período (média de 4% do PIB), enquanto que o déficit nominal caiu expressivamente, indo de 4,65% do PIB em 2003 para 1,94% em junho de 2008.

**Gráfico 3.2**  
**Evolução do Déficit Nominal e do Superávit Primário (% PIB)**



Fonte: Banco Central

Um ponto relevante de se mencionar se refere ao modo de obtenção desse alto superávit primário. Dados da Secretaria da Receita Federal indicam que a taxa média de crescimento real da arrecadação federal foi de 5,92% no período 2003-2007. A alta carga tributária do país somada ao crescimento econômico do período foram os fatores que levaram ao aumento expressivo da arrecadação federal. Logo, esse é um indicador claro de que grande parte dos superávits primários foi obtida pelo aumento da arrecadação, e não pelo corte de despesas. Portanto, esse é mais um fator que evidencia que a melhora no endividamento público no período deveu-se parcialmente a fatores conjunturais, e não por uma mudança de postura fiscal.

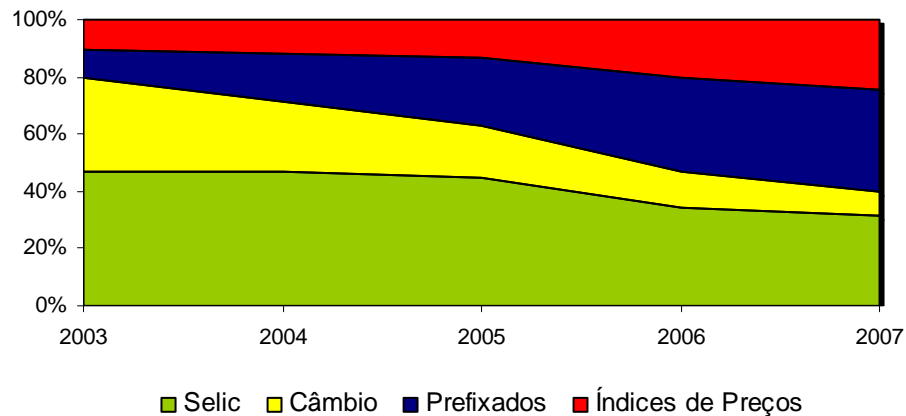
Em suma, pode-se dizer que a queda da relação dívida/PIB pode ser atribuída em parte a um aumento maior do denominador (crescimento do PIB) e em parte a um aumento em níveis decrescentes do numerador (déficit nominal). Portanto, o que a primeira vista parecia ser um ótimo resultado, revela-se apenas modesto, depois de feita a análise. A relação dívida pública/PIB caiu mais de 10 pontos percentuais no período, mas a grande questão é que isso se deveu principalmente ao crescimento do PIB. Mesmo com uma ótima conjuntura internacional, com a inexistência de choques exógenos e com sucessivos recordes na arrecadação de tributos, o esforço fiscal do Governo não foi capaz de interromper a trajetória de crescimento da dívida. Assim, a interpretação é que o resultado foi razoável, e não expressivo como aparenta ser num primeiro momento, já que o processo de endividamento persistiu por todo o período.

Cabe ressaltar, por fim, a inflexão que houve na postura fiscal quando da troca de Ministros da Fazenda. Na gestão do Ministro Antônio Palocci, de 2003 a março de 2006, o superávit primário variou de forma ascendente, indo de 3,89% do PIB em 2003 para 4,35% em 2005. Inversamente, nos dois primeiros anos da gestão do Ministro Guido Mantega (2006 e 2007), houve uma involução do resultado primário em relação ao ano anterior. Vê-se que em 2006 e em 2007 o superávit primário ficou abaixo de 4% do PIB. Em junho de 2008, o superávit primário já havia alcançado 4,27% do PIB, um valor relativamente alto, mas, de qualquer forma, abaixo do atingido em 2005.

### **3.1.2 A Dívida Pública Federal**

A composição da Dívida Pública Federal (DPF) apresentou uma melhora inquestionável. O Gráfico 3.2 abaixo demonstra como se deu a evolução da composição da DPF.

**GRÁFICO 3.2**  
**Evolução da Composição da DPF (%)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

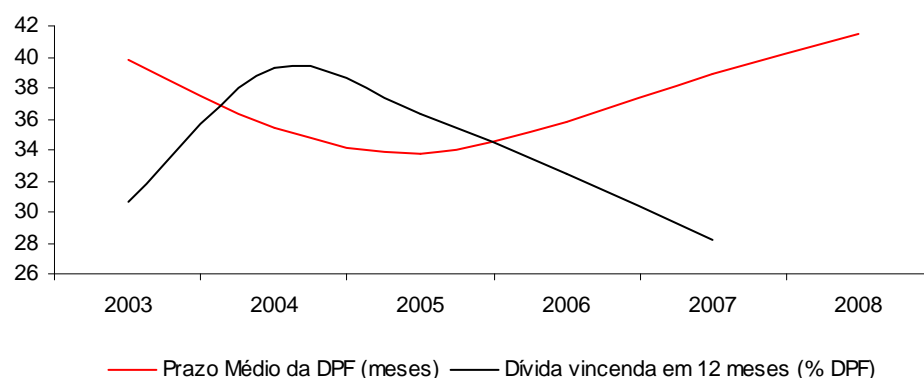
Como se observa, o total dos títulos indexados à Selic e ao câmbio decresceu enormemente. Em 2003, a soma perfazia um total de quase 80% da composição da dívida, caindo para menos de 40% em 2007. Inversamente, o total de títulos prefixados e indexados a índices de preços aumentou expressivamente. Esse resultado possui uma explicação similar à da evolução da DLSP, sendo atribuído em parte ao contexto do período e em parte às ações do governo. O cenário internacional favorável no período contribuiu para um maior crescimento do produto brasileiro, além de prover um ambiente de plena liquidez. Com isso, a confiança dos investidores, tanto externos quanto internos, aumentou, possibilitando uma melhora qualitativa do perfil da DPF. No entanto, grande parte do mérito do resultado obtido deve ser creditado à Secretaria do Tesouro Nacional, pela boa gestão que fez da dívida pública. De fato, consta no Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (PAF) de diversos anos que a estratégia de emissão de títulos daria privilégio aos prefixados e atrelados a índices de preços em detrimento dos títulos indexados ao câmbio e à Selic.

Essa mudança no perfil da dívida brasileira é extremamente importante, vez que reduz o grau de oscilação do serviço da dívida. Com títulos prefixados em lugar de títulos pós-fixados, é

possível obter duas grandes vantagens. A primeira vantagem é a relativa imunização da política da dívida pública frente a choques econômicos no curto prazo. Assim, um impacto negativo no câmbio ou nos juros não terá efeitos imediatos sobre o serviço da dívida, ao contrário do que ocorreria caso os títulos fossem pós-fixados. A segunda vantagem é que permite ao governo um maior grau de previsibilidade quando da apuração de suas necessidades de financiamento. Logo, o fato dos títulos prefixados ter ultrapassado os títulos indexados à Selic já em 2007 representa um grande avanço. É ainda relevante mencionar que esse fato diminui o nível de influência que se estabelece entre a política fiscal e a monetária. Desse modo, um aumento dos juros pelo Banco Central não implicará em efeitos tão perversos para a dívida pública como se teria em outro cenário.

Acerca do prazo médio da DPF e da dívida vencida em 12 meses, pode-se ver duas situações distintas. O Gráfico 3.3 abaixo ajuda a visualizar essa evolução. Apesar de no gráfico as variáveis terem unidades distintas – o prazo médio é medido em meses enquanto que a dívida vencida em 12 meses é medida em porcentagem da DPF – o objetivo principal é analisar a variação das curvas, que apresentam comportamentos semelhantes.

**Gráfico 3.3**  
**Evolução do Prazo Médio da DPF (meses) e da**  
**Dívida vencida em 12 meses (% DPF)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Observa-se que há dois momentos distintos: primeiro, de 2003 a meados de 2005, há uma piora nos dois indicadores; num segundo momento, de 2005 até 2008, ambos os indicadores apresentam melhoras. Uma explicação plausível para esses comportamentos é a de que, em 2003 e em 2004, a estratégia de emissão de títulos prefixados contribuiu para a piora dos dois indicadores, visto que esses títulos são emitidos com um prazo menor. Logo, com a grande emissão de títulos prefixados, observou-se uma redução do prazo médio da DPF, bem como um aumento na porcentagem da dívida vincenda em 12 meses. Outro fator que contribuiu para a queda do prazo médio da DPF foi a apreciação cambial, que diminuiu a participação dos títulos externos – os quais têm prazos maiores – na composição da DPF.

Todavia, a partir de 2005 percebe-se uma melhora dos dois indicadores. Não obstante a estratégia de continuar privilegiando os títulos prefixados, o prazo médio da DPF aumentou e a participação da dívida vincenda em 12 meses no total da DPF caiu. Essa evolução nos resultados reflete a consolidação de algumas medidas adotadas pela Secretaria do Tesouro Nacional. Como estratégia para melhorar essas variáveis, reduziu-se expressivamente a emissão de títulos com prazos inferiores a 12 meses. Adicionalmente, houve uma diversificação na base dos investidores, com a instituição do Tesouro Direto (um programa simplificado de venda de títulos públicos a pessoas físicas) e com a abertura do mercado de capitais aos investidores não-residentes. Todos esses fatores convergiram para aumentar o prazo médio da DPF e reduzir o percentual da dívida vincenda em 12 meses.

Com relação à Dívida Pública Federal Externa, a interpretação é bastante simples. A grande apreciação do real no período 2003-2008 fez “derreter” grande parte do valor dessa dívida. No mais, cita-se também a estratégia da Secretaria do Tesouro Nacional em efetuar compras

antecipadas de títulos externos, de forma a trocar papéis vincendos no curto prazo por outros com um prazo maior de maturação.

### **3.1.3 A Dívida dos Estados**

Para compreender a recente evolução da dívida dos Estados, é necessário voltar um pouco mais no tempo. Em verdade, a melhora na situação fiscal dos Estados remonta à Lei n.º 8.726/1993, com uma importante renegociação de dívidas estaduais com a União. O processo continuou com a Lei n.º 9.496/1997, juntamente com a Lei Complementar n.º 101/2000. A Lei de 1997 consubstanciou o Programa de Renegociação das Dívidas Estaduais, estabelecendo que a dívida pública mobiliária e outras dívidas financeiras dos Estados poderiam ser assumidas pela União. Em verdade, segundo a Secretaria do Tesouro Nacional, 25 governadores de estado assinaram o acordo e refinanciaram suas dívidas (Amapá e Tocantins não o fizeram). O acordo previa um prazo de 30 anos para o pagamento do débito, agora com a União, numa taxa de juros mínima de 6% ao ano<sup>11</sup>. Como contrapartida, os Estados ficaram obrigados a cumprir uma série de determinações, tais como reduzir a despesa de pessoal, incrementar a arrecadação tributária, atingir metas de superávits primários e promover privatizações. Essa Lei, portanto, foi um importante marco na instituição da responsabilidade na gestão fiscal e controle do endividamento estadual.

Posteriormente, com a aprovação da Lei Complementar n.º 101/2000 – conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal – consolidou-se o processo de organização e controle das finanças públicas. Regras já existentes no ordenamento jurídico foram incorporadas a regras adicionais, compondo numa única Lei o parâmetro para a gestão das finanças públicas no

---

<sup>11</sup> Conforme disposto no artigo 3º da Lei n.º 9.496/1997.



Brasil. Como consequência da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), bem como de outras leis anteriores que trataram sobre o tema, o endividamento estadual restou estabilizado, não se observando um aumento ameaçador da dívida pública consolidada dos Estados desde então.

A leitura que se faz da evolução da dívida dos estados, portanto, é relativamente simples. Com exceção de alguns Estados, a maioria se adequou àquilo que previa a Lei de Responsabilidade Fiscal. De um modo geral, observa-se que as metas de superávit primário foram atingidas e o crescimento nominal da dívida não foi muito alto.

Por fim, fazendo uma avaliação geral da evolução da dívida pública no período 2003-2008, reconhece-se uma melhora modesta dos indicadores. De fato, a estrutura da dívida pública se alterou completamente, alcançando uma composição muito melhor que a do início do período. Porém, o mesmo não se pode dizer sobre o processo de endividamento, que continuou aumentando. Todo o esforço fiscal feito pelo Governo na obtenção de altos superávits primários não foi suficiente para conter o avanço da dívida pública. E como o montante desta é deveras elevado, tem-se que qualquer déficit nominal, por menor que seja, tem um valor significativo. Alguns autores revelam que a relação DLSP/PIB poderia ter caído muito mais se o Governo tivesse feito reformas fiscais ou se os resultados primários tivessem sido maiores.

Como já mencionado, com relação à composição da dívida pública, a melhora é inquestionável. Apesar de agir em um contexto econômico altamente favorável, o Governo teve seus méritos nos resultados obtidos. Observou-se uma administração clara e transparente da dívida pública, pautada em estratégias predefinidas, o que possibilitou um

grande avanço institucional nessa esfera econômica, aumentando a credibilidade do governo e facilitando a implementação dos planos elaborados.

É necessário salientar o reconhecimento do próprio mercado internacional na estabilidade macroeconômica e, de certa forma, na solvência da dívida pública brasileira. Em 2008, duas das principais agências de classificação de risco do mundo – a Standard & Poor's e a Fitch – deram ao Brasil o grau de investimento, ou seja, aumentaram o patamar de classificação dos títulos públicos brasileiros. Em que pese que o critério dessas agências leve em conta muitos indicadores macroeconômicos, como taxa de inflação e reservas internacionais, esse não deixa de ser um bom resultado no plano fiscal e de administração da dívida.

### **3.2 Expectativas e Desafios**

Dependendo do cenário imaginado, têm-se diversas perspectivas para a evolução da Dívida Líquida do Setor Público. Previsões da Secretaria do Tesouro Nacional dizem que em 2011 a relação dívida/PIB poderá atingir a marca de 36,9%, aumentando o grau de sustentabilidade da dívida. GIAMBIAGI e ALÉM (2008) são mais otimistas. Dizem eles que, mantidos os superávits primários e um crescimento anual nominal do PIB de 8% – que combine 4% de inflação e outros 4% de expansão real do produto –, o valor da Dívida Líquida do Setor Público poderá cair para 27% do PIB em cinco anos.

Fazendo previsões para diversos cenários, PINHEIRO e MOREIRA (2006) acharam os seguintes resultados. Uma combinação de crescimento do PIB na ordem de 3% ao ano e um superávit primário de 4,6% levarão a relação dívida/PIB a 29,4% em 2015. Porém, se o superávit primário for de 3,6% ao ano, a relação dívida/PIB atingirá 41,6% no mesmo ano. Seja como for, independente da precisão dos valores, certo é que se for mantida a política

fiscal baseada em elevados superávits primários e se o PIB continuar crescendo de forma sustentável, será natural observar uma queda na relação dívida/PIB nos próximos anos.

Já em relação à composição e ao perfil da Dívida Pública Federal, mostra-se a Tabela 3.2 abaixo, a qual revela quais são as metas do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública para 2008.

**TABELA 3.2**

<b>Resultados esperados da Dívida Pública Federal em 2008</b>		
<b>Indicadores</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>Composição (%)</b>		
Prefixados	35,0	40,0
Índices de Preços	25,0	29,0
Selic	25,0	30,0
Câmbio	7,0	9,0
Demais	1,0	3,0
<b>Estrutura de Vencimentos</b>		
Prazo Médio (meses)	42,0	46,0
% vincendo em 12 meses	24,0	27,0

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (PAF 2008).

Apesar de aparentemente ter se interrompido a fase amplamente favorável no cenário econômico internacional, os indicadores mostram que a economia brasileira goza ainda de estabilidade macroeconômica. Tal fato deixa a economia parcialmente imune a choques econômicos no curto prazo. Como consequência, é provável que as metas estipuladas pelo PAF de 2008 sejam atingidas no que diz respeito à composição e perfil da Dívida Pública Federal.

Mesmo que observadas melhoras em todos os indicadores da dívida pública no período 2003-2008, e que, mantidas as condições presentes, eles continuem a melhorar, ainda há problemas

sérios com relação ao endividamento público no Brasil. Em geral, pode-se estipular três principais problemas, a saber, o insuficiente esforço fiscal, a composição da Dívida Pública Federal e a relação complexa estabelecida entre Estados e Governo Federal.

O esforço fiscal praticado pelo Governo, valendo-se de altos superávits primários, ainda não foi capaz de reduzir a relação dívida/PIB a níveis aceitáveis. A mensuração da Dívida Líquida do Setor Público como proporção do PIB pode ser usada como um indicador da sustentabilidade da dívida pública, vez que mostra a relação entre o tamanho da dívida e o tamanho da economia. No início do Governo Lula, essa relação era extremamente alta, cerca de 50%. Significa dizer que de toda a riqueza produzida no Brasil no período de um ano, metade correspondia ao valor da dívida pública. Em maio de 2008, esse valor caiu para 40,80%. Considerando todos os problemas estruturais inerentes a uma economia ainda em desenvolvimento, esse valor é ainda bastante elevado. Naturalmente, houve uma redução da proporção, e, *ceteris paribus*, continuará havendo. No entanto, essa proporção é alta para uma economia com o porte da brasileira. Em geral, a relação dívida/PIB de países emergentes é de cerca de 30%.

O que mais chama atenção é o comportamento sempre ascendente da dívida pública brasileira. Em todo o período, a dívida apresentou-se maior no ano subsequente que no ano anterior. A disciplina na gestão da política fiscal reduziu sua velocidade de crescimento, mas não a interrompeu. Assim, deixando as variáveis evoluírem por inércia, mantido o cenário atual, haverá sim uma melhora na relação dívida/PIB, mas será longa e gradual. Urge implementar reformas fiscais de modo que se possa trabalhar com um resultado nominal neutro ou até superavitário, para que se observe uma queda consistente do tamanho da dívida em proporção do PIB.

A alternativa mais viável que se pode vislumbrar para impedir o crescimento nominal da dívida pública é o aumento do superávit primário. Contudo, como a carga tributária já se encontra saturada, a elevação do resultado primário só se faz possível com a conseqüente redução de despesas. Ocorre que há uma grande pressão da sociedade por aumento dos gastos públicos, e não o contrário. Assim, para contornar esse problema, é preciso dar continuidade às reformas fiscais, a fim de que se otimize a utilização do gasto público. Entre os principais problemas do gasto público no Brasil, GIAMBIAGI (2006) cita a rigidez orçamentária e as crescentes despesas do INSS. Sucede que a pressão política e social não é somente no sentido de impedir elevações do resultado primário, mas sim de diminuir os atuais níveis obtidos. Os políticos e a sociedade como um todo podem querer reduzir o patamar do superávit primário no futuro, justificando-se numa demanda latente por investimentos públicos e no argumento de que o ajuste fiscal já foi feito. Esse, portanto, constitui-se um grande desafio econômico dos próximos governos.

O segundo grande problema da dívida pública consiste no perfil da Dívida Pública Federal. Não obstante terem sido observados avanços importantes no período, ainda é grande a concentração de vencimento dos títulos no curto prazo. Como visto no tópico 2.2, desde a instituição do mercado de títulos públicos no Brasil, seu prazo médio sempre foi curto. Apesar do percentual vincendo em 12 meses ter reduzido para pouco menos de um terço do total, esse número é expressivo dado o alto estoque da dívida pública. Ademais, o prazo médio dos títulos sempre esteve em torno de dois ou três anos, variando bastante conforme o contexto econômico presente. SANTOS (2004) diz que, dado o histórico conturbado da política econômica brasileira, um choque exógeno pode facilmente destruir a boa estrutura que a dívida pública atingiu recentemente. Qualquer nível maior de incerteza fará com os investidores rejeitem títulos com prazos longos e prefixados, voltando à composição antiga.

Para superar o problema, é vital que o mercado mantenha a confiança na sustentabilidade da dívida brasileira, de modo que os títulos públicos sejam vistos como forma segura de poupança, requisito fundamental para que se aumente o prazo médio da dívida pública. Obviamente, conforme dito acima, é preciso continuar com a disciplina fiscal e, mais do que isso, intensificar o esforço a fim de conter o avanço da dívida. Outrossim, outra boa medida seria o incentivo dado a fundos de investimento, fundos de pensão e aposentadoria complementar, bem como a pessoas físicas para comprarem títulos públicos. Assim, diminuindo a proporção de investidores eminentemente especulativos e aumentando o número daqueles que investem com horizontes temporais mais amplos, poder-se-ia observar uma melhora significativa no prazo médio da dívida. De fato, o Tesouro Direto, que, como já dito, consiste num programa simplificado de venda de títulos públicos a pessoas físicas, pode contribuir para tanto<sup>12</sup>. Entretanto, muito ainda precisa ser melhorado para que a concentração de vencimentos dos títulos públicos possa ser estendida por um prazo relativamente longo.

Finalmente, o terceiro grande problema observado ao analisar a evolução da dívida pública no Brasil é a dívida dos Estados. Muitos Estados mantêm dívidas históricas com a União, sendo que, não raro, estas são refinanciadas e assumidas pelo Governo Federal. Visto que o Estado brasileiro se organiza como uma federação, cada ente que compõem essa federação – a União, os Estados e os Municípios – é autônomo em relação ao outro. Dessa forma, não são possíveis intervenções de um ente federado sobre outro. Assim, apesar dos enormes avanços obtidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, a União não pode intervir indiscriminadamente no processo de endividamento de um Estado, que pode recusar-se a pagar uma dívida com o Tesouro Nacional. Como já mencionado na subseção 3.1.3, em 1993 e em 1997 ocorreram

---

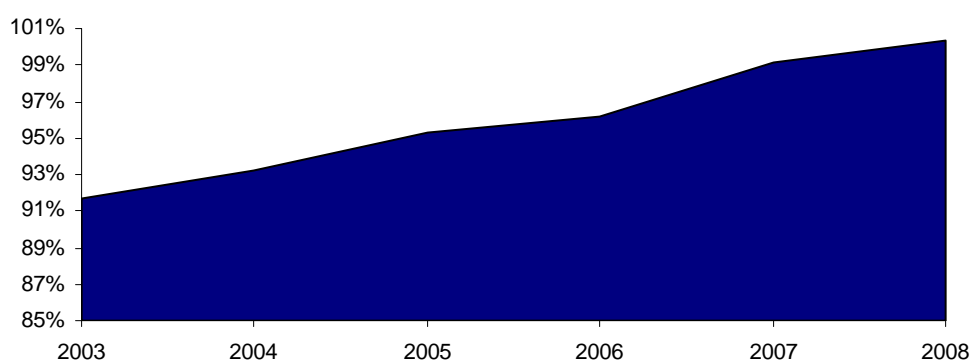
<sup>12</sup> Apesar de o objetivo principal do Tesouro Direto ser a democratização do investimento em títulos públicos, nada obsta que no futuro o grande número de investidores contribua para aumentar o prazo médio de maturação da dívida pública (em 2007, mais de 100.000 investidores já estavam cadastrados neste programa, segundo informação da Secretaria do Tesouro Nacional).

renegociações das dívidas estaduais com a União. Ocorre que, devido ao intenso lobby que os governadores de Estado exercem no Congresso Nacional e no Governo Federal, há sempre o risco de que ocorra uma nova assunção de dívidas.

Este fator gera, como dizem OLIVEIRA e SILVA (2000), um incentivo para um comportamento totalmente irresponsável. Os eventuais refinanciamentos de dívidas acabam por beneficiar os Estados maus pagadores, que, além de não honrarem seus compromissos, ainda recebem ajuda financeira da União. Logo, não constitui vantagem para um Estado manter um sólido compromisso fiscal, já que o comportamento oposto gera maiores bônus políticos.

O risco neste caso é ainda maior quando se analisa a composição da dívida estadual. A dívida que os Estados têm com o Governo Federal no âmbito dos compromissos da Lei n.º 8.726/1993 e da Lei n.º 9.496/1997 é expressivo. O Gráfico abaixo mostra a participação desses débitos no total da Dívida Interna Líquida dos Estados (DIL).

**Gráfico 3.4**  
**Participação da Dívida dos Estados Renegociada**  
**com a União no total da Dívida Interna Líquida dos**  
**Estados**



Fonte: Banco Central.

A Dívida Interna Líquida dos Estados engloba as dívidas com o Governo Federal, a dívida mobiliária e a dívida bancária dos Estados, compensadas por créditos financeiros e depósitos à vista. Em 2008, a dívida dos Estados com a União como proporção da DIL chegou a 101%. Esse resultado significa que a dívida estadual com o Governo Federal é maior que a própria Dívida Interna Líquida dos Estados (ou seja, a dívida mobiliária e a dívida bancária foram mais que compensadas por créditos financeiros dos Estados). Assim, além do risco de refinanciamento das dívidas estaduais, pode haver também o fato de elas não serem pagas no prazo. Como a maior parte das dívidas é com o Governo Federal, esse atraso, ou mesmo o não pagamento, corresponde diretamente ao não recebimento de recursos por parte da União. Portanto, dada a complexidade das relações entre Estados e Governo Federal, que envolvem não só fatores econômicos, mas principalmente políticos, há um grande risco de endividamento federal futuro.

Esse, talvez, constitui o problema mais grave inerente à estrutura da dívida pública brasileira. O fato de um ente federativo ter uma dívida com outro consubstancia uma relação “incestuosa”, posto que distorce a caracterização da relação credor/devedor. De fato, como já mencionado, esse problema não se soluciona com um ajustamento fiscal, uma vez que é um problema eminentemente político. Assim, embora se efetue um sólido processo de ajuste fiscal, não há nada que impeça que uma decisão política interfira no resultado econômico.

### **3.3 Necessidade de Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária**

Visto a evolução da maioria dos indicadores relativos à dívida pública, bem como dos principais problemas, chega-se à questão da interferência ou não da coordenação das políticas fiscal e monetária. Viu-se, no tópico 2.3, que no período 2003-2008 houve uma falta de



coordenação dessas políticas econômicas. Se essa independência na condução das políticas gerou efeitos perversos à dívida pública brasileira é uma resposta a que se tentará chegar, assim como se é necessária uma maior coordenação das políticas fiscal e monetária daqui para frente, dada o atual perfil da dívida.

De um modo geral, a literatura econômica a respeito da coordenação de políticas no Brasil é amplamente favorável a uma melhor interação entre as políticas monetária e fiscal. MENDONÇA (2006)<sup>13</sup>, o grande expoente dessa visão, diz que a independência adquirida pelo Banco Central nos últimos anos fez haver uma dominância monetária na economia brasileira. Como consequência, as altas taxas de juros praticadas para manter a estabilidade dos preços pesaram excessivamente sobre o serviço da dívida, implicando em uma desagradável aritmética fiscal no período. MENDONÇA (2006, pg. 34) conclui:

“Para evitar o problema acarretado pela dominância monetária recomenda-se a ação coordenada entre as autoridades monetária e fiscal de forma que a busca da estabilidade de preços combinada a uma política fiscal responsável não implique custos sociais desnecessários. Uma forma de atenuar o problema é via alteração da estrutura de indexação da dívida, reduzindo-se a proporção de títulos atrelados à Selic e ao câmbio e aumentando a quantidade de títulos indexados à inflação.”

De igual modo, SILVA e MENDONÇA (2007) afirmam que a manutenção da taxa de juros em patamares elevados acarretou ao Brasil uma desagradável aritmética fiscal, resultante da política independente do Banco Central. Essa opinião também é compartilhada por SANTOS (2004). A solução para estes autores encontra-se na coordenação das políticas fiscal e

---

<sup>13</sup> MENDONÇA, H. F. “*Independência do Banco Central e Equilíbrio Fiscal: Algumas Observações para o Caso Brasileiro*”, Revista de Economia Política, vol.26, n°1 (101), janeiro-março, 2006.

monetária. CAMURI (2005) <sup>14</sup> diz que a maior parte do endividamento público não é mais fruto de medidas da política fiscal (no sentido de se valer de um orçamento deficitário para promover investimentos), mas sim da política monetária, uma vez que é utilizado para prover liquidez ao mercado de capitais, sinalizar juros, fornecer *hedges* cambiais e financiar o balanço de pagamentos. Uma política monetária restritiva, usada antes para sustentar uma âncora cambial e agora para sustentar o regime de metas para a inflação e fazer frente a choques externos, impacta diretamente na administração da dívida, já que aumenta seu custo de refinanciamento.

Assim, CAMURI (2005, pg. 46), ressaltando a vulnerabilidade às restrições externas da economia brasileira, diz que as ações da política monetária acabam por anular o esforço feito na esfera fiscal, notadamente na obtenção de superávits primários. Além dos efeitos negativos dos juros altos sobre o endividamento público, CAMURI diz haver um impacto nocivo sobre o produto, uma vez que os juros altos inibem o investimento. Nesse sentido, o autor prescreve uma ação coordenada das políticas, que, agindo como uma só política macroeconômica, ponha seu foco no produto, posto que apenas essa variável é capaz de afetar todas as demais. Feito isso, o superávit primário seria um resultado obtido *ex post* via crescimento econômico e não o contrário.

Sob outra perspectiva, MOREIRA, ALMEIDA e SOUZA (2006) fizeram testes com dados sobre a economia brasileira de 1999 a 2004 para descobrir qual política econômica foi ativa e qual foi passiva. Uma política ativa seria aquela que não se restringe pelas condições correntes, mas escolhe uma regra de decisão livremente, dada as variáveis passadas, presentes e futuras. Por outro lado, uma política passiva seria aquela restringida pelas decisões de

---

<sup>14</sup> CAMURI, P. A. “*Dívida Pública, Política Fiscal e Restrição Externa no Brasil: 1994-2004*”, X Prêmio Tesouro Nacional, ESAF, Brasília, 2005.

otimização do consumidor e pelas ações da política ativa. Os autores afirmam que a configuração ideal seria uma política monetária ativa, que disponha de instrumentos eficazes para alcançar a estabilidade de preços, e uma política fiscal passiva, que respeita a restrição orçamentária intertemporal do governo (essa configuração ideal não significa, entretanto, uma dominância monetária, com a ocorrência de desagradável aritmética fiscal). Concluem esses autores que, no período 1999-2004, as políticas monetária e fiscal foram passivas, isto é, as ações de ambas foram restringidas por algum fator.

Nesse contexto, a política monetária foi praticamente ineficaz pelo seguinte mecanismo: uma alta nos juros para conter a inflação pesou sobre os encargos da dívida; a possibilidade de *default* daí advinda implicou em uma depreciação da moeda nacional que, por sua vez, gerou mais inflação. Dado o alto estoque inicial da dívida, é bem provável que esse resultado tenha ocorrido. Assim, a passividade da política monetária decorreu da influência negativa da política fiscal e da dívida pública sobre preços e taxa de juros. Como solução a este problema, os autores sugerem uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

Sobre o assunto, pensam diferente GIAMBIAGI e ALÉM (2008), que dizem que o Brasil já entrou na terceira fase do processo de ajuste fiscal, segundo comparações entre vários países. Na primeira fase desse processo, a dívida pública cresce de forma acelerada e há tamanha desconfiança sobre uma possível moratória. Na segunda fase, são tomadas medidas de ajustamento fiscal. O superávit primário cresce, mas como que por inércia, fruto ainda da desconfiança da fase anterior, a taxa de juros demora a ceder e a dívida pública continua crescendo, embora mais lentamente. Dizem os autores que o Brasil viveu a primeira fase até 1998, e a segunda de 1999 até 2003.

A terceira fase do processo de ajuste fiscal caracteriza-se pela colheita de bons resultados advindos da persistência no ajustamento. A confiança do mercado aumenta, as taxas de juros reais e a dívida pública passam a cair em um ritmo mais acelerado. GIAMBIAGI e ALÉM (2008) dizem que há indícios de que o Brasil entrou nessa terceira fase por volta de 2004/2005. Além disso, esses autores afirmam que seguida a tendência de aumento de títulos prefixados e indexados a índices de preços na composição da dívida, o impacto das ações da política monetária – especialmente sobre os juros – seria muito menor na política fiscal.

De todo modo, pode-se atribuir à falta de coordenação das políticas fiscal e monetária o resultado obtido em relação à dívida pública. Como as políticas não foram coordenadas, cada uma seguiu determinado curso, existindo perdas econômicas e sociais decorrentes dessa falta de consenso quanto às diretrizes que deveriam nortear as políticas econômicas do Governo. O debate que surge, então, diz respeito à indagação de qual política seguiu no rumo certo, se a política fiscal ou a monetária. Como visto nas opiniões dos autores acima, grande parte imputa à independência da política monetária a responsabilidade pelos resultados observados, havendo também aqueles que atribuem isso à política fiscal.

Para descobrir qual foi o motivo que levou à persistência do endividamento no período, convém inquirir sobre a direção de causalidade dos efeitos: foi a atitude independente do BC em elevar os juros que aumentou o custo da dívida ou isso foi ocasionado pelo insuficiente esforço fiscal em reduzir o estoque desta? A conclusão é que a causa predominante para o comportamento da dívida foi a insuficiência do esforço fiscal, embora as ações da política monetária tenham contribuído para tanto.

Dado o alto estoque da dívida pública e a composição desta, na qual grande parte dos títulos é atrelada à Selic, faz-se impossível negligenciar os impactos que os juros altos têm sobre o custo de refinanciamento da dívida brasileira. Cabe lembrar que a despesa financeira da dívida pública brasileira é significativa. Dados do Banco Central revelam que o resultado de juros nominais das Necessidades de Financiamento do Setor Público foi, na média de 2003 a 2008, de quase 7% do PIB. Logo, a manutenção dos juros em patamares elevados teve um impacto considerável no custo da dívida pública brasileira.

Entretanto, a causa determinante para a continuação do processo de endividamento foi a ineficácia das ações da política fiscal em reduzir a dívida pública. Essa conclusão baseia-se em dois principais argumentos. O primeiro é o de que é provável que os resultados fossem similares, mesmo que as ações da política monetária fossem diferentes. O segundo diz respeito ao próprio histórico da situação fiscal no Brasil.

Como bem lembrado por LAURENS e DE LA PIEDRA (1998, pg. 5), o requisito fundamental para a eficácia da coordenação das políticas é que ambas devem estar num curso sustentável. Mesmo que de fato haja coordenação das políticas fiscal e monetária, ela será inócua caso uma das políticas seja insustentável no médio e no longo prazo. Os dados analisados levam a crer que a política fiscal rumava a um curso insustentável no início do período. A alta relação dívida/PIB, os constantes déficits nominais, a grande concentração de títulos pós-fixados e vincendos no curto prazo são variáveis que comprometiam, ao menos para o mercado, a solvência da dívida pública.

Assim, mesmo que houvesse uma coordenação entre as políticas, no sentido de o BC operar uma política de juros mais suaves, levando em conta o impacto sobre a dívida pública, é

provável que o endividamento persistisse. Pelo contrário, uma eventual coordenação poderia até piorar o quadro, uma vez que a política monetária contracionista sinalizou não apenas o compromisso com a estabilidade de preços, mas com a sustentabilidade macroeconômica do novo governo. Assim, o mercado poderia entender uma variação mais amena dos juros como uma falta de compromisso ou um compromisso não tão forte com a sustentabilidade monetária e também fiscal, podendo piorar o resultado. Desse modo, o fato de o BC considerar o impacto dos juros na dívida pública em sua política de juros não seria condição suficiente para se observar uma melhor evolução dos indicadores, podendo até, no caso de um relaxamento inicial nos juros, contribuir para piorar o quadro. Portanto, esse consiste no primeiro argumento que indica que o problema reside na política fiscal.

A segunda explicação que corrobora o argumento de que foi a política fiscal a principal responsável pela continuação do endividamento público ressalta o histórico fiscal brasileiro. O estudo de CAMURI (2005) revela que o fator mais importante que explica a variação da dívida pública é o próprio montante desta. Assim, a ineficiência do esforço fiscal em conter os seguidos déficits nominais implica diretamente em um aumento considerável da dívida pública, uma vez que o estoque dela é elevado. A história brasileira revela que as finanças públicas apresentavam um cenário crônico até pouco tempo atrás. Apesar dos avanços obtidos pelas recentes reformas fiscais, há ainda relevantes problemas relacionados ao processo de endividamento, como vistos na seção 3.2.

Como conclusão, tem-se que a falta de coordenação das políticas fiscal e monetária resultou em que cada política seguisse determinado curso, havendo uma perda econômica pela falta de consistência nas ações macroeconômicas. Muitos argumentam que a atitude independente do Banco Central em desconsiderar o impacto dos juros sobre a dívida pública foi o fator

determinante para o aumento da dívida pública. Contudo, a conclusão deste trabalho é que o resultado veio antes do caráter problemático da política fiscal que de um ímpeto independente do BC por conter a inflação. Assim, foi o insuficiente esforço fiscal, como uma das facetas da falta de coordenação das políticas econômicas, o principal fator que explica o aumento da dívida pública no Governo Lula. Ressalta-se, novamente, que as ações da política monetária contribuíram para o aumento da dívida pública, mas essa elevação deu-se principalmente pela política fiscal inadequada, que não logrou êxito em conter os sucessivos déficits nominais.

Ao longo do período, observou-se que a estrutura da dívida pública sofreu uma inflexão, deixando ela de apresentar um caráter insustentável crônico e passando a pelo menos apontar no caminho de uma sustentabilidade. Como observado no tópico 3.2, há grandes chances de que todos os indicadores continuem melhorando nos próximos anos. Porém, viu-se que problemas estruturais grandes poderão, no futuro, pulverizar todo o avanço obtido nesses anos.

De qualquer forma, a recomendação que se faz para o futuro é a de que as políticas apresentem uma melhor coordenação e que, acima de tudo, a política fiscal intensifique seus esforços e possa rumar seguramente a um curso sustentável. Com relação à política monetária, esta tem agido de forma consistente e efetiva na estabilização de preços, devendo apenas continuar assim agindo. Entretanto, a possibilidade de retrocessos futuros advém da política fiscal. É preciso maior esforço do que o que se tem observado. A mera redução do crescimento da dívida pública com a obtenção de altos superávits primários não é suficiente, devendo o governo esforçar-se mais para reduzir o estoque da dívida. O foco do governo, assim, deve estar em um superávit nominal, e não apenas em um superávit primário alto, mas que não é capaz de reduzir o montante total da dívida pública.

De igual importância, sugere-se uma melhor coordenação das políticas monetária e fiscal, a fim de que suas ações deixem de se tornar contraditórias e se tornem complementares. Como visto no Capítulo I e no início desta seção, a maior parte do cenário acadêmico sugere que a coordenação é melhor que a gestão independente de cada política. Essa coordenação não necessita implicar em subordinação das autoridades, mas numa disposição tal que reduza as perdas sociais obtidas com ações individuais e, por vezes, incoerentes. Assim, no caso brasileiro, seria possível até mesmo conferir independência formal ao Banco Central, de maneira a evitar pressões políticas na gerência da política monetária, mas, em contrapartida, deveriam ser criadas regras que assegurassem a necessária interação entre as políticas fiscal e monetária. A consonância das ações fiscal e monetária poderá levar a uma melhor eficácia de ambas as políticas, acelerando a obtenção da sustentabilidade macroeconômica.



## CONCLUSÃO

A maneira como se configuram as políticas monetária e fiscal possui grande relevância no âmbito da política econômica. Dependendo de como estão dispostas essas políticas, tanto pode haver uma divergência de resultados, na qual o efeito da ação de uma política influi negativamente no produto da outra, quanto uma convergência, onde ambas as políticas levam a economia a um crescimento sustentável num ambiente de estabilidade. A interação que se estabelece entre as políticas fiscal e monetária, então, é de grande importância para o bem-estar da sociedade.

De um modo geral, a inter-relação entre essas políticas econômicas evidencia-se mais claramente sobre a dívida pública. As ações da política fiscal com relação ao endividamento público influenciam na credibilidade da política monetária e também na eficácia de suas ações. Por outro lado, as ações da política monetária, normalmente via juros, impactam diretamente sobre o custo de refinanciamento da dívida pública. Assim, surge o debate acerca da necessidade ou não de se coordenar os esforços monetários e fiscais. Adequando o debate ao caso brasileiro, esta monografia propôs-se a analisar como se comportou a dívida pública no Governo Lula, no período 2003-2008, tendo em vista a configuração e a influência das políticas fiscal e monetária.

Desde a adoção do regime de metas para a inflação no Brasil, em 1999, a política monetária tem se comportado de forma autônoma e independente. Esse regime de política monetária contribui para a separação e não coordenação das políticas econômicas, uma vez que distancia as autoridades monetária e fiscal. Em seu Governo, o Presidente Lula preservou essa

independência do Banco Central, dando o aval necessário para que ele usasse os instrumentos convenientes para alcançar a meta de inflação estipulada.

Porém, apenas o fato de a política monetária ser conduzida por um Banco Central independente na prática não obsta para que haja interação entre as políticas econômicas. No caso brasileiro, a falta de coordenação veio de divergências teóricas quanto às diretrizes que deveriam guiar a política econômica. De fato, observou-se uma discórdia entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda e outros setores do Governo. Assim, essa dissensão de objetivos foi o fato marcante para que no Governo Lula as políticas fiscal e monetária terem sido geridas de forma independente e não coordenada.

Analisando a evolução da dívida pública no período 2003-2008, percebe-se uma melhora da maioria dos indicadores. A primeira vista, este parece ter sido um ótimo resultado, mas a avaliação do trabalho permitiu evidenciar vários problemas. De uma maneira geral, a composição e estrutura da dívida pública apresentaram uma melhora inquestionável, fruto da boa gestão da Secretaria do Tesouro Nacional e também da conjuntura econômica do período. Entretanto, foi o processo de endividamento que ficou aquém do que poderia ter sido obtido. A ocorrência de sucessivos déficits nominais no período levou ao aumento do estoque da dívida pública, potencializando dificuldades estruturais no futuro.

Dada a falta de coordenação das políticas fiscal e monetária, sucede que cada política seguiu determinado curso, fato que implicou em perdas econômicas pela inconsistência das ações macroeconômicas. A grande polêmica é se os resultados insatisfatórios do endividamento público vieram do comportamento contracionista da política monetária ou da insuficiência de esforços da política fiscal. A conclusão é que a causa determinante para o ocorrido foi a

insuficiência de esforço fiscal, embora as ações da política monetária tenham contribuído em algum grau para aumentar a dívida pública. Cabe lembrar que, de todo modo, ambos os argumentos constituem facetas da falta de coordenação das políticas econômicas no período.

De fato, é provável que com a coordenação das políticas fiscal e monetária, no sentido de o BC ser mais ameno na política de juros, levando em conta o impacto destes sobre a dívida pública, não haveria muita diferença nos resultados. Uma condição essencial para que a coordenação das políticas logre êxito é que ambas estejam num curso sustentável. Sucede que, no início do período, a política fiscal aparentava ser insustentável. Portanto, mesmo que o BC agisse de forma mais branda, é quase certo que o endividamento público continuaria a aumentar. Isso apenas corrobora a explicação de que o motivo principal para os resultados insatisfatórios do aumento da dívida pública foi a insuficiência de esforço fiscal. De igual forma, o próprio histórico fiscal brasileiro revela que é a ineficácia da política fiscal a maior responsável pelo aumento da dívida pública.

Apesar de não ter sido suficiente, a política fiscal conseguiu pelo menos reverter o quadro do endividamento público brasileiro. Assim, ainda que não se tenha chegado a um nível seguro e sustentável, a dívida pública parece apontar nesse caminho. Dessa forma, como desafio para o futuro, está a intensificação do esforço fiscal, a fim de que se acabe de vez com os problemas estruturais e se possa chegar a um patamar sustentável. Adicionalmente, sugere-se que haja uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária, de modo a maximizar os efeitos das políticas públicas na economia. Essa coordenação não necessita implicar em subordinação das autoridades, mas numa disposição tal que reduza as perdas sociais obtidas com ações individuais e, por vezes, incoerentes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M. P. *et al.* “*A Ordem do Progresso: Cem anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*”. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 1989.

ANDIMA “*Séries Históricas da Dívida Pública*”. 1994.

ANDRADE, J. P. e MORAES, J. F. M. “*Como a Dívida Pública afeta a Política Monetária Ótima?*”. ESAF, Brasília, 2004.

ARAÚJO, C. M. “*Análise da Dominância Fiscal sob o Regime de Metas para Inflação no Brasil*”. Tese de Mestrado, Unb, Brasília, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL “*Finanças Públicas: Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e Glossário de Instrumentos e Normas Relacionadas à Política Econômico-Financeira*”. 4ªed., Brasília, 2004.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. “*Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy*”. Working paper; 1079, NBER, 1983.

BITTENCOURT, M. A. “*Quatro Ensaios sobre Interação entre Política Fiscal e Monetária: estudo do Brasil pós real*”. Tese de Doutorado, Unb, Brasília, 2003.

BLANCHARD, O. “*Fiscal Dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*”. NBER Working Paper, no. 10389, março de 2004.

BLINDER, A. S. “*Issues in the coordination of monetary and fiscal policy*”. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 1983.

BORGES, D. A. “*Impactos das Políticas Monetária e Fiscal no Gerenciamento da Dívida Pública: uma análise macro-estrutural*”. ESAF, Brasília, 2006.

CAMURI, P. A. “*Dívida Pública, Política Fiscal e Restrição Externa no Brasil: 1994-2004*”. X Prêmio Tesouro Nacional, ESAF, Brasília, 2005.

DALTON, H. “*Princípios de Finanças Públicas*”. Tradução de Maria de Lourdes Modiano. 3. ed., Ed. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro 1977.

FISHER, I. “*The purchasing power of money*”. Nova York, Macmillan, 1922 *apud* CARVALHO, F. C. *et al.* “*Economia monetária e financeira: teoria e política*”, Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2007.

GERARDO, J. C. e NASCIMENTO, E. R. “*Dois Anos da Lei de Responsabilidade Fiscal*”. Secretaria do Tesouro Nacional, 2002.

GIAMBIAGI, F. “*A Política Fiscal do Governo Lula em Perspectiva Histórica: Qual é o limite para o aumento do gasto público?*”. IPEA, Rio de Janeiro, 2006.

\_\_\_\_\_ e ALÉM, A. C. “*Finanças Públicas – Teoria e Prática*”. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2008.

\_\_\_\_\_ e CARVALHO, J. C. “*As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente*”. Textos para discussão n. 86, BNDES, Rio de Janeiro, 2001.

HERMANN, J. “*A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)*”. IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

\_\_\_\_\_ “*Ascensão e Queda da Política Fiscal: de Keynes ao ‘Autismo’ Fiscal dos anos 1990-2000*”. IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

KING, M. “*Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline*”. Federal Reserve Bank of Kansas City. August-September, 171-183, 1995.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. “*Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*”. Journal of Political Economy, v. 85, n. 3, 1977.

LAURENS, B. e DE LA PIEDRA, E.G. “*Coordination of Monetary and Fiscal Policies*”. IMF Working Paper, N. 25, March, 1998.

LLUSSÁ, F. A. J. “*Credibilidade e Administração da Dívida Pública: Um estudo para o Brasil*”. 21º Prêmio BNDES de Economia, 1998.

LUCAS, R. “*Expectations and the Neutrality of Money*”. Journal of Economics Theory, vol. 4, 1972.

MANKIW, G. “*A Quick Refresher Course in Macroeconomics*”. Journal of Economic Literature, vol. XXVIII, 1990.

MENDONÇA, H. F. “*Independência do Banco Central e Equilíbrio Fiscal: Algumas Observações para o Caso Brasileiro*”. Revista de Economia Política, vol.26, nº1 (101), janeiro-março, 2006.

MODENESI, A. M. in CARVALHO, F. C. et al. “*Economia monetária e financeira: teoria e política*”. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2007.

MODENESI, A. M. “*Regimes monetários: teoria e experiência do real*”. Manole, Barueri, 2005 apud RESENDE, J. L. “*Metas de Inflação, câmbio flexível e autonomia de política monetária*”. Tese de Mestrado, Cedeplar, UFMG, Belo Horizonte, 2006.

MOREIRA, T. S., ALMEIDA, C. L. de e SOUZA, G. da S. “*Política Fiscal e Monetária: ativa ou passiva? Uma análise empírica e suas implicações sobre as regras ótimas de política monetária*”. Caderno de Finanças Públicas – ESAF, no. 7, dezembro de 2006.

MUSGRAVE, R. “*Teoria das Finanças Públicas*”. 2º volume, Ed. Atlas, Rio de Janeiro, 1976.

NASCIMENTO, E. R. “*Três Anos da Lei de Responsabilidade Fiscal*”. Secretaria do Tesouro Nacional, 2003.

OLIVEIRA, J.C. e SILVA, P. F. “*Reformas das instituições fiscais: reflexões sobre o caso do Brasil*”. CEPAL, Série Política Fiscal n.º 110, Santiago de Chile, 2000.

\_\_\_\_\_ “*Regras Fiscais do Brasil: da Secretaria do Tesouro Nacional à Lei de Responsabilidade Fiscal*”. Brasília, 2005.

OUREIRO, J., LEMOS, B. & PADILHA, R. “*O Regime de Metas de Inflação e a Governança da Política Monetária do Brasil: análise e proposta de mudança*”. UFPR, 2005.

PINHEIRO, F. & MOREIRA, A. “*Dívida Pública, Rigidez Fiscal e Dinâmica Macroeconômica*”. IPEA, 2006.

RESENDE, J. L. “*Metas de Inflação, câmbio flexível e autonomia de política monetária*”. Tese de Mestrado, Cedeplar, UFMG, Belo Horizonte, 2006.

REZENDE, F. “*O Financiamento das Políticas Públicas: Problemas Atuais*” in “*A Federação em Perspectiva: Ensaio Selecionados*”. – organizadores – AFFONSO, R. B. A. & SILVA, P. L. São Paulo: FUNDAP, 1995.

ROGOFF, K. “*The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*”. Quarterly Journal of Economics, v. 100, n. 4, 1985.

SILVA, M. C. “*A Dívida do Setor Público Brasileiro: seu papel no financiamento dos investimentos públicos*”. relatório de pesquisa n. 32, IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1976.

SANTOS, M. C. “*Dívida Pública e Coordenação de Políticas Econômicas no Brasil*”. Dissertação de Mestrado, UFMG, Belo Horizonte, 2004.

SARGENT, T.J. e WALLACE, N. (1981) “*Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*”. Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall, 1-17.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL “*Análise da Arrecadação das Receitas Federais*”. Brasília, vários números.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL “*Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*”. Brasília, vários números.

\_\_\_\_\_ “*Relatório Anual da Dívida Pública*”. Brasília, vários números.

SICSÚ, J. “*Teoria e Evidência do Regime de Metas Inflacionárias*”. Revista de Economia Política, vol. 22, nº1 (85), janeiro-março, 2002.

SILVA, R. T. e MENDONÇA, H. F. “*A Importância da Credibilidade para o Equilíbrio Fiscal: uma avaliação para o caso brasileiro*”. XII Prêmio Tesouro Nacional, ESAF, Brasília, 2007.

SOUZA, D. P. “*Finanças Públicas*”. Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa, 1992.

STERN, N. “*A Strategy for Development*”. Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, 2002.

SVENSSON, L. “*Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central Banks, and Linear Inflation Contracts*”. American Economic Review, Nº 1, Vol. 87, March, 1997.

VERSIANI, F. “*A Dívida Pública Interna e Sua Trajetória Recente*”. Unb, Brasília, 2003.

WALSH, C. “*Optimal Contracts for Central Bankers*”. American Economic Review, Nº 85, March, 1995.