

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**JAIME DE SOUZA GONÇALVES**

**DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: SEUS DETERMINANTES  
MACROECONÔMICOS**

**Florianópolis (SC), 2011**

**JAIME DE SOUZA GONÇALVES**

**DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: SEUS DETERMINANTES  
MACROECONÔMICOS**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador: Professor Dr. Renato Ramos  
Campos**

**Florianópolis (SC), 2011**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 10,0 ao aluno Jaime de Souza Gonçalves na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

-----  
Professor Dr. Renato Ramos Campos  
Orientador

-----  
Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques  
Membro

-----  
Prof. Dr. Pablo Felipe Bittencourt  
Membro

*“a existência do governo é necessária para guiar, corrigir e complementar o sistema de mercado que, sozinho, não é capaz de desempenhar todas as funções econômicas.” Fabio Giambiagi; Ana Cláudia Além*

## **AGRADECIMENTOS**

Meu agradecimento em especial aos meus pais e minhas irmãs. Com certeza eu não teria conseguido chegar até aqui se não fosse pelo apoio de minha família, a quem devo meus valores. A meu pai devo meu senso lógico e objetivo, pelo qual mantenho minha determinação. A minha mãe devo a compreensão de que, para se alcançar algo que se deseja, às vezes é necessário ficar longe daqueles que mais amamos, a própria família.

Agradeço também a todos os professores que ajudaram em minha formação, com especial agradecimento aos professores de minha infância. Estes me ensinaram que não se consegue aprender sem estudar.

A meu orientador, agradeço pelo tempo despendido e aos demais professores de Ciências Econômicas da UFSC, deixo o meu muito obrigado pela construção de meu conhecimento econômico.

## RESUMO

O setor público brasileiro conseguiu obter superávits primários em suas contas em todos os anos da década 2000, entretanto eles não foram suficientes para controlar a dívida pública que continuou crescendo. Assim, para podemos entender o motivo do crescimento da dívida do setor público, se faz necessário primeiro conhecer como ela foi originada, buscando identificar quais foram as causas para que a dívida líquida total alcançasse R\$ 1.475,8 bilhões no final de 2010, com uma dívida interna de R\$ 1.835,5 bilhões. Na década de 1980, o endividamento público era preponderantemente externo, sendo que o Brasil passou neste período de importador para exportador de poupança externa, devido ao fim da liquidez internacional e da elevação da taxas de juros. Para conseguir pagar os encargos da dívida externa, o país teve que aplicar uma política econômica recessiva, com o objetivo de gerar saldo da balança comercial. Essas políticas, somadas aos déficits públicos, provocaram a escalada da inflação e aumento da dívida interna. A década 1990 foi marcada pela implantação de um plano econômico que conseguiria combater a inflação, chamado de Plano Real, apoiado em uma âncora cambial. Essa âncora exigiu da política monetária a manutenção de elevadas taxas de juros, que fez com que a dívida interna crescesse. Nesse período, o endividamento público se tornou preponderantemente interno e indexado. A década de 2000, iniciada com a política de metas da inflação e câmbio flutuante implantadas no início de 1999, foi marcada em um primeiro momento pela elevação do endividamento interno, fruto da correção cambial e da necessidade de ser obter empréstimos externos para financiar a BP. No segundo momento, o país passou a conviver com um ritmo de crescimento da dívida líquida total menor. A dívida interna continuou a crescer de forma elevada, entretanto, seu aumento financiou a elevação das reservas internacionais, e o país passa de devedor a credor externo. Desta forma, o trabalho busca identificar quais foram os determinantes macroeconômicos do endividamento público brasileiro nas últimas três décadas, verificando como as políticas econômicas adotadas por cada governo nesse período influenciaram no seu comportamento.

Palavras-chave: Dívida Líquida Total, Dívida Interna, Dívida Externa.

## GLOSSÁRIO

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN - Banco Central do Brasil

BC - Banco Central do Brasil

BCB - Banco Central do Brasil

BP - Balança de Pagamentos

CDI - Certificados de Depósito Interbancário

CMN - Conselho Monetário Nacional

COPOM - Comitê de Política Monetária

DI - Depósito Interbancário

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

II PND - II Plano Nacional de Desenvolvimento

IPEADATA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

LFT - Letras Federais do Tesouro

LTN - Letras do Tesouro Nacional

NFSP - Necessidade de Financiamento do Setor Público

NTN - Notas do Tesouro Federal

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PAEG - Plano de Ação Econômica do Governo

PAF: Plano Anual de Financiamento

PIB - Produto Interno Bruto

PND - Plano Nacional de Desestatização

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

STN - Secretaria do Tesouro Nacional

VOBC - Valores a Ordem do Banco Central

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Resultado Primário do Governo Central.....	30
Quadro 2: M1 - fim período (deflator: IGP-DI, preços jan. 2011 = 1).....	38
Quadro 3: Relação Dívida PIB. ....	43
Quadro 4: Relação Dívida PIB. ....	49
Quadro 5: Dívida mobiliária interna federal - títulos fora do BC - Variação mensal (%)......	53
Quadro 6: Relação Dívida/PIB. ....	55
Quadro 7: Participação percentual por indexador na dívida. ....	72
Quadro 8: Participação percentual por indexador na dívida. ....	77
Quadro 9: Participação percentual por indexador na dívida. ....	89



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Dívida Externa 1978-84.....	42
Gráfico 2: Dívida Externa 1985 -89.....	48
Gráfico 3: Selic x IPCA entre 1993-94.....	63
Gráfico 4: Selic x Reservas Internacionais.....	68
Gráfico 5: Prazo médio dos títulos públicos competitivos em mercado.....	73
Gráfico 6: Selic X Reservas Internacionais.....	78
Gráfico 7: Prazo médio dos títulos públicos competitivos em mercado.....	80
Gráfico 8: Selic x IPCA acumulado.....	84
Gráfico 9: Prazo médio do estoque de títulos.....	90

## SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO .....	11
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	11
1.2 OBJETIVOS .....	13
1.2.1 Objetivo Geral.....	13
1.2.2 Objetivos Específicos .....	14
1.3 Metodologia .....	14
CAPÍTULO 2 – DÍVIDA INTERNA: UMA VISÃO TEÓRICA.....	16
2.1 Política Monetária .....	17
2.2 Política Cambial.....	22
2.3 Política Fiscal.....	24
2.4 Necessidade de Financiamento do Setor Público.....	28
CAPÍTULO 3 – DA CRISE DOS ANOS 1980 À ABERTURA ECONÔMICA BRASILEIRA: SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA.....	33
3.1 A herança da dívida externa no contexto do II PND.....	34
3.2 A política macroeconômica do governo Figueiredo – Fim do modelo de financiamento externo.....	36
3.2.1 Os impactos do modelo de financiamento externo sobre o endividamento público....	40
3.3 Rumos do endividamento durante o Governo de José Sarney– 1985-89 .....	44
3.3.1 A política macroeconômica do governo Sarney .....	44
3.3.2 O comportamento do endividamento público.....	47
3.4 A situação da dívida com a abertura econômica brasileira e a correção da NFSP – Planos Collor .....	50
3.4.1 A política macroeconômica do período 1990-92 .....	50
3.4.2 O comportamento do endividamento público.....	52
CAPÍTULO 4 – DA ESTABILIDADE ECONÔMICA COM O REAL AO FIM DA ÂNCORA CAMBIAL: SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA - 1993-99 .....	57
4.1 A política macroeconômica do período de implantação do Plano Real 1993-94 ....	57
4.1.1 O comportamento do endividamento público.....	60
4.2 A política macroeconômica no período de maturação do Plano Real ao fim da âncora cambial - 1995-99.....	64
4.2.1 O comportamento do endividamento público.....	67

4.2.2	A composição da dívida líquida pública do Governo Federal.....	72	
CAPÍTULO 5 – POLÍTICA MACROECONÔMICA E SUAS RELAÇÕES COM A			
DÍVIDA PÚBLICA INTERNA: REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO – 1999 - 2010.....			74
5.1	A política macroeconômica no regime de metas de inflação: segundo mandato de FHC - 1999-2002.....	74	
5.1.1	O comportamento do endividamento público.....	76	
5.2	A política macroeconômica no período Lula: continuidade do regime de metas de inflação – 2002-10.....	81	
5.2.1	O comportamento do endividamento público.....	83	
5.2.2	A composição da dívida líquida pública do Governo Federal.....	89	
CAPÍTULO 6 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....			92
REFERÊNCIAS.....			96
APÊNDICE – DADOS MACROECONÔMICOS.....			100

# CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

## 1.1 TEMA E PROBLEMA

O endividamento público brasileiro da forma que conhecemos hoje foi gerado por diferentes determinantes ao longo das últimas três décadas, sendo necessário conhecer quais foram esses determinantes em cada período, para entendermos o atual comportamento da dívida interna.

Em 1979 ocorre o segundo choque do petróleo, levando o preço do barril a US\$ 29,83, em 1979, e US\$ 35,71, em 1980. O segundo choque de petróleo foi acompanhado por uma elevação da taxa de juros nos países desenvolvidos, com o intuito de diminuir a pressão inflacionária. A elevação dos juros diminuiu a quantidade de recursos financeiros disponíveis no mercado internacional e conseqüentemente ao Brasil, agravando assim o problema do déficit em conta corrente do país. A diminuição de recursos do mercado internacional levou o país no final de 1982 a negociar com o FMI e um cartel de bancos credores a sua dívida externa.

O aumento dos juros americanos contribuiu para aumentar seus déficits em conta corrente de duas formas: (1) através da retração das importações dos países industrializados (entre eles os Estados Unidos, historicamente, grande comprador de produtos brasileiros); e (2) através do aumento das despesas com a dívida externa, já que grande parte dela fora contratada a taxas flutuantes (revistas a cada seis meses), indexadas à *prime rate*. (HERMANN, 2005, p.98)

Para atenuar os efeitos da crise e a falta de recursos para financiar a BP do Brasil, o governo lançou medidas de controle à importação e incentivos à exportação, gerando uma reversão na balança comercial, que se manteve positiva entre 1981-94. Os ajustes implementados entre 1981-84, apesar de contracionistas, foram acompanhados de uma inflação com crescimento negativo do PIB, o que caracterizou um período de estagflação.

A partir de 1981, diante dos poucos benefícios da estratégia anterior, a ênfase do ajuste externo recaiu sobre o controle da absorção interna. Assumiu-se, então, explicitamente, o modelo de ajuste recessivo, embora nova maxidesvalorização cambial tenha sido implementada em 1983. (HERMANN, 2005, p.113)

A partir de 1985 o Brasil inicia um novo período em sua história, conhecido como a *Nova República*, onde a presidência da república volta ao comando de um civil, com o fim do regime ditatorial. Este período também é marcado por um aprofundamento da crise inflacionária, que durante os cinco anos de mandato de José Sarney<sup>1</sup> vivencia a implantação de nada menos que três planos de estabilização econômica: o Plano Cruzado de agosto de 1985; o Plano Bresser de junho de 1987; e o Plano Verão de janeiro de 1989. A busca pela estabilidade em meio a pressões na BP levou o país a decretar moratória sobre a dívida externa em 1987.

Todos os planos tiveram um componente que se baseava da causa da inflação como inercial, ou seja, a inflação de hoje é fruto da inflação passada, repassada para o presente devido aos contratos, que indexavam os preços, sendo a indexação um fruto das ORTN. Segundo Castro (2005, p.120), “A inflação seria resultado, primordialmente, de cláusulas de indexação que a perpetuavam ao longo do tempo. (...) O fim da inflação, portanto, passaria pela desindexação, mas esta não ocorreria através de um acordo voluntário.” A indexação da economia gerou uma indexação da dívida interna, que gerava um aumento dos gastos do governo.

Em 15 de março de 1990, assumi o novo presidente da república, Fernando Collor, eleito por meio do voto popular, algo que não ocorria desde 1960. No mesmo dia da posse é lançado seu primeiro plano econômico, denominado de Plano Collor I, que teve entre suas medidas o ajuste fiscal com uma elevação nas receitas, abertura comercial brasileira com diminuição das alíquotas de importação, privatização das empresas estatais por meio do Plano Nacional de Desestatização (PND) e fim das barreiras protecionistas, e o bloqueio da poupança dos brasileiros. Essas medidas fizeram com que a inflação baixasse nos primeiros meses, retornando nos meses seguintes. Com o insucesso do plano, é lançado o Plano Collor II, que possui um pacote fiscal mais forte, que visava acabar com o problema de indexação da economia. Entretanto, a credibilidade dos planos econômicos foi abalada pelo processo de *impeachment* do presidente.

Apesar do insucesso dos planos, eles conseguiram melhorar as finanças do governo e diminuir o peso da dívida interna na economia. Houve uma diminuição artificial da dívida por meio do confisco de ativos financeiros e da alteração de índices de correção.

No final de 1992, Itamar Franco assumiu a presidência da república e deu continuidade à abertura econômica do país, com a política de privatização e ajustes fiscais. É

---

<sup>1</sup> O presidente eleito através das eleições indireta em 15 de janeiro de 1985, Tancredo Neves, morre antes de assumir.

neste contexto de melhora fiscal e cinco planos econômicos mal sucedidos que é lançado, em 30 de junho de 1994, o Plano Real, que encarnava a idéia de uma moeda indexada, fruto da proposta Larida<sup>2</sup>. O Real põe fim à hiperinflação no país, entretanto, ele é colocado à prova em vários momentos devido a crises que ocorrem no âmbito internacional.

Em 1995 ocorre a crise no México, que gera uma suspeita entre os investidores internacionais de que o regime de câmbio fixo dos países em desenvolvimento como o Brasil poderiam ser insustentáveis, gerando uma fuga de capital que foi contido com uma elevação da taxa de juros.

A fim de evitar a fuga excessiva de dólares da economia e para combater ataques especulativos contra o Real, o governo utilizou a elevação das taxas de juros como mecanismo de defesa, sendo visivelmente utilizados nas crises da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998. Em janeiro de 1999 o governo viu-se impossibilitado de manter a paridade Real Dólar (US\$ 1,00 : R\$ 1,00) e o câmbio passa a ser flutuante. Este momento marca uma mudança da política monetária, que passa a ter a meta de inflação como objetivo central.

Entretanto, a política de juros alto adotada pelo Plano Real, apesar de conseguir combater a inflação, gerou uma elevação nos encargos sobre a dívida pública, fazendo com que o estoque da dívida crescesse muito rápido. O endividamento público tornou-se preponderantemente interno nesse período.

Sendo assim, é dentro desse contexto que iremos analisar como as políticas macroeconômicas influenciaram no endividamento público brasileiro e como a dívida evoluiu, passando de um endividamento externo na década de 1980 para interno já na década seguinte.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Verificar os determinantes e a evolução do endividamento público interno nas últimas três décadas.

---

<sup>2</sup> Idéia de uma moeda indexada, fruto do trabalho de Pêrsio Arida e André Lara Resende.

## 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Verificar os determinantes e a evolução do endividamento público da crise dos anos 1980 à abertura econômica brasileira;
- b) Verificar os determinantes e a evolução do endividamento público da estabilidade econômica com o Real ao fim da âncora cambial;
- c) Verificar os determinantes e a evolução do endividamento público com a política econômica para a estabilidade monetária.

## 1.3 Metodologia

Para alcançar os objetivos traçados no presente estudo foram utilizados os dados macroeconômicos disponibilizados principalmente pelo Banco Central do Brasil (BACEN), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA), Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), disponíveis em forma de documentos em seus *sites* oficiais e na forma impressa.

Com base nas séries históricas disponibilizadas pelas instituições acima, foram elaborados alguns quadros e gráficos, a fim de permitir uma melhor análise sobre a evolução do nível de endividamento do setor público. Além disso, os dados macroeconômicos que não foram referenciados durante o trabalho, são apresentados no Apêndice, com o objetivo de referenciar as suas fontes, como os dados da dívida líquida total, dívida interna, externa, NFSP e outras

O trabalho visou explicar os determinantes e a evolução da dívida interna do setor público, principalmente a do governo central e como as políticas macroeconômicas foram aplicadas no contexto de abertura econômica e estabilidade monetária. A pesquisa teve um caráter mais documental, utilizando-se de referências teóricas sobre políticas macroeconômicas (fiscal, monetária e cambial), a fim de verificar como essas teorias possibilitam compreender a economia brasileira. Segundo Gil (2002, p.45), “[...] pesquisa

documental vale-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.”

Além do caráter documental, a pesquisa sobre a dívida pública interna tem um caráter explicativo, pois visou identificar quais foram os determinantes do endividamento durante o período estudado. Segundo Gil (2002, p.42), a “pesquisa explicativa tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos.”

O estudo teve como base uma metodologia dedutiva, tendo como partida as políticas adotadas no período, verificando depois como estas influenciaram no comportamento da dívida pública. Além disso, foram utilizados os dados quantitativos que demonstraram os acontecimentos macroeconômicos ocorridos no período.

O estudo foi apresentado segundo os seguintes capítulos: o primeiro que é esta seção além de definir a metodologia adotada no trabalho, define o tema e problema e os objetivos; o segundo apresentará o referencial teórico analítico; o terceiro apresentará as políticas macroeconômicas e suas relações com a dívida pública, destacando a situação da crise na década de 1980 e sua situação com a abertura econômica brasileira; o quarto capítulo apresentará a dívida pública e a estabilidade econômica com o Real, ao fim da âncora cambial 1993-1999; o quinto a dívida pública no regime de metas de inflação de 1999-2010 e o sexto apresenta as considerações finais.



## **CAPÍTULO 2 – DÍVIDA INTERNA: UMA VISÃO TEÓRICA**

Em toda economia capitalista existem os setores que podemos chamar de tomadores ou deficitários de recursos e os setores chamados de fornecedores ou superavitários em recursos, que são divididos entre quatro grandes grupos: Pessoas Jurídicas, Pessoas Físicas, Governo e Instituições Financeiras (TREUHERZ, 1979, p.2). Entendendo que os recursos podem ser monetários ou não monetários, sendo que seguem um fluxo de circulação dos superavitários para os deficitários.

O mecanismo pelo qual os recursos circulam em uma economia é conhecido como crédito, sendo efetuados empréstimos para aqueles setores, ou melhor, aos indivíduos de qualquer um dos setores que desejam obter recursos a fim de antecipar seu consumo. A antecipação de consumo, nada mais é do que antecipar a compra de um bem/serviço, pelo qual se levaria um maior tempo para conseguir. Desta forma, ela antecipa o consumo e parcela seu pagamento para o futuro; assim, o crédito/financiamento permite que se produza e se consuma hoje algo que somente seria possível no futuro.

Desta forma, a dívida pública interna foi formada pela antecipação de recursos ao governo, para que esse pudesse antecipar seu consumo, entendido como consumo do governo central como a realização de investimentos tidos como necessários e a manutenção da máquina pública. Mais adiante, veremos que essa dívida deixou em certo momento de financiar o consumo e passou a ser apenas financeira. Além disso, o governo pode se utilizar do endividamento para financiar o déficit na sua Balança de Pagamento, mais precisamente o déficit em transações correntes, sendo abordado no período estudado.

Com isso, observa-se como o governo controla seus gastos determinando a necessidade de financiamento do setor público, além de verificar as políticas que podem ser adotadas pelo governo a fim de alcançar determinados objetivos, sendo que a interação entre essas políticas deu um direcionamento da economia. Assim, antes de estudar os determinantes do endividamento, será apresentado o funcionamento da política monetária, fiscal, cambial e a necessidade de financiamento do setor público.

## 2.1 Política Monetária

A política monetária consiste na capacidade da autoridade monetária, no caso brasileiro, o Banco Central do Brasil, de interferir na economia por meio do controle da quantidade de papel moeda, da taxa de juros e do crédito, tendo como principal instrumento o controle da quantidade de papel moeda, pois os outros dois derivam deste.

A política monetária se refere aos processos de oferta de moeda, aos instrumentos utilizados e aos mecanismos de transmissão de seus efeitos. A oferta de moeda é realizada tanto pelas autoridades monetárias, pela emissão de notas e moedas metálicas, quanto pelos bancos comerciais que, apesar de não poderem emitir moeda, podem, no entanto, criar ou destruir moeda. (PINHO; VASCONCELLOS, 2005, p.326).

Uma das funções predominantes do BC é manter a confiança dos agentes econômicos e da sociedade como um todo sobre a moeda, pois é ela que serve de referência nas trocas na sociedade capitalista. À medida que esse meio de troca vai perdendo confiança, ela passa a perder valor e a economia começa a passar por um ciclo inflacionário.

A moeda e a confiança nela são fenômenos coletivos, sociais. Tenho confiança na moeda porque sei que o outro está disposto a aceitá-la como forma geral de existência do valor das mercadorias particulares, dos contratos e da riqueza. O metabolismo de troca, da produção e dos pagamentos depende do grau de certeza na preservação da forma geral do valor (...). (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p.27).

A moeda como intermediário de trocas que é, carrega em si três funções necessárias à sociedade capitalista e mercantil, que são as funções de *meio de pagamento*<sup>3</sup>, *unidade de conta*<sup>4</sup> e *reserva de valor*<sup>5</sup>. Essas três funções que a moeda possui são encontradas nos papéis moedas de toda economia que possua baixa taxa de inflação. Um dos desafios do BC é não deixar que essas funções se descolem da moeda nacional, pois em períodos inflacionários a moeda pode perder sua função de unidade de conta e de reserva de valor.

Desta forma, é devido à relação de trocas entre os indivíduos e as sociedades que a figura da moeda se faz necessária, ela surge a fim de melhorar as trocas e como forma de medir a riqueza dos indivíduos. Sem a moeda seria mais difícil calcular a relação de troca entre dois bens, pois é ela que expressa o quanto cada mercadoria vale em função de seu valor e trabalho despendido<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Objeto aceito como forma de liquidação das obrigações mercantis ou financeira.

<sup>4</sup> Objeto que serve com referência de valor nas trocas e nos contratos.

<sup>5</sup> Objeto que guarda em si o poder de compra durante o tempo (sem que haja inflação).

<sup>6</sup> Para melhor entender sobre a relação trabalho-valor ver Karl Marx. (Livro O Capital).

A era do dinheiro sucedeu a era da troca direta logo que os homens adotaram a moeda de conta. E a idade do dinheiro – papel ou do dinheiro estatal – surgiu quando o Estado postulou o direito de declarar o que deveria funcionar como moeda de conta, quando ele se dispôs não apenas a impor o uso do dicionário, mas também a escrevê-lo. (KEYNES, 1988 *apud* BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p.31).

A adoção e a aceitação da moeda estatal pela sociedade, como referência nas transações é fator necessário para que se possa entender de que forma o BC pode utilizar a moeda como instrumento econômico, e porque ele busca manter a moeda nacional como referência nas relações de troca da economia.

Com a aceitação da moeda, o BC pode utilizar o controle da liquidez financeira, com a injeção ou a retirada de moeda, para estabelecer a taxa básica de juros da economia brasileira, chamada de SELIC que corresponde à taxa de juros negociada diariamente no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC. O sistema SELIC é responsável pela liquidação e custódia dos títulos públicos federais do mercado primário e secundário<sup>7</sup>, sendo que as taxas praticadas neste sistema são a referência para todo o sistema financeiro nacional.

A formação da taxa de juros é realizada principalmente<sup>8</sup> por meio da taxa de desconto efetuada sobre as negociações das Letras do Tesouro Nacional – LTN<sup>9</sup>. As LTN são títulos que possuem sua rentabilidade definidas no momento da compra, ou seja, são títulos pré-fixados. Os agentes econômicos (bancos e corretoras credenciadas) que atuam no sistema SELIC compram<sup>10</sup> os títulos aplicando uma taxa de desconto, tomando como referência a taxa vigente, sendo que, quando o BC quer alterar essa taxa ele entra no sistema comprando ou vendendo títulos na taxa determinada por ele e que o mercado deve acompanhar. Caso seja preciso comprar títulos, o BC terá que injetar moeda na economia aumentando a liquidez do mercado, e do contrário ele terá que vendê-los para diminuir a liquidez.

Quando o BC quer elevar a taxa de juros ele entra no mercado vendendo títulos com uma taxa de desconto maior, ou seja, a diferença entre o valor de face da LTN e o valor pago pelo título é maior. Desta forma, o BC retira dinheiro da economia. Entretanto, quando o BC quer diminuir a taxa de juros ele tem que entrar no sistema comprando as LTN com uma diferença menor que a de seu valor de face da LTN, injetando dinheiro. Essa operação é conhecida como *Operação de Mercado Aberto*, pelo qual o BC consegue interferir nos

---

<sup>7</sup> Conforme definição BCB em <http://www.bcb.gov.br/?SELICINTRO>, acesso em 17/04/2011.

<sup>8</sup> A taxa também é formada pelas negociações compromissadas em LFT e NTN.

<sup>9</sup> Os juros pagos aos detentores das LTN são calculados no momento da compra do título, calculando-se a taxa de desconto. Valor pago no título é igual ao Valor de Face dividido por um, somando ainda a taxa de juros do período (i.n).

<sup>10</sup> A média diária de operações de compra e venda de títulos entre instituições do mercado ultrapassa R\$362 bilhões, sendo acima de R\$12 bilhões em operações definitivas e de R\$350 bilhões em operações com compromisso de revenda e recompra. Fonte: BCB

agregados monetários, na taxa de juros e no crédito, sendo um dos instrumentos do BC. As outras duas formas de intervenções tradicionais em poder do BC são: controle da taxa de redesconto e dos encaixes bancários compulsórios.

Os bancos e as instituições integrantes ao Sistema Financeiro Nacional captam os recursos dos agentes (público em geral) superavitários, pagando uma determinada remuneração, e empresta-os aos deficitários, cobrando-lhes uma taxa de juros acima do custo de captação. Além de obter recursos junto ao público, eles podem fazer isso junto ao mercado interbancário, onde as instituições financeiras emprestam dinheiro entre si, dando normalmente como garantia títulos públicos em seu poder, efetuando operações compromissadas, onde a taxa de desconto utilizada é denominada de *Depósito Interbancário – DI*, caracterizando a operação como *Certificados de Depósito Interbancário – CDI*.

Quando uma determinada instituição se vê com problemas de liquidez e não consegue obter recurso junto ao mercado interbancário, elas são obrigadas a recorrer ao BC, que lhe emprestará dinheiro por meio das *operações de redesconto*, que são semelhantes à operação de CDI. Entretanto, no redesconto o banco tem o BC como seu credor, sendo este quem determinará a taxa de juros (desconto) a ser paga.

Operação de redesconto: Operação de compra, com compromisso de revenda de títulos públicos federais registrados no Selic. A operação de redesconto é concedida a exclusivo critério do Banco Central do Brasil, por solicitação das instituições financeiras. Essa modalidade de operação tem suas características como prazo, taxas etc., definidas na Resolução 2.949, de 04/04/2002 e na Circular 3.105. (BRASIL. Banco Central do Brasil, acesso em 17/04/2011).

O BC pode utilizar uma taxa de redesconto com juros punitivo, ou seja, uma taxa alta pelo empréstimo, de forma a forçar as instituições financeiras a manterem um nível de recurso maior em caixa, diminuindo assim a quantidade de recursos que as instituições podem emprestar. Entretanto, se o BC adota uma taxa de redesconto baixa, ele pode incentivar as instituições a tomarem recursos emprestando do BC e utilizarem em operações de crédito ao público, obtendo um ganho de arbitragem.

Desta forma, a taxa de redesconto pode ser utilizada para elevar o crédito disponível na economia de forma a atuar como uma política expansionista do consumo ou para diminuir a quantidade de crédito, atuando de forma contractionista ao consumo, levando aos objetivos traçados pelo BC.

Empréstimo de última instância que o Banco Central concede, na modalidade de compra, com compromisso de revenda, de títulos, créditos e direitos creditórios integrantes do ativo dos bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas. (BRASIL. Banco Central do Brasil, acesso em 17/04/2011).

Outra forma de controlar a quantidade de recursos que as instituições financeiras têm disponíveis para a realização de operações de crédito é o *encaixe compulsório* sobre os depósitos bancários. Mais conhecido como *depósito compulsório* ou *recolhimento compulsório*, este mecanismo corresponde à obrigação dos bancos em manter certo percentual das captações efetuadas em determinadas modalidades de depósito bancário, como o depósito à vista ou a prazo junto ao BC. Com isso, parte dos recursos que os bancos captam não está disponível para que eles os emprestem, diminuindo assim a capacidade de gerar moeda escritural, aumentando o custo de captar, que deve ser repassado para a taxa de juros cobrada nos empréstimos concedidos ao público.

Os instrumentos utilizados pelo BC conseguem alterar os agregados monetários, porque alteraram as taxas de juros praticadas no mercado financeiro. Os juros pagos pelos bancos em sua captação e os que eles praticam em suas operações de crédito (empréstimos) influenciam na escolha de portfólio dos indivíduos<sup>11</sup> e conseqüentemente na atividade econômica. Quanto maior a taxa de juros real<sup>12</sup> da economia, maior será a propensão dos indivíduos de manterem sua riqueza entesourada, aplicadas em títulos públicos ou em outra forma de investimento financeiro que lhes rendam uma taxa de juros do mercado.

Ao mudar os requerimentos de reservas, o FED muda o montante de reservas que os bancos devem reter para um dado montante de depósitos (...) e ao fazer isso, muda a demanda por moeda do Banco Central. Um aumento dos requerimentos de reservas leva a um aumento da demanda por moeda do Banco Central, levando a um aumento da taxa de juros de equilíbrio. Isso funciona no sentido oposto também. Uma diminuição dos requerimentos de reservas leva a uma diminuição da taxa de juros. (BLANCHARD, 2007, p.515).

Os agregados que são influenciados pelos instrumentos do BC são: M1 que corresponde ao papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista; M2 que corresponde ao M1 mais depósitos para investimentos, depósitos de poupança e títulos privados; M3 que compreende o M2, as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos que lastreiam as operações compromissadas entre o público e o setor financeiro; e o M4 que compreende o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros<sup>13</sup>.

Assim, na decisão de investimento, ou na escolha do melhor portfólio, os agentes passam a comparar a taxa de retorno de cada investimento, seja ele financeiro ou produtivo. Uma pessoa não irá investir na construção de uma fábrica, por exemplo, se o retorno for menor do que manter o dinheiro em uma aplicação financeira, ou uma pessoa não irá comprar

---

<sup>11</sup> Pessoas físicas e jurídicas.

<sup>12</sup> Taxa de juro nominal menos a inflação.

<sup>13</sup> Banco Central do Brasil.

um carro hoje se uma aplicação financeira lhe proporcionar dois carros no futuro. Desta forma, ao alterar a escolha de portfólio da sociedade, o BC pode estimular o crescimento econômico (política expansionista) ou diminuir o crescimento (política contracionista).

A quantidade da moeda determina a oferta de recursos líquidos e, conseqüentemente, a taxa de juros, e, em conjunto com outros fatores (particularmente a confiança), o estímulo a investir, o que por sua vez fixa o nível de equilíbrio da renda, da produção e do emprego e (a cada etapa em conjunto com outros fatores) o nível de preços como um todo através das influências da oferta e da demanda assim estabelecidas. (KEYNES, 1996, p.36).

A política adotada pelo BC tem impactos no curto prazo<sup>14</sup> sobre a inflação, emprego e PIB. O BC consegue assim interferir na quantidade de M1 em seus dois componentes: papel-moeda em poder do público e depósitos à vista. O valor de M1 pode ser calculado pela equação 1:

$$M1 = \frac{1}{c + \theta(1-c)} \times H \quad \text{Equação 1} \quad ^{15}$$

onde  $c$  é a proporção de moeda em espécie (papel moeda) que as pessoas retêm;  $\theta$  é taxa de recolhimento compulsório praticado pelo BC; e  $H$  é a quantidade de moeda em circulação. Sendo assim, consegue-se constatar na equação acima dois pontos onde o BC pode atuar, na quantidade de moeda e na taxa do recolhimento compulsório. Nos demais agregados, o BC não consegue intervir diretamente, como no caso de M1.

Os instrumentos de política monetária mencionados acima podem ser utilizados tendo como finalidade o controle inflacionário, controle da taxa de câmbio, controle da Balança de Pagamentos, elevação do crescimento econômico (PIB) ou controle do nível de emprego. Segundo Brasil (STN, 2010), "Política Monetária: Controle do sistema bancário e monetário exercido pelo governo, com a finalidade de propiciar estabilidade para o valor da moeda, equilíbrio no balanço de pagamentos, pleno emprego e outros objetivos correlatos."

Um importante marco para a política monetária brasileira foi a implementação do Regime de Metas de Inflação, ou Sistema de Metas de Inflação, que constituiu-se da utilização da política monetária apoiada no controle da taxa de juros, como principal mecanismo utilizado pelo BC para convergência da inflação, para as metas inflacionárias estabelecida pelo COPOM. Segundo Souza, o mecanismo do Sistema de Metas de Inflação funciona da seguinte forma:

<sup>14</sup> Segundo Keynes no longo prazo a política monetária é neutra.

<sup>15</sup>  $\frac{1}{c + \theta(1-c)}$  é o multiplicador monetário e  $H$  é a oferta de moeda do BC, segundo Blanchard (2007, p.76).

Em primeiro lugar, o governo, através do Conselho Monetário Nacional, estabelece uma determinada meta inflacionária – na época, essa meta era estabelecida pelo FMI; depois caberia ao BC, usando a política monetária, garantir que a inflação efetiva convergisse para a meta fixada, ou seja, ele teria inteira independência para definir a quantidade de moeda em circulação, o volume de crédito e as taxas de juros; essa decisão sobre a taxa de juros (Selic), no Brasil, é tomada pelo Comitê de Política Monetária (Copom), que reúne a diretoria do Banco Central. (Souza, 2008, p.272).

Com isso, o BC passa a ter a função de convergir a inflação da economia brasileira ao centro de meta estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Desta forma, o controle da inflação por meio da utilização da taxa de juros influencia no carregamento da dívida interna do governo central, gerando impactos sobre esta.

## **2.2 Política Cambial**

A política cambial consiste na capacidade do Banco Central interferir direta ou indiretamente na taxa de câmbio nominal do país. A taxa de câmbio é definida pela relação entre oferta e demanda nos mercados de bens e no mercado financeiro, sendo que o volume de transações do mercado financeiro é muito maior do que no mercado de bens. Segundo Blanchard (2007, p.360), o “volume diário de transações cambiais com dólares em uma das pontas da transação: US\$ 2,4 trilhões e o volume diário do comércio dos Estados Unidos com o resto do mundo: US\$ 7 bilhões (0,3% do volume de transações cambiais)”.

Desta forma, devido às propriedades da moeda que atuam como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, no mercado de câmbio ela funciona como uma mercadoria e como tal é a sua disponibilidade que define seu preço. Se um estrangeiro quiser investir no Brasil, ele terá que converter sua moeda em Reais; da mesma forma se um brasileiro quiser investir no exterior ele terá que converter os Reais na moeda do país de destino, tendo o dólar como principal moeda nas transações de câmbio. Com isso, haverá a disponibilidade dos agentes econômicos trocarem as moedas entre si, que determinará o preço ou a taxa de câmbio.

No Brasil é usual utilizarmos a moeda estrangeira como referência, sendo que a cotação é expressa de reais para dólares, por exemplo R\$ 1,60 vale US\$ 1,00. A cotação ou a taxa de câmbio oficial do país é divulgada diariamente pelo BC, pois toda operação de câmbio

no Brasil é obrigada a ter seu registro efetuado junto a ele. Esta taxa consiste em uma média ponderada dos contratos de câmbio efetuados durante o dia, conhecida como Ptax<sup>16</sup>, que tem sua divulgação efetuada a cada 30 min., representando a média dos contratos negociados até aquele momento. No fechamento das negociações de cada dia o BC divulga a Ptax de fechamento, que é a taxa que habitualmente ouvimos nos jornais.

No mercado de câmbio de um país, o BC pode utilizar três tipos de políticas ou regimes cambiais, que são: a política de câmbio fixo, flutuante, ou bandas cambiais.

A política de câmbio fixo consiste na determinação da taxa de câmbio pelo BC, entretanto, como o preço da moeda é formado nas negociações entre compradores e vendedores, o BC é obrigado a atuar no mercado como comprador e vendedor ilimitado. Quando há uma oferta muito grande ele é obrigado a comprar toda a moeda ofertada ao preço que ele estabeleceu como meta para a taxa, sendo que quando há muita demanda, é preciso vender a quantidade de moeda que lhe é demandada.

Desta forma, a utilização e a manutenção da taxa de câmbio fixo dependem da capacidade que o BC tem de comprar moeda ilimitadamente nos momentos de alta liquidez, mais depende principalmente da capacidade do BC de vender moeda nos momentos de baixa liquidez. Um dos mecanismos utilizados pelo BC, de forma a auxiliá-lo neste processo é a taxa de juros, pois sua variação permite interferir no fluxo de divisas para o país. Em momentos de baixa liquidez se eleva a taxa de juros a fim de atrair capital e manter o fluxo de recursos externo positivo, e no momento de alta liquidez se diminui a taxa de juros de forma a deixar o mercado de juros internos menos atrativo ao capital estrangeiro. A taxa de juros e os empréstimos externos são os principais instrumentos de controle do nível de reservas do país, reservas estas necessárias para a manutenção de um câmbio fixo.

A política de câmbio flutuante consiste da determinação da taxa de câmbio pelo mercado, ou seja, é o livre jogo de oferta e demanda dos agentes econômicos que irão determinar a cotação da moeda. Esse regime corresponde na ausência do BC no mercado de câmbio.

Já a política de bandas cambiais consiste em uma mescla das duas primeiras, pois o BC determina uma faixa de valor para o câmbio e só atua quando a cotação está próxima de uma das faixas (superior ou inferior).

Além da taxa de câmbio nominal apresentada anteriormente, tem-se a taxa de câmbio real, que consiste em um cálculo da paridade do poder de compra entre duas economias.

---

<sup>16</sup> Ptax - Taxa média ponderada dos negócios realizados no mercado interbancário de câmbio com liquidação em dois dias úteis, calculada pelo Banco Central do Brasil, conforme Comunicado n. 6815/99.



Quanto um bem produzido em um país vale em termos de bens produzidos em outro país. Esta taxa nos permite analisar o real valor do PIB do país, pois não importa apenas quanto se tem, mais o que se pode comprar com o que se tem. Segundo Blanchard (2007, p.357), essa taxa pode ser calculada pela seguinte equação:

$$e = E \frac{P}{P^*}; \quad \text{Equação 3}$$

onde  $e$  é a taxa real de câmbio;  $E$  é a taxa nominal de câmbio tendo a moeda nacional como referência, no caso do Brasil seria quantos dólares vale um Real;  $P$  o deflator do PIB nacional; e  $P^*$  o deflator do PIB estrangeiro.

Desta forma,  $e$  é a taxa real de câmbio que define o mercado de bens entre dois países, ou seja, a decisão de importar e exportar depende e é definido pelo custo da mercadoria em termos da moeda local. Se uma camisa custa R\$ 10,00 no Brasil e nos EUA custa R\$ 5,00, por exemplo, se torna mais vantajoso importar do que comprar no mercado nacional, desconsiderando neste exemplo o custo da importação (frete, imposto, seguro etc.).

## 2.3 Política Fiscal

A política fiscal consiste na capacidade do governo de arrecadar e no gerenciamento de seus gastos. Desta forma, o governo intervém na economia por meio das variáveis gasto (G) - consumo do governo e transferência, tributação (T) - recebimento de impostos e endividamento do governo (central e estatais). Sendo que, cada uma das variáveis pode ser utilizada de forma a estimular o crescimento econômico (política expansionista) ou diminuir o crescimento (política contracionista), por meio da diferença entre as receitas e despesas em um determinado período.

Política Fiscal: Coordenação da tributação, dívida pública e despesas governamentais, com o objetivo de promover o desenvolvimento e a estabilização da economia. Opera, basicamente, através de três esquemas: via tributo sobre a renda e produção, via incentivos e abatimentos fiscais. (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional, acesso em 10/11/2010).

As receitas são recursos arrecadados pela administração pública a serem aplicadas conforme despesas pré-definidas no orçamento público. Assim, conforme Lei nº 4.320, de 17

de março de 1964, art. 11, as receitas classificam-se nas seguintes categorias econômicas: receitas correntes e receitas de capital. São Receitas Correntes as receitas tributárias, de contribuições, patrimonial, agropecuária, industrial, de serviços e outras e, ainda, as provenientes de recursos financeiros recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, quando destinadas a atender despesas classificáveis em Despesas Correntes. São Receitas de Capital as provenientes da realização de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas; da conversão, em espécie, de bens e direitos; os recursos recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, destinado a atender despesas classificáveis em Despesas de Capital e, ainda, o superávit do Orçamento Corrente. Da mesma forma, o art.12 classifica as despesas nas seguintes categorias: Despesas Correntes (despesas de custeio e transferências correntes) e Despesas de Capital (investimentos, inversões financeiras e transferências de capital).

A fim de melhorar os gastos do governo, a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 definiu em seu art. 165 que as leis de iniciativa do Poder Executivo devem estabelecer o plano plurianual, as diretrizes orçamentárias e os orçamentos anuais. O Plano Plurianual (PPA) tem vigência de quatro anos, abrangendo sempre os três anos de um mandato e o primeiro ano do mandato subsequente, e tem como objetivo ser um plano de médio prazo, que visa transformar os objetivos do Governo e da sociedade em ações; a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) tem a função de descrever anualmente as prioridades da administração, funcionando como elo entre os planos de médio prazo e o orçamento anual do governo; e a Lei Orçamentária Anual (LOA) tem a função de quantificar e destinar os recursos necessários para que as ações priorizadas pela LDO possam ser executadas da melhor maneira possível.

Desta forma, a constituição obrigou os governantes a traçarem planos estratégicos para o país, sendo expressos na PPA, LDO e LOA. Assim, o governo consegue traçar dentro de um horizonte de quatro anos os objetivos que se desejam alcançar no final do período, podendo traçar metas intermediárias que serão cumpridas anualmente e que levarão as metas (objetivos) centrais. O governo passa a ser obrigado a definir as metas para o país em um prazo de quatro anos, e se obriga a seguir um cronograma de gastos, dentro no PPA, passando a guiar o funcionamento da economia e da sociedade. Para Giambiagi e Além (2008, p.9) “a existência do governo é necessária para guiar, corrigir e complementar o sistema de mercado que, sozinho, não é capaz de desempenhar todas as funções econômicas.”

Porém, é dentro da LOA que a política fiscal é utilizada, pois é dentro do orçamento atual que o governo arrecada, gasta e toma empréstimo a fim de seguir as diretrizes

orçamentárias e cumprir a função do governo. Além disso, a política fiscal apresenta algumas funções, que são definidas como:

(...) a política fiscal abrange três funções básicas. A função *alocativa* diz respeito ao fornecimento de bens públicos. A função *distributiva*, por sua vez, está associada a ajustes na distribuição de renda, que permitem que a distribuição prevalecente seja aquela considerada justa pela sociedade. A função *estabilizadora* tem como objetivo o uso da política econômica visando a um alto nível de emprego, à estabilidade dos preços e à obtenção de uma taxa apropriada de crescimento econômico. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p.10).

Assim, é por meio da política fiscal que os gastos do governo são efetivados e é por meio da diferença entre gasto e arrecadação que saberemos se um governo possui superávit ou déficit fiscal, que ainda podem ser classificados como primários (sem a inclusão das despesas com juros e encargos da dívida pública) ou nominais (incluem as despesas com juros e encargos da dívida pública). Por isso, é necessário controlar as contas públicas e saber calcular o tamanho do superávit e do déficit. Segundo Blanchard (2007, p.523), o déficit/superávit nominal pode ser expresso pela seguinte equação:

$$\text{défit}_t = rB_{t-1} + G_t - T_t; \quad \text{Equação 1}$$

Onde  $B_{t-1}$  é a dívida pública no final do ano  $t-1$ ,  $r$  é taxa real de juros,  $rB_{t-1}$  é igual aos pagamentos de juros reais sobre a dívida pública no ano  $t$ ,  $G_t$  são os gastos do governo no ano  $t$  e  $T_t$  é igual aos impostos menos as transferências durante o ano  $t$ . A variável  $\text{défit}_t$  pode ser expressa também por  $B_t - B_{t-1}$ , ou seja, o déficit de um ano pode ser calculado pela diferença entre o total de dívida do ano (t) menos a do ano anterior (t-1).

A equação acima nos permite calcular se o governo está criando poupança quando o déficit é negativo (superávit), ou se ele está demandando poupança, seja interna (endividamento interno) ou externa (endividamento externo). Além disso, deve-se observar que na equação as transferências governamentais, tais como assistência social ou repasses constitucionais aos Estados e Municípios Federados, entram subtraindo a variável  $T_t$ , mas podem ser somadas à variável  $G_t$ , sem alterar o resultado, caso seja esta a metodologia adotada pelo governo.

Quando o governo possui déficit em suas contas, poderá resolver esse problema de algumas formas, tais como, por meio de empréstimos que se caracterizam por um aumento no endividamento, pela diminuição dos gastos públicos que levam a uma diminuição ou ao fim do déficit, pelo aumento da carga tributária ou por meio da emissão de moeda (senhoriagem).

Cada uma das alternativas possui restrições, como o endividamento excessivo (relação dívida/PIB), impossibilidade de corte de gastos comprometidos constitucionalmente ou politicamente, uma carga tributária excessiva pode engessar a economia levando à estagnação e à emissão descontrolada de moeda pode levar a uma rota inflacionária.

Por isso, a maneira pelo qual o governo enfrenta menores restrições para o crescimento da arrecadação é por meio do crescimento da economia (PIB), crescimento esse que deve ser maior que o crescimento dos gastos, pois como a arrecadação é proporcional ao PIB, uma elevação deste leva a um crescimento proporcional, mantendo a mesma tributação. Além disso, o crescimento do PIB leva a uma diminuição da relação dívida/PIB, mantendo a dívida dentro de patamares aceitáveis (dentro da capacidade de financiamento do governo). Segundo Blanchard (2007, p.528), a evolução da relação dívida/PIB pode ser expressa pela equação:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}; \quad \text{Equação 2}$$

A variação do coeficiente de endividamento ao longo do tempo (o lado esquerdo da equação) é igual à soma de dois termos, o primeiro termo é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento vezes o coeficiente de endividamento inicial, o segundo termo é a razão entre o déficit primário e o PIB,<sup>17</sup> onde  $r$  é a taxa de juros e  $g$  a taxa de crescimento econômico.

Suponha agora uma economia que o estoque de dívida seja 100 e que o PIB seja 1000, ou seja, uma relação dívida/PIB de 10%, para o ano  $t-1$ . Agora suponha que no ano  $t$  a taxa de juros seja de 10%, o crescimento do PIB seja de 10% para a economia A e 0% para a economia B e que o déficit primário seja igual a zero  $\left(\frac{G_t - T_t}{Y_t}\right)$  em ambas. A relação dívida/PIB se manterá a mesma para as duas economias? A resposta é não, com base na equação 2, onde pode-se constatar que na economia A a relação dívida/PIB continuou igual a 10%, pois o estoque de dívida passou de 100 para 110 e o  $Y_t$  passou de 1000 para 1100, já na economia B a relação dívida/PIB passou para 11%, pois o estoque de dívida passou de 100 para 110 e o  $Y_t$  se manteve em 1000. Desta forma, verifica-se que a relação dívida/PIB pode ser controlada sem ser preciso diminuir o estoque da dívida.

<sup>17</sup> Segundo Blanchard (2007, p.528).

Com isso, pode-se verificar que a política fiscal é um dos maiores determinantes da dívida pública do governo central, sendo necessário conhecer seu funcionamento no período a ser estudado. A sustentabilidade e a credibilidade da política fiscal do país é um dos fatores determinantes de um bom gerenciamento da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), sendo este o próximo tema a ser estudado.

## **2.4 Necessidade de Financiamento do Setor Público**

Anualmente o Governo Federal, por meio da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) vinculada ao Ministério da Fazenda publica o Plano Anual de Financiamento, que tem como objetivo traçar as diretrizes sobre a política de financiamento do Governo Federal, com o intuito de diminuir o custo e o risco sobre o financiamento da Dívida Pública Federal. Dentro do plano é desmembrada a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) para o ano em curso, com seu montante e cronograma, além de discriminar o perfil de vencimento e rentabilidade do estoque da dívida.

A fim de se entender melhor o funcionamento e cálculo da NFSP, deve-se verificar o seu significado. Segundo Brasil (STN, 2011), "Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) significa um aumento líquido da dívida em um determinado período de tempo, descontando-se os empréstimos concedidos ao setor privado".

O cálculo da NFSP é realizada por meio de duas metodologias, *acima da linha* e *abaixo da linha*. O método acima da linha é calculado pela STN tendo como base o resultado primário do governo federal apurados pela ótica de caixa, ou seja, o somatório de todas as receitas menos o somatório de todas as despesas efetivadas no período. O método abaixo da linha é calculado pelo BC, tendo como base o resultado da diferença entre o estoque de dívida pública do setor não-financeiro entre dois períodos, levando-se em conta a evolução patrimonial<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil, acesso em 05/04/2011.

A metodologia de cálculo das Necessidades de Financiamento Líquido para o Governo Central sob o critério "acima da linha" (receitas menos despesas) enfoca a realização do gasto pela ótica de caixa e abrange as operações de todas as entidades não-financeiras da administração direta e indireta que compõem o Orçamento Geral da União (OGU). (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. acesso em 05/04/2011).

Para conseguir identificar quais são os determinantes da dívida pública interna e sua evolução no tempo, será necessário entendermos como se alcança o resultado primário do governo. A STN publica mensalmente o *Resultado do Tesouro Nacional*, sempre no final do mês seguinte, com os totais de receitas e despesas do governo central, desmembradas em fontes, conforme quadro 1.

Desta forma, podemos verificar que as fontes de receitas do governo se dividem em três: Receita do Tesouro<sup>19</sup>, da Previdência Social<sup>20</sup> e do Banco Central, descontando-se as transferências para os Estado e Municípios. Já as despesas são divididas em cinco itens: Pessoal e Encargos Sociais, Benefícios Previdenciários<sup>21</sup>, Custeio e Capital<sup>22</sup>, Transferência do Tesouro ao Banco Central e Despesas do Banco Central. O resultado primário do governo central é descrito no item IX do quadro, sendo que o item X fornece o total de juros pagos pelo governo no período, chegando-se ao item XI que é o resultado nominal do governo. É por meio da administração do conjunto de despesas e receitas que o governo central consegue gerar seu Superávit Primário, que visa abater o estoque total da dívida.

O quadro mostra que toda despesa deve ter como contrapartida uma receita, para que o resultado final do governo não seja deficitário. Qualquer aumento nas despesas deve ser acompanhado por uma elevação nas receitas, a fim de não comprometer a política fiscal do governo. Sendo a relação entre despesas e receitas que permite verificar se o governo possui uma restrição orçamentária fraca ou dura.

Uma restrição orçamentária é dura se é implementada com uma disciplina férrea: a empresa só pode gastar os recursos que tem. Ela deve cobrir as despesas com o seu faturamento (...). A restrição orçamentária é fraca, quando tais princípios não são levados em conta (...). Restrições orçamentárias fracas não são efetivas. A situação financeira da empresa não limita a sua ação. (KORNAL, 1979 apud GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p.174-175).

Entretanto, uma economia pode ter uma restrição orçamentária fraca durante um determinado período se no seu horizonte temporal esta restrição é passageira, pois os déficits

---

<sup>19</sup> Impostos, Contribuições e Demais menos Restituições e Incentivos Fiscais.

<sup>20</sup> Receitas da Previdência Social Urbano e Rural.

<sup>21</sup> Benefício Previdenciário Urbano e Rural.

<sup>22</sup> Despesa do FAT, Subsídios e Subvenções Econômicas, Benefícios Assistenciais e Outras Despesas de Custeio Capital.

podem ser resultados de investimento que trarão aumento de receita no futuro, aumentando assim as receitas futuras.

<p><b>I. RECEITA TOTAL</b></p> <p><b>I.1. Receitas do Tesouro</b></p> <p>I.1.1. Receita Bruta</p> <p><b>I.2. Receitas da Previdência Social</b></p> <p>I.2.1. Receitas da Previdência Social - Urbano</p> <p>I.2.2. Receitas da Previdência Social - Rural</p> <p><b>I.3. Receitas do Banco Central</b></p> <p><b>II. TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS</b></p> <p><b>III. RECEITA LÍQUIDA TOTAL (I-II)</b></p> <p><b>IV. DESPESA TOTAL</b></p> <p><b>IV.1. Pessoal e Encargos Sociais</b></p> <p><b>IV.2. Benefícios Previdenciários</b></p> <p>IV.2.1. Benefícios Previdenciários - Urbano</p> <p>IV.2.2. Benefícios Previdenciários - Rural</p> <p><b>IV.3. Custeio e Capital</b></p> <p>IV.3.1. Despesa do FAT</p> <p>IV.3.2. Subsídios e Subvenções Econômicas</p> <p>IV.3.3. Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV)</p> <p>IV.3.4. Outras Despesas de Custeio e Capital</p> <p><b>IV.4. Transferência do Tesouro ao Banco Central</b></p> <p><b>IV.5. Despesas do Banco Central</b></p> <p><b>V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL - FSB</b></p> <p><b>VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL (III - IV - V)</b></p> <p>VI.1. Tesouro Nacional</p> <p>VI.2. Previdência Social (RGPS)</p> <p>VI.2.1. Previdência Social (RGPS) - Urbano</p> <p>VI.2.2. Previdência Social (RGPS) - Rural</p> <p>VI.3. Banco Central</p> <p><b>VII. AJUSTE METODOLÓGICO</b></p> <p><b>VIII. DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA</b></p> <p><b>IX. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (VI + VII + VIII)</b></p> <p><b>X. JUROS NOMINAIS</b></p> <p><b>XI. RESULTADO NOMINAL DO GOVERNO CENTRAL (IX + X)</b></p>
---

**Quadro 1: Resultado Primário do Governo Central.**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

A NFSP tem impacto sobre o nível de endividamento do país, pois a NFSP for positiva indica a necessidade de captar recurso do mercado via aumento da dívida, caso ela seja negativa, indica que há uma diminuição da dívida. Sendo assim, poderemos analisar como o financiamento público influenciou no crescimento nominal do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi. Segundo o glossário da STN, DPMF é definida como: a

dívida pública representada por títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado doméstico<sup>23</sup>.

Desta forma, a NFSP positiva é gerada pelo aumento de gasto do governo, sendo que estes gastos podem ser correntes (manutenção da máquina pública), investimentos (infraestrutura, energia etc.) ou financeira (pagamentos de juros). Cada uma das origens dos gastos tem implicações na economia.

Para melhorar o gerenciamento sobre as contas do governo, todo ano a STN estima qual será a necessidade Bruta de Financiamento do Governo – usa-se o termo ‘estima’ porque parte da dívida é pós-fixada, sendo conhecido seu valor efetivo de desembolso apenas na data de seu vencimento – e diminui desse valor a projeção de recursos orçamentários, que será destinado ao pagamento da dívida – superávit primário – chegando assim à necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional.

O volume de vencimentos da DPF de R\$ 372,3 bilhões, somado com R\$ 27,8 bilhões sob a forma de encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, menos a projeção de recursos orçamentários para seu pagamento, no valor de R\$ 79,5 bilhões, indica a necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional no montante de R\$ 320,6 bilhões. (STN, Plano Anual de Financiamento, 2010, p.17).

Da mesma maneira, no intuito de melhorar o perfil da DPMFi, a STN vem priorizando a emissão de títulos prefixados e remunerados por índice de preços, pois esses títulos permitem uma melhor previsão dos desembolsos a serem efetuados no momento dos resgates. A diminuição gradual da parcela da dívida vinculada à SELIC brinda o Tesouro quanto a eventuais alterações na taxa de juros de curto prazo (SELIC) efetuadas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). Caso haja necessidade de uma elevação na taxa de juros para o controle da inflação em um determinado período do ano, ela terá impactos sobre os desembolsos da STN, não previstos inicialmente, podendo gerar problemas no financiamento da DPMFi.

Dentro da NFSP, o BC possui um papel fundamental, pois este é o responsável por financiar o governo via senhoriagem. Ao aumentar a base monetária, o BC repassa moeda ao STN, sendo que este repassa títulos públicos ao banco. Entretanto, como o cálculo da dívida do governo federal é consolidado (União e BC), o repasse de títulos ao banco não implica em elevação da dívida líquida.

Além disso, sendo o agente monetário da economia, o BC também faz acompanhamento sobre o endividamento público, tendo o registro de todas as operações

---

<sup>23</sup> BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional, acesso em 08/04/2011.



financeiras envolvendo órgão público, a fim de manter um controle sobre o nível de endividamento dos Estados, Municípios e União, possuindo ainda dados atualizados mensalmente sobre a situação financeira, como a NFSP. Além disso, nos relatórios anuais sobre a economia brasileira, o banco apresenta uma seção exclusiva sobre o setor público, consolidando os dados sobre a execução fiscal, detalhando a NFSP, o comportamento da dívida pública, a dívida mobiliária, as despesas e receitas, entre outros dados.

Por fim, até 2002 o BC era autorizado a emitir títulos públicos, o que impedia a STN de ter pleno controle sobre a política fiscal. Desta forma, no intuito de se realizar uma melhor execução fiscal, o BC foi proibido de emitir títulos públicos, por meio do art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Com isso, separou as funções das duas instituições, deixando com o BC com a função de agente monetário e com a STN a função de agente fiscal.

## **CAPÍTULO 3 – DA CRISE DOS ANOS 1980 À ABERTURA ECONÔMICA BRASILEIRA: SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA**

As políticas adotadas durante a década de 1980, do que diz respeito ao controle da dívida pública, caracterizaram-se pelo crescente peso que a dívida externa tinha sobre a BP durante quase toda a década de 1980. No final da década começou a ocorrer a inversão do endividamento externo para interno com uma estabilização do endividamento externo, fruto dos planos de estabilização econômicos lançados na segunda metade da década. A década de 80 foi dividida no campo político por dois períodos distintos, entre 1979-84 o país permaneceu sobre o regime militar, tendo o general João Figueiredo como Presidente da República, e entre 1985-89 o Brasil voltou a ter um Presidente civil, escolhido por um colégio eleitoral, José Sarney. O início dos anos de 1990 foi marcado pelo frágil governo Collor e pelas tentativas heterodoxas de estabilização monetária.

As políticas implementadas durante o governo de Figueiredo (após o encerramento do II Plano Nacional de Desenvolvimento - II PND) se concentraram no combate ao desequilíbrio externo, possibilitando a manutenção do pagamento da dívida externa e pela tentativa de controle do processo inflacionário, por meio de políticas fiscais e monetárias restritivas (consubstanciadas nas recomendações do FMI). Já o início do governo Sarney foi marcado pela melhora do desequilíbrio externo, devido à elevação do saldo da balança comercial, porém o governo enfrentou um processo inflacionário, que encontrou-se na eminência de um processo de hiperinflação. Já o governo Collor foi marcado por dois planos econômicos de controle à inflação mal sucedidos, onde suas medidas tiveram impactos positivos na evolução do endividamento interno e na NFSP, iniciando os ajustes necessários para uma concreta estabilização econômica.

### 3.1 A herança da dívida externa no contexto do II PND

O II PND foi lançado com o objetivo de dar um novo salto de produtividade e autonomia à economia brasileira, apoiado na política de Industrialização por Substituição de Importações (ISI), que visava tornar o país mais independente na produção dos insumos básicos e bens de capital para a indústria, além de aumentar a produção de energia. No campo da energia, o esforço maior se concentrava em investimentos para o aumento da prospecção, exploração e refino de petróleo no país, como reação ao primeiro choque do petróleo. Em 1973, o valor das importações de petróleo havia registrado Cr\$ 5,2 bilhões<sup>1</sup>, saltando em 1974 para Cr\$ 19,4 bilhões e em 1979, no segundo choque, o valor passou para Cr\$ 171,7 bilhões<sup>2</sup>.

O II PND tinha como objetivo dinamizar a economia nacional, ajustando sua estrutura produtiva, sendo que esse ajuste estrutural exigiu grandes investimentos que o mercado financeiro nacional não dispunha. Os recursos necessários para os investimentos foram obtidos no mercado externo, gerando assim um aumento da dívida externa brasileira<sup>3</sup>, que passou de um montante de US\$ 5,3 bilhões em 1970 para o total de US\$ 43,5 bilhões em 1978, um crescimento de mais de 800%.<sup>4</sup>

O aumento da dívida externa foi acompanhado por uma mudança no perfil dos tomadores dos empréstimos, pois os tomadores que eram preponderantemente do setor privado em 1970, passam a público em meados desta década. Em 1978, o Setor Público já detinha um passivo que totalizava US\$ 31,8 bilhões, o que correspondia a 73,04% da dívida externa registrada.

A dívida externa nasce, e ganha vulto, sob a forma predominante de dívida privada, para logo transmutar-se em dívida essencialmente pública. Este processo é claramente ilustrado pelos dados apresentados na tabela 3: nos anos de 1972 e 1973, primeiro período de forte aceleração do ingresso de recursos externos, o setor privado respondia por 67% em média, do total captado via Lei n. 4.131. Em 1975, o setor privado tem sua participação reduzida para cerca de 50%, enquanto que, no final do período estudado, a predominância quase que absoluta já é do setor público, que responde por cerca de 77% das captações totais. (CRUZ, 1982, p.81).

<sup>1</sup> Moeda Cruzeiro (Cr\$) em circulação entre 1970-86.

<sup>2</sup> IBGE. Importação e Exportação de Petróleo Bruto — 1935-87. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>, acesso 30/04/2011.

<sup>3</sup> Não devemos confundir dívida externa brasileira com a dívida externa do setor público.

<sup>4</sup> Dados macroeconômicos disponíveis no Apêndice.

A Lei nº 4.131, da citação anterior, era responsável por disciplinar a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Os empréstimos obtidos no exterior eram autorizados com base nesta lei.

As empresas estatais foram as que mais contribuíram para o endividamento externo do país nesse período, pois foram obrigadas pelo governo a obter empréstimo no exterior com o objetivo de implantarem os projetos traçados no II PND. Esses recursos, por sua vez, eram utilizados pelo governo para cobrir o déficit em transações correntes, desta forma, o governo utilizava-se das estatais para manter o equilíbrio da BP. Entre 1970 e 1978, o total de recursos obtidos do exterior registrado na *conta capital e financeira*<sup>5</sup> totalizou US\$ 50,8 bilhões. Nesse mesmo período o déficit em transações correntes totalizou US\$ 39,0 bilhões, com isso a abundância de crédito no mercado externo (eurodólares e os petrodólares) possibilitou que as reservas internacionais alcançassem US\$ 11,9 bilhões em 78.

(...) a viabilização do II PND dependia, basicamente, de fontes de financiamento público e externo. O primeiro apoiou-se no BNDE, cuja função central no II PND era o financiamento dos investimentos privados, com base em linhas especiais de crédito a juros subsidiados. Os investimentos públicos seriam financiados por recursos do orçamento (impostos) e por empréstimos externos captados pelas empresas estatais (...). (HERMANN, 2005, p.101).

Outra parcela do endividamento público é resultado da Resolução nº 432 do Conselho Monetário Nacional, de 23 de junho de 1977, que permitiu a transferência de dívida do setor privado para o setor público. A resolução permitiu “aos mutuários de empréstimos externos, dentro dos limites fixados pelo Banco Central, a realização de depósitos em moedas estrangeiras, junto a bancos autorizados a operar em câmbio no País”<sup>6</sup>, sendo que para tal medida, o BC argumentou que pretendia aumentar suas reservas internacionais. Entretanto, a medida foi reflexo do crescente medo do setor privado de que se estourasse uma crise cambial. Desta forma, as empresas privadas queriam aproveitar a abundância de dólares do período e transferir o risco cambial e da taxa de juros (flutuante) para o governo.

(...) os agentes financeiros privados, temendo a chegada de uma crise cambial, perderam o interesse pelo endividamento externo. Os custos da dívida externa ameaçavam os lucros do setor privado, e a solução encontrada foi transferir gradualmente a dívida para o setor público (...). Os ministros da área econômica convocavam as empresas estatais para a tarefa de captar empréstimos para rolar a dívida externa brasileira. E as autoridades brasileiras começam a criar projetos com o único objetivo de conseguir dólares. (PORTELLA FILHO, 1988, p.53).

---

<sup>5</sup> Para facilitar a análise, o saldo da Conta Capital e Financeira está sendo considerada para o período como novos empréstimos.

<sup>6</sup> Trecho da Resolução nº 432 do Conselho Monetário Nacional.

Além disso, outro fator que deve ser observado no período 1970-78 é a deterioração da conta *transações corrente* da BP. Ao abrir a conta, verifica-se que o saldo da conta *rendas* somaram US\$ 16,7 bilhões, ou seja, o pagamento de juros sobre a dívida já corresponde a 42,84% do déficit em transações correntes. Esse componente ainda não exercia fortes pressões sobre a BP devido à enorme disponibilidade de recursos no mercado internacional, porém esse dado mostra nitidamente que o perfil de endividamento do país estava passando a ter um caráter fortemente financeiro, deixando de lado o caráter preponderantemente produtivo do início da década de 1970.

### **3.2 A política macroeconômica do governo Figueiredo – Fim do modelo de financiamento externo**

Os governos antecedentes a Figueiredo deixaram como herança uma economia baseada no endividamento externo, sistema este que não era mais viável no contexto internacional vigente.

(...) O quinquênio 1974-78 marcaria o período de “teste” e de esgotamento do modelo de crescimento com poupança externa. Este breve intervalo em que o modelo econômico “funcionou” foi suficiente para que seus mecanismos arrebatassem. No biênio 1979-80, ocorreria um súbito aumento nas taxas de juros internacionais, acompanhado de uma retração no suprimento de dólares. (PORTELLA FILHO, 1988, p.52).

Para a área econômica do Governo Figueiredo foi nomeado Delfin Netto, que comandou do Ministério do Planejamento entre 1979-84, tendo assumido após a saída de Mário Henrique Simonsen em agosto de 1979. Delfin apontou o desequilíbrio na balança comercial como o principal ponto de estrangulamento externo.

O diagnóstico inicial de Delfin Netto foi de que o estrangulamento externo que afetava a economia brasileira em 1979 refletia, antes que um excesso generalizado de demanda, um desajuste de preços relativos que distorcia a distribuição dessa demanda entre os diversos setores (...). (HERMANN, 2005, p.108).

A BP havia invertido seu fluxo, passando de uma situação superavitária em 1978 para deficitária em 1979, fruto em parte da elevação do preço do petróleo. Atrelado a isso, a taxa de juros Prime dos Estados Unidos, que serviam de referência para os empréstimos em

moedas estrangeiras, saltou de 6,90% ao ano em 1977 para 9,21% em 1978, e 12,73% em 1979, chegando a 18,69% em 1981.

Em razão de os mercados financeiros serem interligados, os elevados juros americanos foram transferidos para o resto do mundo. E, no Euromercado, a rolagem das dívidas dos países periféricos, contraídas taxas de juros flutuantes, foi se tornando inviável. As taxas de juros internacionais haviam triplicado desde a crise do petróleo, a oferta de crédito já não era tão elástica quanto antes. Por fim, o México entrou em moratória em agosto de 1982, detonando uma onda de pânico bancário que iria contaminar toda a América Latina. (PORTELLA FILHO, 1988, p.57-58).

A elevação dos juros sobre a dívida externa fez com que o país pagasse mais juros, quintuplicando a despesas contabilizadas na *Conta Renda de outros investimentos*, na conta de Rendas da BP entre 1977 e 1982, gerando distorções na BP que precisaram ser corrigidas.

O segundo choque do petróleo reverteu a situação superavitária da balança comercial brasileira, onde o novo ministro do planejamento viu a necessidade de uma correção da taxa de câmbio, a fim de redirecionar a demanda por produtos importados para os produtos nacionais, aumentando a competitividade via preço dos produtos domésticos frente aos produtos importados, possibilitando também uma elevação das exportações. Segundo Hermann (2005, p.108), “foi determinada uma maxidesvalorização cambial, de 30% nominais, em dezembro de 1979.”

Com o fim do modelo de financiamento externo, também era necessário realizar ajustes nas contas públicas, sendo adotado no âmbito fiscal um melhor controle sobre os gastos, além de elevarem as tarifas controladas pelo governo. De 1981 para 1984 (não foram encontrados dados para os anos 1979-80), a NFSP caiu mais de 50%, passando de 6,31% do PIB para 3,15%, respectivamente, sinalizando uma melhora na situação fiscal do país no conceito operacional, gerado por um aumento do superávit primário do governo.

Entretanto, deve-se observar que essa melhora fiscal não foi suficiente para cobrir a elevação do gasto com a dívida, pois a situação financeira no conceito nominal continuou piorando, devido à elevada correção monetária aplicada sobre o estoque da dívida, gerada pela inflação, que permanecia alta. Essa elevação da arrecadação frente aos gastos, excluída a correção monetária, serve como indicativo do esforço do governo para melhorar as finanças do país.

(...) o aumento do superávit primário e a redução do déficit operacional nos primeiros anos da década de 1980 não foram acompanhados de redução do déficit nominal (e, portanto, da dívida do setor público), porque os encargos financeiros da dívida subiam, devido à correção monetária e cambial. (HERMANN, 2005, p.114).

Por outro lado, a maxidesvalorização cambial combinada à elevação dos preços das tarifas públicas contribuíram para que a inflação alcançasse 110,24% em 1980, quase triplicando o valor em relação ao ano de 1978.

Desta forma, o governo tentou, sem sucesso, conter a inflação pela adoção de uma política monetária contracionista, no que diz respeito ao controle da base monetária, pois esta teve um decréscimo real entre 1979-84, como observa-se no quadro 2. Um dos motivos para esse fracasso foi o avançado estágio de indexação que se encontrava a economia, tendo a inflação alcançado 223,81% em 1984.

Ano	Varição de M1 (%)
1979	-2,6901
1980	-7,8424
1981	-20,6167
1982	-5,8895
1983	-28,7744
1984	-16,8799

**Quadro 2: M1 - fim período (deflator: IGP-DI, preços jan. 2011 = 1).**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata.

Com o objetivo de melhorar a situação externa do país e combater a inflação, o governo passou a adotar, em 1981, uma política econômica de caráter recessivo. Além da base monetária, foi utilizada a taxa de juros Overnight, que corresponde à taxa SELIC de hoje, saltando da média de 3,23% ao mês, em 1981, para 5,46%, em 1982, chegando a 10,29% em 1984. O governo conseguiu com isso uma diminuição no consumo interno, tanto de produtos importados como nacionais. A diminuição da importação atuou diretamente no saldo devedor da balança comercial e a diminuição do consumo de produtos nacionais gerou um excedente de produção disponível para exportação, gerando divisas e ajustando a balança comercial.

(...) O objetivo agora era a redução da absorção interna, de modo a gerar excedentes exportáveis. Na nova estratégia, a política monetária ganhava o centro da cena, e a manutenção de juros reais elevados era sua principal via de atuação. (...) A partir de 1979, o diagnóstico do desequilíbrio externo brasileiro mudou gradativamente, e o governo passou a adotar uma estratégia de ajuste recessivo, acompanhando a mudança nas condições estruturais e conjunturais de operação da economia brasileira. (HERMANN, 2005, p.110-112).

A política recessiva com o objetivo de criar excedentes exportáveis foi bem sucedida no que diz respeito à Balança Comercial, pois esta passou de um estado deficitário em 1979 para superavitário já em 1981, alcançando US\$ 6,5 bilhões em 1983 e US\$ 13,1 bilhões em

1983, possibilitando que a conta de Transações Correntes, bem como a própria BP ficassem positivas no final do governo Figueiredo, no ano de 1984.

O crescimento por endividamento que visava o investimento produtivo e modernização do Brasil deixou como herança para o país, no final da década de 1970, uma dependência ao fluxo financeiro internacional, que ao contrário do objetivo inicial que era o investimento, agora servia apenas para o país rolar o estoque de dívida contraída até então.

Essa inversão pode ser verificada pelo fluxo financeiro contabilizado nas contas *Serviços e Rendas* da BP, onde são registrados os pagamentos de juros, e na conta *Capital e Financeira*, onde são registrados os novos empréstimos. Em 1978, o saldo líquido dessas contas foram respectivamente US\$ -4,3 bilhões e US\$ 11,9 bilhões, ou seja, os novos empréstimos superaram o pagamento de juros em mais de US\$ 7.000 milhões. Já em 1982, essas contas registraram respectivamente US\$ -13,5 bilhões e US\$ 12,1 bilhões, ou seja, os novos empréstimos não foram suficientes para o pagamento dos juros. Com isso, o Brasil passa de importador de poupança para exportador (poupança negativa). Segundo Portella Filho (1988, p.53), “a partir de 1983, os países latinos teriam que renunciar a poupança externa e efetuar remessas líquidas de dólares para o exterior.”

(...) entre 1979 e 1982, ainda ocorre uma absorção de recursos reais do exterior, financiada por queima de reservas, pois houve apenas um racionamento de novos financiamentos pelo mercado. (...) em 1983 e 1984, essas transferências realizam-se no âmbito de um racionamento ainda maior de novos créditos, desta feita supervisionada pelo FMI. (CARNEIRO, 2002, p.121).

Os acontecimentos do final da década de 1970 e início de 80 colocaram fim ao sistema de financiamento externo do Brasil, tornando o país exportador de recursos financeiros. Até meados de 1982, o país conseguiu manter sua BP equilibrada por meio da utilização de suas reservas internacionais acumuladas na década anterior; entretanto, as reservas que totalizavam US\$ 11.895 milhões em 1978 caíram para US\$ 3.994 milhões no final de 1982.

A piora nas contas externas do país, iniciadas após o segundo choque do petróleo e consequente elevação da taxa de juros internacionais, foi agravada a partir de 1980, quando o governo dos EUA implementaram um pacote econômico de caráter recessivo. O pacote gerou uma contração na oferta monetária com súbita elevação na taxa de juros, provocando um redirecionamento dos recursos disponíveis no mercado internacional para os EUA.

A elevação dos juros dos EUA contribuiu na deterioração das contas externas em dois pontos: primeiro porque gerou uma elevação nos gastos com juros, tendo em vista que a dívida externa fora contraída à taxa de juros flutuante e segundo porque ela provocou uma



diminuição nos recursos disponíveis para operações de crédito ao terceiro mundo, gerando dificuldades na rolagem da dívida.

(...) como a dívida em moeda fora contratada à taxa de juros flutuante, os aumentos dos juros elevaram automaticamente os custos de rolagem da dívida velha. Ao mesmo tempo, ocorria uma contínua retração na oferta de novos empréstimos. Esses dois processos iriam se alimentar continuamente ao longo da nova década. Por fim, a partir de 1982, os empréstimos externos brutos iriam tornar-se inferiores ao serviço da dívida. (PORTELLA FILHO, 1988, p.53-54).

### 3.2.1 Os impactos do modelo de financiamento externo sobre o endividamento público

O início do governo foi marcado pela elevação no pagamento de juros da dívida externa, gerado pela elevação da taxa juros internacionais, o que provocou, a partir de 1979, uma deterioração da BP que foi coberta pela queima das reservas internacionais até meados de 1982. As reservas internacionais haviam caído de US\$ 11,9 bilhões no final de 1978 para US\$ 7,5 bilhões em 1981, fechando 1982 em US\$ 4,0 bilhões. Em meio aos constantes déficits na BP, o país viu suas reservas chegarem ao seu ponto crítico em 1982, sendo necessário recorrer ao mercado externo.

Em 1982, as dificuldades externas do Brasil chegaram ao seu limite, tendo em vista que em meio à diminuição do crédito internacional, os países do terceiro mundo não conseguem mais honrar suas dívidas. O crescente aumento do custo da dívida, atrelado à diminuição do crédito é agravado pela moratória do México em agosto de 1982.

(...) Por fim, o México entrou em moratória em agosto de 1982, detonando uma onda de pânico bancário que iria contaminar toda a América Latina. O sistema financeiro internacional sofreu uma contração súbita, empurrando à insolvência dezenas de países devedores. Ao final do segundo ano da década, dezenas de países subdesenvolvidos, inclusive o Brasil, tinham sido forçados a recorrer ao FMI. (PORTELLA FILHO, 1988, p.58).

Neste ano, a dívida externa no Brasil fechou em US\$ 70,2 bilhões, sendo que o setor público detinha nada menos que 67,53% desse valor, ou seja, US\$ 47,4 bilhões. Sem capacidade para honrar seus compromissos externos, o governo brasileiro teve que recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) no final deste ano. Foi efetuado ainda no final de 1982

um empréstimo de curto prazo, para que o país fechasse sua BP e conseguisse manter as linhas para importação e exportação.

Nessas condições, parecia não haver alternativa, senão iniciar movimentos no sentido de buscar cooperação internacional. Em setembro de 1982, o país iniciou conversas com a diretoria do Fundo Monetário Internacional e com a comunidade financeira internacional. Naquele ano, foi necessária a negociação de empréstimos-ponte no valor aproximado de US\$ 3 bilhões, para que fosse possível fechar a balanço de pagamentos. (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009, p.72).

As negociações que iniciaram em setembro de 1982, intensificaram-se em 1983 com o FMI e com o Cartel de Bancos Credores<sup>7</sup>, tendo como único objetivo por parte destes bancos a manutenção do pagamento da dívida, evitando que se aplicasse um calote, como o ocorrido no México.<sup>8</sup> As negociações consistiam no reescalonamento das amortizações e o refinanciamento da parcela de juros que o país não conseguia pagar, tendo ainda que aceitar ficar sobre a tutela do FMI, o país passava a ser obrigado a seguir a cartilha imposta por este. O cartel passa a ter controle sobre as finanças externa do país e o FMI passa a ditar as políticas macroeconômicas. Em 20 de setembro de 1983 é anunciado o programa do FMI para o Brasil.

(...) Em sua primeira fase, a estrutura de renegociação da dívida brasileira foi organizada de forma a propiciar aos credores o controle das finanças externas e internas do país. No plano externo, a renegociação da dívida de médio e longo prazo foi amarrada à renegociação dos créditos interbancários e até mesmo das linhas comerciais. Os três tipos de dívidas passaram a ser centralizados pelo “Comitê” de renegociação. No plano interno, o Fundo Monetário Internacional assumiu o papel de interventor, passando a ditar programas de “ajustamento econômico” visando reorientar a economia para o pagamento da dívida externa. (PORTELLA FILHO, 1988, p.98).

A adoção das medidas impostas pelo cartel e pelo FMI refletiu na elevação do saldo comercial do Brasil, que passou de uma situação praticamente equilibrada em 1982, com um saldo de US\$ 780,1 milhões para US\$ 13,1 bilhões em 1984. Esse saldo comercial teve como única finalidade permitir a rolagem da dívida e manter o fluxo financeiro do Brasil para o exterior. Apesar do saldo apresentado pela balança comercial em 1984, a conta *transações correntes* apresentou um saldo de apenas US\$ 94,90 milhões, reflexo do pagamento de mais de US\$ 11 bilhões em juros.

---

<sup>7</sup> A maior parte dos credores eram bancos dos Estados Unidos.

<sup>8</sup> O FMI só passa a intervir nas negociações devido a pressões exercidas pelo governo dos EUA, pois um calote da dívida externa dos países latinos americanos provocaria uma quebra no sistema bancário americano, podendo levar a economia dos EUA à ruína. Segundo Portella Filho (1988, p.59), “A *exposure* dos bancos americanos nos países da Europa Oriental e países subdesenvolvidos importadores de petróleo chegava a 155% do capital para o conjunto dos bancos americanos e 235% para o grupo dos nove maiores bancos americanos. O Brasil sozinho representava 46% do capital dos grandes bancos americanos e 29% para o conjunto do sistema bancário.”

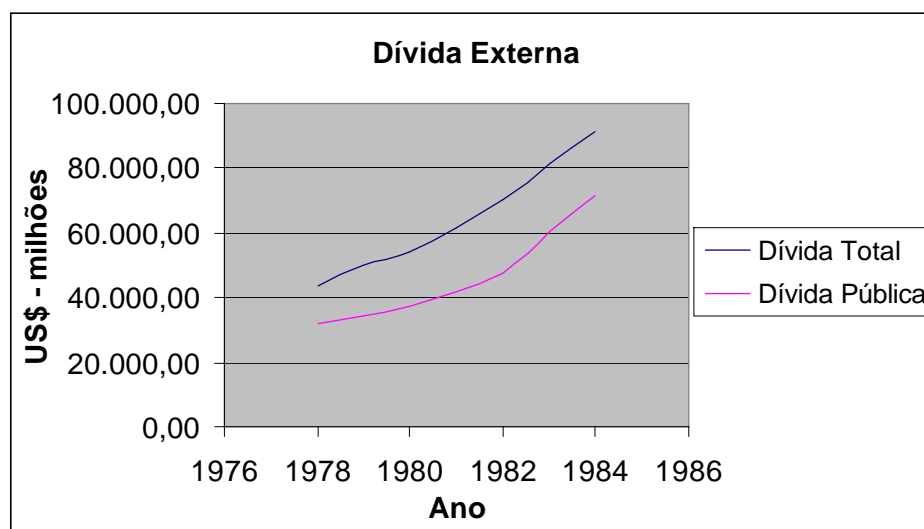
As medidas adotadas no governo Figueiredo após 1982 são as contrapartidas do governo ao acordo firmado com o FMI.

Apesar do pagamento desse montante de juros em 1984, a dívida externa registrada aumentou quase US\$ 10,0 bilhões, passando de US\$ 81,3 bilhões em 1983 para US\$ 91,1 bilhões em 1984, sendo que a dívida pública seguiu o mesmo caminho, passando de US\$ 60,3 bilhões para US\$ 71,8 bilhões.

A dívida externa pública registrada cresce a taxas de mais de dois dígitos, tendo apresentado uma evolução de 27,19% em 1983 e 19,01% em 1984, enquanto a dívida externa como um todo cresceu à taxa média de 14%. Parte desse elevado endividamento público era resultado da contínua estatização da dívida externa.

O último conduto de estatização da dívida externa brasileira foi instituído, em fins de 1982, quando das negociações com o cartel dos bancos credores e com o FMI. Além de intensificar as tendências antes assinadas, a renegociação global deu origem a um novo mecanismo – os depósitos de projetos – através do qual o Banco Central acabou fazendo-se às vezes de tomador final de empréstimos externos. (JUNIOR, 1998, p.113).

Todo o esforço para gerar o saldo comercial seria apenas para rolar a dívida, deixando um passivo ainda maior para os anos seguintes, conforme pode-se observar no gráfico 1.



**Gráfico 1: Dívida Externa 1978-84.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Ipeadata.

As medidas de caráter recessivas impostas pelo FMI deixaram a economia brasileira estagnada e com crescente inflação. A necessidade de manter superávits na balança comercial impedia o país de utilizar a importação para combater a inflação, pois limitava a importação de bens de consumo e de bens de capital.

A cartilha do FMI não permitia ao país atingir o principal fator de desequilíbrio na BP, que era a conta de *rendas*, onde eram registrados os pagamentos com juros.

O aumento do endividamento externo e o seu aprofundamento também podem ser observados na relação dívida externa/PIB, tendo passado de 17,48% em 1982 para 37,82%<sup>9</sup> 1984, conforme quadro 3.

Outro fator que merece ser mencionado é que o endividamento interno do país começa a se elevar, registrando 8,79% do PIB em 1984, contra 4,18% em 1979<sup>10</sup>. Esse endividamento ainda é incipiente quando comparamos sua participação no endividamento total do governo, mas indica que o governo já passava a adotar o financiamento via emissão de títulos, como forma de cobrir suas despesas. Além disso, como a entrada de dólares passava a ocorrer via balança comercial e não mais via empréstimos das estatais, o governo é obrigado a buscar no mercado esses dólares, trocando os dólares por cruzeiros, sendo necessária a emissão posterior de títulos para conter o índice de liquidez gerada pelas exportações.

Ano	PIB US\$ (milhões)* (A)	Dívida externa - registrada US\$ (milhões)* (B)	Dívida externa - pública - registrada US\$ (milhões) * (C)	Dívida interna Federal em poder do público - US\$ (milhões)** (D)	Relação (B)/(A)	Relação (C)/(A)	Relação (D)/(A)
1979	223.476,50	49.904,00	34.035,40	9.340,16	22,33%	15,23%	4,18%
1980	237.772,06	53.847,00	37.270,00	9.671,39	22,65%	15,67%	4,07%
1981	258.553,47	61.411,00	41.789,00	16.978,27	23,75%	16,16%	6,57%
1982	271.251,68	70.197,00	47.402,50	19.258,15	25,88%	17,48%	7,10%
1983	189.459,23	81.319,00	60.292,00	9.678,04	42,92%	31,82%	5,11%
1984	189.743,70	91.091,00	71.756,00	16.671,20	48,01%	37,82%	8,79%

**Quadro 3: Relação Dívida PIB.**

Fonte: \*Elaboração própria, com base em dados Ipeadata; \*\*Andima, Séries Históricas - Dívida Pública.

A situação fiscal do governo melhorou no período, tendo a NFSP em seu conceito nominal, passando de 6,31% do PIB em 1981, para 2,88% em 1984, diminuindo assim a pressão sobre o endividamento.

<sup>9</sup> Parte desse crescimento foi gerada pela desvalorização cambial que diminuiu o valor do PIB em dólares.

<sup>10</sup> Esses percentuais se referem aos títulos públicos federais em poder do público. Não foram encontrados dados sobre o endividamento líquido como o utilizado a partir de 1993.

O governo Figueiredo terminou com um endividamento externo crescente, fruto da política de financiamento externo adotada durante a década de 1970. As negociações com o FMI e com os Bancos Credores, realizadas a partir de 1982, não geraram diminuição dos encargos da dívida, nem tão pouco um abatimento do principal, sendo que apenas refinanciaram os juros que passaram assim a integrar o principal da dívida. O país perdeu com isso a possibilidade de ver seu endividamento diminuir, via renegociação do valor do principal.

A má negociação efetuada nesse período acarretou no crescente endividamento que se estendeu até 1987, quando o país decreta moratória sobre a dívida externa, tendo em vista que os novos empréstimos tornaram-se cada vez mais escassos.

### **3.3 Rumos do endividamento durante o Governo de José Sarney– 1985-89**

O governo Sarney<sup>11</sup> é marcado pela ruptura do acordo firmado com o FMI, que resultaria na moratória da dívida externa e por três planos econômicos que tentam sem sucesso conter o processo inflacionário iniciados após 1978. Neste período, o perfil de endividamento do governo começa a mudar, a dívida interna começa a ter uma participação maior no endividamento total do país.

#### **3.3.1 A política macroeconômica do governo Sarney**

O governo de Sarney herda um processo inflacionário que tem sua origem na crise do financiamento externo vivido pelo país nos anos 1980. O nível de preços medido pelo IGP-DI registrada um elevação de 235,11% em 1985, primeiro ano do governo. No intuito de conter a inflação, o governo lança em fevereiro de 1986 o Plano Cruzado.

---

<sup>11</sup> No âmbito político, o governo Sarney marcava a volta da democracia no país, sendo o primeiro presidente civil desde 1964. O ano de 1985 marca o início da Nova República.

O Plano Cruzado foi o primeiro de três planos que foram lançados em seus cinco anos de governo e que não tiveram sucesso. Os outros dois planos foram os Planos Bresser, em 1987, e Plano Verão, em 1989. Os planos tiveram como ponto central o congelamento de preços.

Do ponto de vista econômico, o curto período que compreende a chamada “Nova República” (1985-89) ficou guardado na lembrança dos brasileiros como um conjunto de experiências mal sucedidas de estabilização da inflação. Ao longo dos cinco anos do governo do presidente José Sarney, foram lançados nada menos que três planos de estabilização (...). (CASTRO, 2005, p.116).

Em 1986, como resultado do plano cruzado à inflação, essa volta à casa de dois dígitos, registrando 65,03%. Entretanto, o congelamento de preços gerou um aumento de demanda que não foi acompanhado pela oferta<sup>12</sup>, o desabastecimento foi iminente e o congelamento dos preços termina no fim deste ano. O fracasso do plano cruzado deixa o governo sem credibilidade, e os planos que vem depois deste estão fadados ao insucesso. A inflação volta a crescer em 1987, registrando 415,83%, no ano seguinte, onde logo depois a inflação já estava na casa dos quatro dígitos, marcando 1.037,56%, fechando o governo em 1989 em 1.782,89%.

(...) De fato, o produto industrial tinha crescido 8,3% em 1985. O nível de utilização de capacidade – que, ao final de 1985, já estava elevado para os padrões dos anos anteriores (80%) – começou a crescer. Nos primeiros trimestres de 1986, passou para 81%, e atingiu 86% no quarto trimestre de 1986. A produção de bens de consumo durável, mais sensível à queda de juros, aumentou 33,2% na comparação de junho de 1986 com junho de 1985. (CASTRO, 2005, p.126-127).

O plano cruzado foi acompanhado de uma diminuição do saldo da balança comercial, fruto de uma queda das exportações e aumento nas importações, resultado do aquecimento da economia gerado pelo plano. O saldo na balança comercial que fora de US\$ 12,5 bilhões em 1985 passa para US\$ 8,3 bilhões em 1986, gerando uma redução no nível de reservas internacionais do país, que passou de US\$ 11,6 bilhões para US\$ 6,8 bilhões, respectivamente.

O plano cruzado possuiu uma conotação que precisa ser destacada, pois esse rompia com as doutrinas pregadas pelo FMI no acorde de 1983, a aplicação de uma política recessiva, visando à geração de superávits na balança comercial. O novo governo que tomou posse com o apoio da população precisava manter este apoio, e isso só seria alcançado por meio da

---

<sup>12</sup> A política recessiva com o intuito de gerar superávits na balança comercial levou a diminuição dos investimentos e consequentemente na estagnação da capacidade produtiva.

manutenção do crescimento iniciado em 1985. O país apresentou um crescimento do PIB de 7,85% em 1985 e de 7,49% em 1986.

(...) o governo Sarney levaria adiante um ambicioso plano de estabilização chamado “Plano Cruzado”. A nova política, de orientação oposta aos programas do FMI, seria responsável por uma recuperação de parte das perdas salariais com o consequente reaquecimento da demanda interna e destruição do superávit comercial. (PORTELLA FILHO, 1988, p.115).

Em 1987, com o plano Bresser, o governo assumiu novamente uma política monetária e fiscal restritiva com o objetivo de conter a demanda e estimular as exportações. O governo consegue assim elevar as exportações, gerando um saldo de US\$ 11,2 bilhões em 1987, US\$ 19,2 bilhões em 1988 e de US\$ 16,1 bilhões em 1989<sup>13</sup>. As reservas internacionais se estabilizaram em torno de US\$ 9,0 bilhões.

Como é natural, as importações no período da Nova República apresentaram forte correlação com o comportamento da economia. Assim, no ano de 1986, elas se expandiram quase 30%, caindo com o desaquecimento do PIB nos anos seguintes. Consequentemente, o saldo da Balança Comercial se manteve, na média, próximo a US\$ 13,5 bilhões (...). (CASTRO, 2005, p.126-127).

O plano Bresser não conseguiu combater a inflação, sendo que essa passa de 415,83% ao ano em 1987 para 1.037,56% já em 1988. Com o objetivo de combater a inflação é lançado em 16 de janeiro de 1989 o terceiro plano do governo Sarney, conhecido como Plano Verão. O plano tinha em sua base as mesmas políticas adotadas nos planos anteriores, que foram o congelamento de preços e salários, o fim das OTN (trocadas pela LFT) que servia de indexador para a economia nesse período e a troca do Cruzado para o Cruzado Novo, que proporcionou o corte de três zeros, com uma paridade de Cz\$ 1.000 para NCz\$ 1,0.

Novamente o plano não teve sucesso no combate à inflação, gerando ainda mais distorções, pois os agentes não deixaram de ter um índice padrão de reajuste. A nova moeda e o fim das OTN geraram apenas uma diminuição do custo da dívida para o governo, sendo esse o resultado mais prático, pois a inflação registrou 1.782,89% em 1989.

### 3.3.2 O comportamento do endividamento público

Com os sucessivos superávits comerciais gerados pela economia brasileira após 1982, o país estava conseguindo pagar os juros da dívida de forma integral, o que resultaria em uma diminuição do endividamento externo do país a partir de 1988.

A postura do governo Sarney foi de se afastar da tutela do FMI, porém com a manutenção do pagamento dos juros da dívida integralmente, sem fazer questionamento sobre a sua origem. Essa postura de bom pagador foi alcançada no início do governo devido aos bons saldos comerciais herdados do governo anterior, que havia elevado o nível de reservas do país.

(...) O governo da “Nova República” afastou-se do FMI, mas passou a pagar em dia os juros da dívida externa sem discutir sua legitimidade e legalidade, e ignorando as denúncias de fraude e irregularidades na contabilização da dívida. A política de bom pagador independente tentava compatibilizar a meta de retomada do crescimento econômico e recuperação dos salários, com a meta da manutenção das remessas dos juros da dívida. (PORTELLA FILHO, 1988, p.114).

A política de estabilização econômica lançada com o plano cruzado gerou uma diminuição do saldo da balança comercial em 1986 de US\$ 4,1 bilhões a menor que em 1985, o que provocou um déficit em transações correntes que foi coberto pela queima das reservas internacionais. As reservas que fecharam, em 1985, em US\$ 11,6 bilhões passaram para US\$ 6,8 bilhões em 1986.

Diante da piora nas contas externas apresentadas pelo país, principalmente na segunda metade do ano de 1986, o ano de 1987 inicia-se com forte pressão sobre a BP, que precisa ser corrigida, um novo déficit na BP deixaria o Brasil com suas reservas zeradas. Desta forma, em 20 de fevereiro de 1987 é decretada uma moratória sobre o pagamento dos juros da dívida. Segundo Portella Filho (1988, p.115), “a moratória visava não somente salvaguardar as reservas internacionais do País – que atingia o nível crítico de 3,962 bilhões de dólares – mas também restabelecer a posição brasileira de devedor soberano”.

Entretanto, a moratória brasileira não durou muito tempo, tendo em vista que a sua implantação foi efetuada pelo ministro da fazenda Dílson Funaro, que terminou com a saída do ministro no final de abril de 1987. No lugar de Funaro é nomeado, em 29 de abril de 1987, Luiz Carlos Bresser Pereira, que levaria o país de volta ao padrão anterior, gerando superávits

---

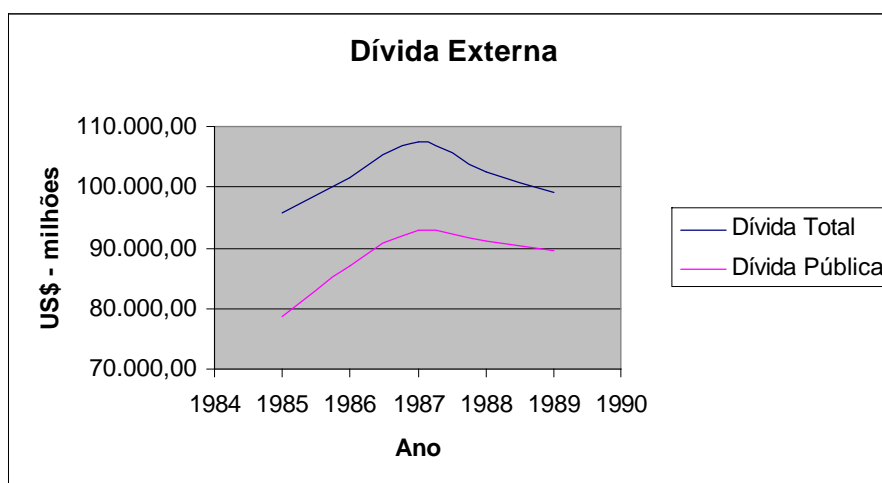
<sup>13</sup> A diminuição do saldo de 1989 é gerada pelo aumento da importação e não pela diminuição das exportações. As importações já sinalizam uma maior abertura comercial do país.



na balança comercial para o pagamento dos juros da dívida. Com o fim da moratória o país deixa de colher os frutos de sua renegociação, como a elevação dos prazos, mudanças nas taxas de juros e diminuição do principal.

A moratória brasileira, que era vista pela equipe Bresser mais como um estorno do que como um instrumento de negociação, seria suspensa no dia 6 de novembro de 1987, quando foram acertados os termos de um “acordo preliminar” para a retomada dos pagamentos. O acordo representou um recuo radical das posturas de negociação inicialmente adotadas pelo Ministro Bresser, que não só desistiu, entre outras coisas, da proposta de trocar dívida por bônus de longo prazo, de cobrar *spread* zero, como até concordar com a volta do Brasil ao FMI. (PORTELLA FILHO, 1988, p.119).

Com a retomada dos pagamentos dos juros no final de 1987 e com a forte elevação do superávit comercial que dobrou entre 1986 e 1989, passando de US\$ 8,3 bilhões para US\$ 16,1 bilhões, a dívida externa brasileira começa a decrescer em 1988, como pode-se verificar no gráfico abaixo.



**Gráfico 2: Dívida Externa 1985 -89.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Ipeadata.

A dívida externa pública registrou US\$ 89,5 bilhões em 1989, apresentando um decréscimo de quase dois bilhões em relação ao ano anterior, consolidando a estabilização da dívida. Essa diminuição da dívida também pode ser verificada pelo saldo da conta capital e financeira da BP, que registrou um saldo devedor de US\$ 2,1 bilhões, indicando a amortização da dívida velha sem a necessidade de novos empréstimos.

A diminuição da dívida externa tem outro componente que merece ser mencionado, sendo que nos cinco anos do governo Sarney a Taxa Prime (média dos cinco anos) ficou em 9,32% ano.

Em contrapartida, com a diminuição do endividamento externo do Brasil, houve durante o governo Sarney uma elevação do endividamento interno do governo, sendo que ele passou de um valor de 8,79% do PIB ou US\$ 16,7 bilhões em 1984, para 14,96% ou US\$ 62,2 bilhões em 1989, o que significa que o estoque da dívida praticamente dobrou no período, conforme dados do quadro 4.<sup>14</sup>

A elevação do endividamento interna é fruto do déficit orçamentário que o governo federal passou a apresentar a partir de 1985, registrando 2,60% do PIB neste ano. Essa piora nas contas do governo também pode ser verificada pela elevação da NFSP em seu conceito operacional, tendo passado de 2,88% do PIB em 1984 para 4,42% já em 1985.<sup>15</sup>

Parte da elevação da dívida interna foi causada pela necessidade do governo em comprar os dólares dos exportadores, exigindo que o governo, ao mesmo tempo em que comprava os dólares, vendia títulos a fim de conter a elevação da liquidez gerada pela entrada dos dólares na economia. Esse processo já havia sido presenciado no governo anterior. A entrada de dólares atuou da mesma forma que a emissão de moeda, elevou a liquidez na economia, sendo necessário comprar essa moeda por meio da troca de títulos públicos.

Há uma ligeira melhora na NFSP em 1986, que foi reflexo das medidas implementadas no plano cruzado, sendo que entre as medidas esteve o fim da indexação da dívida e do expurgo de parte da inflação que incidia sobre os juros da dívida. O menor pagamento de juros em 1986 permitiu uma melhora na NFSP.

Ano	PIB US\$ (milhões)* (A)	Dívida externa - registrada US\$ (milhões)* (B)	Dívida externa - pública - registrada US\$ (milhões) * (C)	Dívida interna Federal em poder do público - US\$ (milhões)** (D)	Relação (B)/(A)	Relação (C)/(A)	Relação (D)/(A)
1984	189.743,70	91.091,00	71.756,00	16.671,20	48,01%	37,82%	8,79%
1985	211.092,10	95.857,00	78.680,00	24.641,49	45,41%	37,27%	11,67%
1986	257.811,78	101.759,00	87.117,50	24.045,72	39,47%	33,79%	9,33%
1987	282.356,86	107.514,00	93.079,81	31.730,70	38,08%	32,97%	11,24%
1988	305.706,64	102.555,00	91.040,87	41.196,92	33,55%	29,78%	13,48%
1989	415.915,80	99.285,00	89.477,50	62.213,74	23,87%	21,51%	14,96%

**Quadro 4: Relação Dívida PIB.**

Fonte: \*Elaboração própria, com base em dados Ipeadata; \*\*Andima, Séries Históricas - Dívida Pública.

<sup>14</sup> Esses percentuais se referem aos títulos públicos federais em poder do público. Não foram encontrados dados sobre o endividamento líquido como o utilizado a partir de 1993.

<sup>15</sup> Carneiro (2002, p.198).

A elevação do endividamento público interno com o declínio do externo confirma a mudança do perfil de endividamento do Brasil, que passou, a partir desse ponto, para um processo de endividamento interno, puxado num primeiro momento pela necessidade de obter os dólares dos exportadores para o pagamento das obrigações externas. O endividamento externo que teve as empresas estatais como grandes devedoras, devido à política do II PND, se converteu em um endividamento interno principalmente do governo federal.

### **3.4 A situação da dívida com a abertura econômica brasileira e a correção da NFSP – Planos Collor**

O início da década de 1990 marca a mudança da forma de atuação do Estado na economia brasileira. O Governo Federal põe fim ao processo de industrialização apoiado no financiamento barato (subsídios do governo) e de proteção à indústria nacional (tarifas de importação e barreiras não tarifárias). A política passa a pregar o liberalismo econômico, sendo necessário diminuir a atuação do Estado na economia, sendo lançado assim o Plano Nacional de Desestatização (PND).

Na busca do controle inflacionário foram lançados durante esse período dois planos econômicos, o Collor I e II, que não conseguiram conter a inflação, mas geraram melhoras nas contas públicas.

#### **3.4.1 A política macroeconômica do período 1990-92**

O rumo das políticas macroeconômicas adotadas no início da década de 1990 foi marcado pela posse do presidente Fernando Collor de Mello, sendo este o responsável pelo forte impulso à abertura comercial da economia brasileira, pelo Plano Nacional de Desestatização (PND) e por dois planos econômicos (contra a inflação) mal sucedidos.

O novo governo iniciou sua gestão com o lançamento do Plano Collor, identificava na NFSP elevada, na instabilidade de formação de preços e da enorme liquidez da economia, os

fatores preponderantes do processo inflacionário. Para cada um desses fatores foram traçadas medidas com o objetivo de diminuir sua pressão sobre a inflação, medidas essas que estavam dentro do Plano Collor I, lançado em 16 de março de 1990.

A melhora na NFSP seria obtida por meio da diminuição dos gastos administrativos (demissões de funcionários públicos e venda de ativos), combate à sonegação, aumento da arrecadação, suspensão dos incentivos fiscais, indexação dos impostos devidos por meio de um índice indicado pelo governo, elevação das tarifas públicas, entre outras medidas.

No que tange às medidas fiscais, o Plano Collor I promoveu um aumento da arrecadação, através da criação de novos tributos, aumento (...) diminuição do prazo de recolhimento; suspensão de benefícios e incentivos fiscais não garantidos pela constituição, além de uma série de medidas de combate à sonegação. Promoveu-se, ainda, uma redução do número de ministérios (de 23 para 12 – incluindo a agregação das pastas da Fazenda e do Planejamento, no Ministério da Economia, que passou a ser comandado pela ministra Zélia Cardoso de Mello), extinção de uma série de autarquias, fundações e uma campanha para demissão de funcionários. Implementou-se ainda um regime de câmbio flutuante. (CASTRO, 2005, p.148).

No âmbito do plano de desestatização, o governo justificava a venda das empresas públicas como tendo a finalidade de diminuir a necessidade do governo de cobrir os déficits gerados pelas empresas, e que pressionavam os gastos do governo. Suas privatizações as tornariam-nas mais eficientes.

Para o combate da instabilidade de formação de preços, o governo impulsionou a abertura comercial brasileira, com a diminuição das tarifas aduaneiras e barreiras não tarifárias. O objetivo da medida era expor os produtos nacionais à concorrência estrangeira, combatendo a inflação via aumento da oferta, forçando assim as empresas nacionais a buscarem o aumento da competitividade, necessária devido à entrada de novos concorrentes. A competitividade nacional seria gerada com a modernização da produção, via investimento privado, que se encontravam estagnados.

No que tange às tarifas, implantou-se um rápido processo de redução. Num período de aproximadamente cinco anos, entre 1990 e 1994, a proteção à indústria foi drasticamente reduzida, com a tarifa alfandegária média caindo a um terço da que havia prevalecido na década anterior. (...) as barreiras não tarifárias – consideradas por muitos como o principal instrumento de proteção – foram inteiramente eliminadas. Foi abolido o Anexo C, uma lista da qual faziam parte cerca de 1.300 produtos com importação proibida em razão da produção de similar nacional. (CARNEIRO, 2002, p.313).

Já no combate à liquidez da economia foi instituída uma nova moeda, o Cruzeiro no lugar do Cruzado Novo, tendo uma razão de conversão de um para um, mas não foi essa a principal medida de caráter monetário. A medida monetária mais relevante foi o bloqueio das aplicações financeiras que excedessem o valor de NCz\$ 50 mil (Cruzado novo), que seriam

devolvidas depois de 18 meses, corrigidos pelo correção monetária mais 6% ao ano. Os valores ficariam depositados no BC em contas denominadas “Valores à Ordem do Banco Central” (VOBC).

Entretanto, o governo não conseguiu manter os recursos totalmente bloqueados, devido às brechas no plano. Os saldos bloqueados podiam ser utilizados para pagamentos de impostos, ou seja, podia-se utilizar os VOBC como meio de pagamento. Os VOBC também podiam ter sua titularidade trocada, atuando como uma nova moeda. Além disso, as entidades sem fins lucrativos podiam resgatar os recursos bloqueados. Esses dois fatores ficaram conhecidos como as *torneiras de liquidez*, atrelados às operações cambiais, devolveram rapidamente a liquidez à economia. A inflação que havia caído de 81,32% ao mês em março de 1990, para 9,08% em maio, voltou a subir, registrando 19,93% em janeiro de 1991.

Com a retomada do processo inflacionário, foi lançado no final de janeiro de 1991 um novo pacote de combate à inflação, denominado de Collor II, que visava diminuir os gastos públicos e colocar fim à indexação da economia com a extinção dos Bônus do Tesouro Nacional (BTN), que serviam como índice de indexação. Foi criada a Taxa Referencial (TR), que passou a ser o novo índice de indexação; além disso, foram criados os Fundos de Aplicações Financeiras (FAFs). A inflação volta a ter nova baixa que não duraria muito, em outubro de 1991 ela volta à média de mais de 20% ao mês. Em setembro de 1992, o presidente Collor é deposto via processo de *impeachment*.

### 3.4.2 O comportamento do endividamento público

As trajetórias do endividamento público ao longo dos Planos Collor são analisadas primeiramente em seu componente interno, por meio da variação mensal da quantidade de títulos públicos federais em poder do público nos anos de 1990 e 1991, observando as suas variações mensais.

Nos dois primeiros meses de 1990, o crescimento nominal da dívida pública federal interna apresentou uma média de 61,51% ao mês, enquanto que a elevação do endividamento real já apresentava um decréscimo médio de 7,23%, fruto de uma inflação média de 71,79% nos dois meses, que ajudavam a diminuir o peso da dívida interna.

Entretanto, o governo tinha como objetivo conter o processo inflacionário, e para tal utilizou do controle da liquidez monetária como ferramenta de combate, tendo em vista que o excesso de liquidez fora apontado como um dos fatores gerados de pressão pelo plano. Desta forma, o resultado do confisco dos depósitos bancários realizados em março de 1990 pelo plano foi uma diminuição no endividamento interno do governo federal, que apresentou um decréscimo nominal de 49,35%, ou seja, em um único mês o governo eliminou metade de sua dívida, o que lhe acarretou em um menor pagamento de juros. Se levarmos em consideração a emissão real de títulos, descontada a inflação, a diminuição da dívida interna foi ainda maior, 64,35% do total.

Ano/mês	Variação	IGP-DI (preços jan. 2011 = 1)	Ano/mês	Variação	IGP-DI (preços jan. 2011 = 1)
1990.01	55,97	-9,21	1991.01	40,41	16,50
1990.02	67,24	-5,21	1991.02	-2,00	-14,01
1990.03	-49,35	-64,35	1991.03	-7,64	-14,47
1990.04	38,05	25,27	1991.04	-12,25	-18,47
1990.05	10,74	1,55	1991.05	7,20	-0,91
1990.06	2,11	-8,00	1991.06	15,75	3,97
1990.07	12,98	0,02	1991.07	13,95	-0,18
1990.08	5,34	-6,22	1991.08	30,48	12,64
1990.09	-5,18	-16,04	1991.09	8,91	-9,93
1990.10	12,97	-2,44	1991.10	32,84	5,59
1990.11	3,51	-11,49	1991.11	32,95	7,27
1990.12	15,03	-2,67	1991.12	41,12	13,38

**Quadro 5: Dívida mobiliária interna federal - títulos fora do BC - Variação mensal (%).**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata.

Após essa vertiginosa queda apresentada no mês de março, a emissão nominal de títulos apresentou um grande crescimento em abril, de 38,05%, resultado das brechas que havia no plano, as famosas torneiras de liquidez. Durante o restante do ano, o crescimento nominal da dívida foi de 6,99%. Apesar da retomada do crescimento da circulação de títulos no mercado após março, o ano de 1990 fechou com um decréscimo de 68% da sua dívida em relação ao ano de 1989. Segunda Andima (1994, p.78), “(...) o total de títulos públicos em poder do mercado cairia de 15% para 4,8% do PIB, entre os anos de 1989 e 1990. Em março/90 esse percentual ficou abaixo de 2% do PIB”.

Outro fator importante relacionado ao confisco dos depósitos foi a diminuição dos juros pagos pelo governo, principalmente os depósitos do *overnight*, esses depósitos eram

remunerados pela correção monetária, sendo que após o confisco os VOBC passaram a ser corrigido pela BTN+6% ao ano. Houve ainda a alteração do indexador da BTN, além do expurgo inflacionário de março e abril, que geraram uma correção nesses meses de apenas 6%, contra uma inflação que havia registrado só em março 84,32%.

Em 15 de março de 1990, a sociedade brasileira presenciou o mais ousado plano de estabilidade econômica, marcado pelo confisco inicial de 80% dos haveres financeiros – que ficaram congelados no BC rendendo BTN + 6% a.a (aplicação compulsória nos recém-criados BTN-Es) (...) Vale notar que o valor nominal do BTN, inicialmente corrigido pela variação do IPC-IBGE (que alcançou, em março, a maior variação da inflação já registrada – 84,32%), sofreu, em abril daquele ano, os efeitos do expurgo na variação do IPC de março e, em maio, teve sua variação prefixada em 0%. (ANDIMA, 1994, p.78).

O pagamento de juros do governo federal em 1990 apresentou um resultado deficitário no conceito operacional, indicando que a taxa de juros pagos sobre a dívida pública daquele ano foi menor do que a inflação. Enquanto que em 1989 a NFSP operacional do governo federal indicava um pagamento de juros na ordem de 2,54% do PIB, em 1990 indicou -0,92% do PIB, confirmando os efeitos que os expurgos inflacionários e a mudança de índice de correção monetária geraram sobrecarga de juros da dívida. Além disso, as medidas fiscais lançadas pelo governo geraram uma reversão do resultado primário do governo federal, que passou de déficit de 1,41% do PIB em 1989, para um superávit de 1,51% em 1990, uma diferença de 2,92% do PIB, onde o governo federal alcançou assim um superávit nominal nas contas públicas de 2,43% do PIB.<sup>16</sup>

Em janeiro de 1991, o aumento do endividamento do governo na ordem de 40,41% nominal e 16,50% real em relação a dezembro de 1990, indicava a contínua fragilização do plano. Essa fragilidade levou o governo a lançar o Plano Collor II, que contava com um novo pacote fiscal que, no entanto, não conseguiu conter o processo inflacionário. A NFSP operacional registraria um déficit de 0,08% do PIB, fruto de uma elevação dos gastos com juros que registraram um déficit de 1,06% do PIB contra um resultado primário superavitário de apenas 0,98% do PIB.

Conforme os dados disponibilizados no quadro 6, durante o governo Collor o endividamento interno do governo federal diminuiu, tendo a quantidade de títulos em poder do público registrado em 14,96% do PIB em 1989, 2,66% em 1990, 2,85% em 1991, passando para 9,40% em 1992. Os dados mostram que no item endividamento, os planos Collor I e II foram bem sucedidos; entretanto, o governo não conseguiu controlar a inflação e

---

<sup>16</sup> Carneiro (2002, p.198).

o endividamento voltou a se elevar em 1992, com o fim do governo e com a derrota dos planos.

O endividamento externo do setor público se manteve estável nos dois primeiros anos de governo, com ligeira queda nominal, passando de US\$ 87,0 bilhões em 1990 para US\$ 82,0 em 1991. Em 1992, a dívida externa volta a crescer, apresentando uma elevação de US\$ 12,5 bilhões, tendo como origem principal o início do processo de renegociação da dívida externa no âmbito do Plano Brady<sup>17</sup>.

Ano	PIB US\$ (milhões)* (A)	Dívida externa - registrada US\$ (milhões)* (B)	Dívida externa - pública - registrada US\$ (milhões) * (C)	Dívida interna Federal em poder do público - US\$ (milhões)** (D)	Relação (B)/(A)	Relação (C)/(A)	Relação (D)/(A)
1989	415.915,80	99.285,00	89.477,50	62.213,74	23,87%	21,51%	14,96%
1990	469.317,52	96.546,00	86.974,81	12.488,96	20,57%	18,53%	2,66%
1991	405.679,23	92.996,00	82.051,12	11.560,96	22,92%	20,23%	2,85%
1992	387.294,94	110.835,00	94.597,00	36.401,88	28,62%	24,43%	9,40%

**Quadro 6: Relação Dívida/PIB.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do \*Ipeadata e \*\*Andima, Séries Históricas - Dívida Pública.

A renegociação da dívida externa foi iniciada em outubro de 1990, tendo seu trâmite conduzido pela Resolução nº 82, de 1990, do Senado Federal, que estabelece as condições para a renegociação da dívida externa brasileira. Em 1992 são lançados os títulos da dívida referente à renegociação de juros, sendo que a renegociação da dívida seria finalizada apenas em 1994.

Em 08 de abril de 1991, firmou-se acordo de princípios referente à regularização dos juros devidos e não remetidos. Parcela desses recursos foi remetida em dinheiro, e outra parcela (US\$ 7 bilhões) foi trocada por um novo título, emitido pelo governo brasileiro (Interest Due and Unpaid – IDU Bonds) em 20 de novembro de 1992. As negociações prosseguiram e, em 09 de julho de 1992 foi firmado novo acordo de princípios, que ficou conhecido como o Plano Brasileiro de Financiamento de 1992, tendo sido aprovado pelo Senado Federal por meio da Resolução nº 98, de 29 de dezembro de 1992. Em janeiro de 1993, o documento detalhado foi encaminhado à comunidade financeira internacional para que esta aderisse a ele. Em novembro do mesmo ano, foram firmados diversos contratos com os credores. A emissão dos Bradies brasileiros (Discount Bonds, Par Bonds, Front-Loaded Interest Reduction Bonds, Capitalization Bond, Debt Conversion Bonds, New Money Bonds e Eligible Interest Bonds) ocorreu em 15 de abril de 1994, após finalizada a conciliação dos valores e a distribuição dos títulos entre os credores. (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009, p.74).

<sup>17</sup> O Plano Brady recebeu o nome do Secretário do Tesouro Americano Nicholas Brady, que lança em 1989 um plano de reestruturação das dívidas externa do terceiro mundo, tendo o tesouro americano como contraparte.



A conta capital e financeiro da BP registrou em 1992 um saldo de US\$ 9,95 bilhões, o maior saldo desde 1982. Esse saldo foi gerado praticamente pela renegociação da dívida junto ao Clube de Paris, sendo que a sub-conta *Refinanciamento (Clube de Paris)* registrou para esse ano um ingresso de US\$ 11,58 bilhões. A elevação do endividamento nesse período se caracterizou pela renegociação de juros em atraso, que passaram a incorporar a dívida, dívida esta que teve seu vencimento estendido, tendo alguns dos títulos vencimento para 2024.

No que tange ao restante da BP, a abertura comercial iniciada no governo Collor gerou uma diminuição no saldo comercial, que passou de US\$ 16,1 bilhões em 1989 para a média de US\$ 11,6 bilhões em 1990 e 1991, fruto da combinação do aumento de importação e diminuição de exportação, gerados pelas medidas de abertura comercial. Em 1992, a balança comercial voltou a crescer em função da elevação das exportações.

A melhora da balança comercial atrelada à renegociação da dívida externa proporcionou uma elevação do saldo da BP, que passou de um saldo médio zerado entre 1990 e 1991, para nada menos que US\$ 14,7 bilhões em 1992. Este resultado permitiu que as reservas internacionais alcançassem US\$ 23,8 bilhões, contra um saldo médio de US\$ 9,56 bilhões entre 1988 e 91.

O período 1990-92 foi marcado, no âmbito interno, pela melhora na NFSP, por uma diminuição da dívida interna com conseqüente diminuição do pagamento de juros e pela manutenção do descontrole inflacionário. No âmbito externo, foi marcado pela abertura comercial e pela renegociação da dívida externa com um aumento no seu valor nominal compensado pela elevação das reservas, que serviram de bases para o plano econômico que seria lançado em 1994.

## **CAPÍTULO 4 – DA ESTABILIDADE ECONÔMICA COM O REAL AO FIM DA ÂNCORA CAMBIAL: SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA - 1993-99**

O Plano Real foi lançado no governo Itamar Franco, aproveitando as melhoras fiscais e da BP deixadas pelo governo Collor. O governo Collor iniciou o processo de ajuste fiscal e de abertura econômica, pontos importantes na construção do plano real, que integravam a primeira etapa de sua implantação.

Além disso, no período foram finalizados os acordos de renegociações da dívida externa, permitindo a continuidade da elevação das reservas internacionais, fundamental à política cambial do plano. O governo Itamar construiu um novo plano econômico, aproveitando o cenário econômico melhor deixado pelo governo anterior.

Já o Governo Fernando Henrique Cardoso foi responsável pela consolidação do plano real, baseado na âncora cambial como instrumento de controle à inflação. Durante seu governo, há um aprofundamento no processo de privatização e da financeirização da dívida interna.

Desta forma, na primeira seção será vista as políticas e o comportamento da dívida no período de implantação do real e na segunda seção o período de consolidação do plano real e o fim da sua âncora cambial.

A fim de melhorar a análise da evolução da dívida pública foram utilizados os valores da dívida corrente de cada ano. Sendo que, durante o texto ao ser falar de Governo Federal, União ou governo central, deve-se entender como Governo Federal mais Banco Central.

### **4.1 A política macroeconômica do período de implantação do Plano Real 1993-94**

Itamar Franco assumiu a Presidência do Brasil após a saída de Collor, deposto via *impeachment*, mantendo algumas medidas adotadas no governo anterior, como a geração de superávits primários nas contas do governo, abertura comercial com o fim das barreiras

protecionista, privatizações e diminuição da máquina pública. Com isso, durante o governo Itamar foi lançado um novo plano econômico, que tinha como objetivo conter o processo inflacionário e trazer a estabilidade monetária para a economia, desta forma, foi lançado o Plano Real, que seria bem sucedido em seu objetivo.

A implantação do Plano Real foi efetuada em três etapas, a primeira das etapas já havia sido iniciada no governo anterior e se baseou no combate ao déficit público. Porém, apesar das melhoras alcançadas durante o governo Collor, o Governo ainda era dependente do imposto inflacionário, gerado via efeito Bacha sobre as despesas.<sup>1</sup> O governo Collor conseguiu gerar resultados primários positivos entre 1990 e 1992, entretanto, parte desse superávit vinha do efeito-Bacha, que em condição de controle inflacionário deixaria de existir.

Quando pressionado por um governador ou por algum colega de ministério a liberar uma verba, bastava ao ministro da Fazenda “empurrar” a liberação por um mês, para provocar uma perda real do valor liberado. Com a despesa estabelecida em termos nominais e a receita indexada, a técnica de administrar o gasto público “na boca do caixa” – isto é, retendo as liberações por algum tempo quando chegavam os pedidos – revelou-se extremamente eficaz para controlar a evolução da despesa. A isto deu-se o nome de “efeito-Tanzi da despesa” ou “efeito-Tanzi ao contrário” ou ainda “efeito-Bacha”, pelo fato de o economista Edmar Bacha ter sido quem primeiro teorizou a respeito do assunto. Esse raciocínio tinha a vantagem de permitir entender a queda das NFSP operacionais observada no início dos anos 1990 comparativamente à década anterior e, ao mesmo tempo, explicar a continuidade da altíssima inflação da época e justificar a necessidade de novas medidas fiscais. (...) (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p.126).

A fim de dar continuidade ao combate do déficit público, que era tido como uma das fontes de inflação, o governo lançou o Programa de Ação Imediata (PAI) em junho de 1993, que visava aumentar a arrecadação e diminuir os gastos públicos. Dentro do programa pode-se citar a criação do Fundo Social Econômico (FSE) e do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), esse depois seria convertido na Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), que vigorou até 2007.

O Fundo Social de Emergência (FSE) por sua vez foi criado em fevereiro de 1994, e disponibilizou à União mais recursos, por meio da diminuição nos valores repassados aos Estados e Municípios.

(...) Um fato, de qualquer forma inegável: com inflação alta, as autoridades – treinadas ao longo de anos de convivência com alta de preços – podiam obter resultados operacionais “bons”, mediante o expediente de simplesmente adiar a liberação da despesa, até que esta, em termos reais, fosse corroída pela inflação. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p.133).

---

<sup>1</sup> GIAMBIAGI; ALÉM (2008, p.124).

O programa também contou com a assinatura do acordo de renegociação da dívida externa com o FMI e com os bancos credores<sup>2</sup> em 15 de abril de 1994, acordo esse iniciado no governo Collor em 1992, dentro do Plano Brady.

Além da renegociação da dívida externa via plano Brady, houve no âmbito interno uma renegociação das dívidas de estados, municípios e estatais, que gerou uma transferência das dívidas desses órgãos para a União, sendo que essa renegociação também englobou a dívida externa decorrente de obrigações financeiras garantidas pela União junto a bancos comerciais estrangeiros.

A segunda etapa do plano foi a criação da Unidade Real de Valor (URV), que tinha como objetivo tornar-se a unidade de valor da economia. A URV capturaria assim umas das propriedades da moeda, que a moeda nacional não possuía mais, que era a unidade de conta. Segundo Castro (2005, p.155), “para evitar que ocorresse a fuga da ‘moeda velha’ para a ‘nova’ (e as consequências da experiência húngara), estipulou-se no Plano Real que, simplesmente, não existiria uma “nova moeda”, mas apenas uma nova unidade de conta.

A terceira etapa foi o lançamento, em 30 de junho de 1994, de uma nova moeda, o Real, que passou a circular em 01 de julho de 1994. O Real foi lançado valendo uma URV, incorporando assim sua unidade de conta e ao mesmo tempo resgatando a função de reserva de valor e meio de troca.

Pérsio Arida teve importante contribuição na elaboração do Plano Real, sendo que em vez da política monetária passiva, implícita na proposta “Larida” original, seria preciso impor juros altos para evitar a aceleração da inflação que se verificou, por exemplo, no Plano Cruzado com a explosão de demanda pós-congelamento. Dessa forma, ao contrário do Plano Cruzado, no início do Plano Real, a equipe do governo optou por aumentar as taxas de juros e elevar as taxas de depósitos compulsórios da economia, após a introdução da nova moeda (CASTRO, 2005, p.155-156). Criava-se assim uma âncora monetária ao plano, que se baseou na contenção da liquidez via altas taxas de juros e compulsório.

Outra contribuição importante foi a utilização da âncora cambial como instrumento de combate à inflação. Segundo Castro, (2005, p.156), “Gustavo Franco parece ter levado para o Plano Real a noção da importância da fixação da taxa de câmbio para a estabilização, que caracterizaria a chamada terceira fase do Plano.” O plano foi marcado por uma âncora cambial, que só pode ser utilizada por causa da elevação das reservas internacionais do país e da renegociação da dívida externa, que reabriu as portas do mercado financeiro ao Brasil.

---

<sup>2</sup> CASTRO (2005).

Em 1º de julho de 1994, a URV foi convertida na moeda. Foi fixada uma taxa de conversão de R\$ 1,00 para cada CR\$ 2.750,00, que era o valor da URV em 30 de junho. Ao mesmo tempo, estabeleceu-se um teto máximo de R\$ 1,00/US\$ 1,00 para a taxa cambial. (SOUZA, 2008, p.230).

O Plano Real nasce com base em uma moeda indexada, que teria seu valor protegido da inflação por meio da utilização da âncora cambial e monetária. O controle de liquidez gerado pela política monetária permitiria conter uma abrupta elevação da inflação, decorrente do aumento da demanda, como ocorreu no plano cruzado. As altas taxas de juros proporcionariam um fluxo financeiro positivo na BP, dando sustentabilidade à âncora cambial.

A única fórmula de o país manter sua conta de capital atrativa para os investidores financeiros internacionais e, assim, atrair dólares para financiar eventualmente suas importações será mantendo uma elevada taxa de juros, o que eleva os encargos da dívida pública e dificulta o crescimento econômico. (SICSÚ, 2007, p.30).

Desta forma, a inflação caiu de 47,43% ao mês em junho de 1994, para 1,71% em dezembro de 1994, sendo que, a inflação anual medida pelo IPCA que marcou 275% ao ano, em 1994, passou para 20,41% em 1995, e 9,18% em 1996, o índice anual passou a ser menor que os valores mensais registrados antes do plano. O plano consegue combater a inflação, que cai de quatro dígitos para apenas um.

#### 4.1.1 O comportamento do endividamento público<sup>3</sup>

A análise do endividamento público que faremos a partir desse capítulo que tem início em 1993 terá um componente adicional que não foi utilizado nos anos anteriores devido à indisponibilidade de dados. Esse componente é o *Endividamento Líquido do Governo*, com base dos dados disponibilizados na seção finanças públicas dos relatórios anuais do BC.

Em 1993, o endividamento líquido do governo consolidado não apresentou variação em seu valor nominal em relação ao ano de 1992, permanecendo em US\$ 150,0 bilhões de dólares, sendo que 45,3% da dívida estavam com as empresas estatais, 26,7% com o governo central e 28,0% com os estados. Essa manutenção no nível nominal de endividamento refletiu o superávit operacional registrado pelo governo.

---

<sup>3</sup> Os dados macroeconômicos apresentados estão compilados no Apêndice, com suas respectivas fontes.

Entretanto, houve neste período uma diminuição do endividamento externo gerado principalmente pela elevação das reservas internacionais do governo federal em US\$ 8,5 bilhões, fechando o ano em US\$ 32,2 bilhões. A diminuição da dívida externa foi financiada pelo aumento da dívida interna, que passou de US\$ 72,0 bilhões em 1992 para US\$ 84,0 bilhões em 1993, sendo que a dívida mobiliária do governo federal se elevou em US\$ 6,0 bilhões totalizando US\$ 42,0 bilhões; entretanto, a dívida interna líquida do governo federal fechou em US\$ 8,0 bilhões, em função dos haveres da União<sup>4</sup>.

A dívida líquida do setor público (DLSP) atingiu, em 1993, segundo dados preliminares, CR\$ 48,9 trilhões (US\$ 150 bilhões), equivalente a 33,3% do PIB (...). Esse resultado favorável manifestou-se notadamente no endividamento externo. A razão da queda de 22,3% na dívida externa líquida foi basicamente o aumento do nível de reservas. (Brasil, BC, 1993, p.73).

O aumento do endividamento interno não foi uniforme nas três esferas (União, Estado e empresas estatais), pois enquanto a União aumentou sua dívida em US\$ 4,0 bilhões, os Estados e Municípios elevaram em US\$ 7,0 bilhões, com incremento na dívida bancária e mobiliária, totalizando US\$ 37,0 bilhões. As empresas estatais permaneceram com uma dívida de US\$ 39,0 bilhões.

Já em 1994, a dívida líquida total fechou o ano com US\$ 184,0 bilhões, com um crescimento de US\$ 34,0 bilhões, sendo US\$ 75,0 bilhões referente à União, US\$ 63,0 bilhões aos Estados e Municípios e US\$ 45,0 bilhões das estatais.

Nesse ano houve novamente uma diminuição do endividamento externo, porém a maior queda foi na dívida das empresas estatais, que não tem seu motivo discriminado no relatório do BC de 1994. A dívida externa dos Estados e Municípios, por sua vez, permaneceu estável em US\$ 5 bilhões. A dívida do governo federal se elevou em US\$ 5 bilhões enquanto as reservas internacionais se elevaram em US\$ 6,6 bilhões.

Vale destacar que em 1994 foi finalizada a renegociação da dívida brasileira no âmbito do Plano Brady, tendo o governo federal como fiador nos pagamentos ao adquirir as garantias necessárias à renegociação, sendo que o processo possibilitou a abertura do mercado financeiro internacional ao Brasil. No final do ano a dívida externa líquida diminuiu em US\$ 16,0 bilhões, fechando em US\$ 50,0 bilhões.

---

<sup>4</sup> Consideramos haveres da União os recursos como o FAT ou os depósitos da conta única junto ao BC.

(...) nos moldes do Plano Brady, o acordo de renegociação da dívida externa com os bancos credores, no valor de US\$ 46,7 bilhões. A conclusão do acordo resultou na redução imediata de US\$ 3,9 bilhões no estoque da dívida externa, com a emissão dos bônus de desconto. Ocorreu também a redução adicional no serviço da dívida de aproximadamente US\$ 4 bilhões, em valor presente, ao longo de 30 anos de pagamento.(...) A garantia inicial do acordo, entregue em 15 de abril, totalizou US\$ 2,8 bilhões (...). (Brasil, BC, 1994, p.131).

A dívida interna, por sua vez, cresceu US\$ 50,0 bilhões no ano, apesar da NFSP apresentar um superávit operacional de US\$ 2,5 bilhões. Essa elevação da dívida interna pode ser explicada por dois motivos, *primeiro* pela elevação das reservas internacionais que exigiram uma maior emissão de títulos públicos por parte do BC, a fim de diminuir a liquidez gerada pela conversão dos dólares em reais; *segundo* pela correção do estoque da dívida. A dívida do governo central cresceu US\$ 30,0 bilhões em função do aumento da dívida mobiliária federal no mesmo valor.

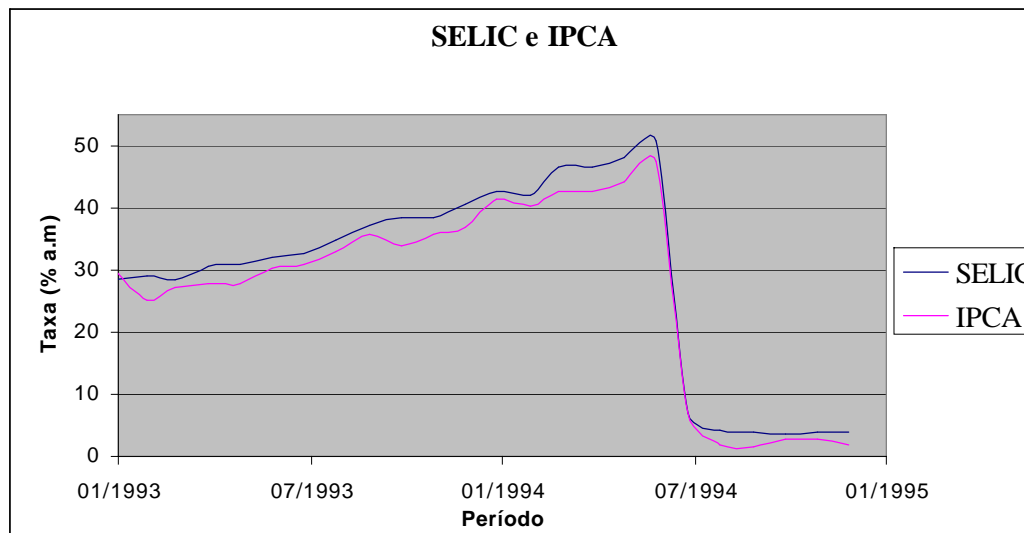
A apropriação dos encargos financeiros (juros mais deságios), além dos índices de correção de cada papel, foram a principal causa do aumento da dívida em mercado. (...) O aumento do endividamento interno, que se concentrou no primeiro semestre de 1994, derivou da expansão da dívida mobiliária utilizada para absorver a liquidez gerada pela acumulação de reservas no período. (BRASIL, BC, 1994, p.80-84).

A dívida dos Estados e Municípios, por sua vez cresceu US\$ 22,0 bilhões em decorrência principalmente da política de juros elevados que exigiam a emissão de novos títulos para rolagem da dívida. Essa política de juros altos obrigou os Estados e Municípios a pedirem ajuda à União. Desta forma, eles conseguiram transferir parte de suas dívidas para a União, no amparo da Lei nº 8.727, sendo que o saldo de dívida amparado pela lei registrou US\$ 7,0 bilhões em 1994.

O saldo da dívida mobiliária estadual e municipal atingiu R\$ 24,9 bilhões em 31.12.94. O resultado mostra crescimento de 20,9% em relação à mesma posição do ano anterior, a preços de dezembro de 1994, com base no IGP-DI e reflete os elevados custos de rolagem dessa dívida no mercado secundário. (BRASIL, BC, 1994, p.86).

A dívida interna das empresas estatais permaneceu praticamente estável em US\$ 37,0 bilhões, sendo que US\$ 3,0 bilhões eram dívidas com a União no amparo da Lei nº 8.727.

A política monetária de altas taxas de juros em 1994 gerou uma elevação brutal nos gastos com juros. O gráfico a seguir mostra a queda na inflação e na taxa Selic; entretanto, é possível notar que os juros reais que iniciaram em 1993, negativos, tornaram-se positivos já em fevereiro, gerando, desta forma, a elevação dos gastos com juros, que se agravaram com o fim do imposto inflacionário.



**Gráfico 3: Selic x IPCA entre 1993-94.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Ipeadata.

Com isso, o gasto com juros, que somou US\$ 9,2 bilhões em 1993 - tendo os Estados e Municípios gasto apenas US\$ 1,2 bilhões - tem seu valor mais que dobrado em 1994, com a implementação da terceira etapa do Plano Real, passando para US\$ 23,8 bilhões - o gasto dos Estados e Municípios se elevaram em quase oito vezes, totalizando US\$ 9,1 bilhões.

O combate da inflação mediante âncora cambial gerou uma diminuição no saldo comercial que passou de US\$ 13,3 bilhões, em 1993, para US\$ 10,5 bilhões já em 1994, exigindo assim a manutenção das elevadas taxas de juros para atrair dólares via conta financeira, com consequentes impactos nos gastos dos governos regionais.

Desta forma, fica visível que o endividamento no período foi apenas financeiro, gerado pela elevação da dívida interna apoiada em altas taxas de juros e na elevação das reservas internacionais, reservas essas que serviam de âncora à política cambial de controle à inflação. Nem mesmo a elevação nas receitas<sup>5</sup> com uma NFSP superavitária evitou a escalada da dívida.

<sup>5</sup> Segundo relatório do BC de 1994, as receitas totalizaram R\$ 65,0 bilhões, com incremento de 33,2% em relação ao exercício de 1993. Só a IPMF arrecadou R\$ 5,0 bilhões.



## **4.2 A política macroeconômica no período de maturação do Plano Real ao fim da âncora cambial - 1995-99**

Em 1994 ocorreram as eleições presidenciais que elegeram Fernando Henrique Cardoso (FHC) como Presidente da República, que fora eleito utilizando em sua plataforma de campanha o sucesso do Plano Real, pois como ex-Ministro da Fazenda no governo Itamar, foi uns dos idealizadores do Plano Real. Desta forma, o plano teve continuidade em seu governo, não havendo alterações nas políticas econômicas, durante sua gestão entre 1995 e 1998. A política econômica só seria alterada no início de seu segundo mandato, em 1999.

Com Fernando Henrique, a política macroeconômica manteve como pilar a âncora cambial, sustentada na utilização de altas taxas de juros. Assim, veremos como essa política se comportou durante o período de utilização do câmbio como instrumento de combate à inflação.

A política cambial provocou uma forte valorização do real frente ao dólar, permitindo ao governo combater a inflação via aumento da oferta, que era obtida via importação. O governo buscou combater a inflação via concorrência externa, com o objetivo de convergir a inflação do Brasil para a inflação dos EUA - tendo o real uma paridade com o dólar nesse período de menos de um real para um dólar; os preços dos produtos no Brasil tenderiam a convergir para os preços dos EUA, acompanhando assim a inflação norte-americana.

Outro mecanismo adotado pelo governo para o combate a inflação foi a manutenção de altas taxas de juros e dos depósitos compulsórios que visavam diminuir a demanda da economia, ao elevarem o custo do carregamento da moeda e do consumo. Segundo Belluzzo e Almeida (2002, p.371) “(...) As taxas de juros mais elevadas foram também utilizadas no início do programa, para represar a ‘poupança’ financeira e desestimular a procura de crédito por parte das famílias e das empresas.”

Assim, a inflação medida pelo IPCA, que registrou 22,41% ao ano em 1995, fruto em parte da memória inflacionária que persistia na economia e que fora combatida via câmbio e juros, diminuiu já em 1996 para 9,56% e 1,66% em 1998.

Entretanto, as elevações nas importações se refletiram em uma piora na balança comercial e conseqüente piora na conta transações corrente, que precisavam ser corrigidas pelo governo. Nesse sentido, se elevaram a tarifas de importação de alguns produtos, sendo que em março de 1995 realizaram uma pequena desvalorização do real e adoção da correção

do câmbio pelo Índice Geral de Preços (IPC). Estas medidas objetivaram melhorar a balança comercial, tendo em vista que a balança de serviços brasileira é historicamente deficitária e que as renegociações da dívida externa, atrelado ao aumento de envio de lucros e dividendo (retorno dos investimentos estrangeiros no país que vinham aumentando) tenderiam a elevar o déficit em transações correntes.

Elevou as tarifas de importação de 100 produtos, sobretudo veículos e outros bens duráveis de consumo, e adotou a famosa “banda cambial deslizante” como caminho para começar lentamente a desvalorizar do real: realizou uma primeira pequena desvalorização de 5,16%, e outra em junho. Estabeleceu-se que, a partir dali, o câmbio seria corrigido com base no Índice Geral de Preços. (SOUZA, 2008, p.253).

Neste contexto de necessidade de equilibrar a balança comercial, devido à piora nas transações correntes, o governo FHC acelerou o processo de privatizações, abrindo-se caminhos para uma nova onda de privatizações, ao se quebrarem os marcos constitucionais que impediam a entrada de capitais estrangeiros em áreas classificadas como estratégicas. Com isso, o governo conseguiu privatizar a área de energia, mineração, entre outras, gerando a entrada de capitais (dólares) via venda do patrimônio público, conseguindo o equilíbrio na BP por meio da conta capital e financeira.

O governo não foi vitorioso em toda a linha, mas conseguiu, no fundamental, atingir seus objetivos, ao quebrar o domínio público sobre os setores estratégicos da economia e, assim, abrir espaço para o maior programa de privatização do mundo, conforme anunciaria posteriormente o Presidente Fernando Henrique. (...) Aprovadas as emendas constitucionais que quebravam o domínio público sobre setores estratégicos, o governo estava livre para acelerar seu “Programa Nacional de Desestatização”. (SOUZA, 2008, p.239-241).

As mudanças constitucionais efetuadas pelo governo FHC mostraram ao capital internacional que o governo pretendia manter a política de abertura econômica com forte apoio aos investimentos estrangeiro, gerando, assim, as condições para que o capital estrangeiro voltasse a investir no país. Capital este que era vital para a manutenção da política cambial do governo. Segundo Souza (2008, p.242), “(...) já no primeiro ano do novo governo: sob a forma de investimento direto, pulou da média de US\$ 1,68 bilhão de 1991 a 1994 para US\$ 5,48 bilhões em 1995, duplicando de 1994 para 1995. Voltou a duplicar de 1995 para 1996, subindo de US\$ 5,48 bilhões para US\$ 10,50 bilhões.”

Apesar da entrada de capitais no país ter aumentado em 1995, ela foi prejudicada neste ano por uma crise externa, que teve sua origem no México e exigiu que o governo brasileiro adotasse medidas de proteção. A Crise no México gerou uma aversão ao risco nos investidores estrangeiros, que começaram a retirar seus recursos dos países emergentes,

incluído o Brasil, o que exigiu uma elevação na taxa básica de juros do país, a fim de embutir um prêmio de risco maior.

Os juros altos e a correção do câmbio e da tarifas conseguiram segurar por mais algum tempo a fuga dos capitais externos especulativos, inclusive atraindo novos capitais. E assim as reservas cambiais, que vinham caindo até abril de 1995, voltaram a crescer a partir dali (...). (SOUZA, 2008, p.254).

A elevação das taxas de juros com o objetivo de conter a fuga de capitais foi novamente utilizada em 1997 na Crise da Asiática, em 1998 na Crise da Rússia e em fins de 1998 para conter a especulação contra o real.

(...) a taxa de juros básica na economia brasileira passou a ter um piso que resultava da agregação do componente cambial, da taxa de juros internacional (como a taxa norte-americana, em torno de 6%), do *spread* de financiamentos a tomadores do país refletindo o “risco Brasil” (em torno de 5% em tempos normais), além de impostos, o que totalizava algo como 22% ao ano. (...) se lançou mão de elevações acentuadas das taxas de juros na tentativa de conter a fuga de capitais diante de crises externas com potenciais efeitos sobre o país (...). (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p.370-371).

A utilização de altas taxas de juros a fim de assegurar a entrada de capitais no país, suficientes para financiar a conta de transações correntes, começou a se mostrar insuficiente em 1998 em meio a mais uma crise externa, a crise na Rússia. O fluxo de capitais inverteu-se e em apenas um mês, entre agosto e setembro, o Brasil perdeu nada menos que US\$ 21,5 bilhões<sup>6</sup>, o país passa a conviver com um ataque especulativo contra a paridade real-dólar. Em meio à diminuição das reservas, o governo brasileiro procura o FMI em busca de empréstimos para recompor suas reservas. Em outubro de 1998, o governo adotou medidas de controle fiscal, em consonância às exigências do FMI para um acordo. Em dezembro, com o fechamento do acordo de US\$ 41,5 bilhões, o FMI efetuou o repasse da primeira parcela do financiamento no valor de US\$ 9 bilhões.<sup>7</sup>

O aumento das pressões sobre as reservas do Brasil, apesar do pacote do FMI, fez com que o governo colocasse fim à manutenção do real sobrevalorizado, e em 13 de janeiro de 1999 inicia o processo de desvalorização, e no dia 15 de janeiro o câmbio torna-se flutuante, terminando, desta forma, a política macroeconômica baseada na âncora cambial.

---

<sup>6</sup> Banco Central. Relatório 1998.

<sup>7</sup> Belluzzo e Almeida (2002, p.397).

Em face da política de "banda estreita" adotada desde a crise mexicana, o dólar já estava a R\$ 1,2115. O BC então adotou a política de "banda larga", autorizando o dólar a flutuar até R\$1,32. Mas, em apenas dois dias, sobe a pressão dos especuladores, chegaram a ser feito negócios com dólar a R\$ 1,65, ainda que tenha fechado o dia a R\$ 1,47, superando o limite estabelecido pelo BC. Atropelado pelo "mercado", isto é, pelos especuladores, o governo, em 15 de janeiro de 1999, decidiu que o câmbio passaria a flutuar livremente, isto é, seria estabelecido ao sabor dos humores do capital especulativo. Duas semanas depois, no dia 29 de janeiro, fechou a R\$ 1,98. (SOUZA, 2008, p.267-268).

Por fim, a adoção de altas taxas de juros por parte do Governo Federal gerou uma elevação nas despesas com juros nos Estados e do Distrito Federal, sendo que esses passaram de superavitários para deficitários já em 1994, tendo o déficit crescido até 1997. Em meio a pressões por parte dos Estados, sobre a política de juros altos e sobre a impossibilidade dos entes federativos arcarem com esse ônus, o governo federal realizou uma renegociação das dívidas dos entes, de forma a federalizá-las. Por meio da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, a União assumiu as dívidas dos Estados e do Distrito Federal, trocando os títulos públicos estaduais por federais<sup>8</sup>, tornado a União credora dos entes federativos.

#### 4.2.1 O comportamento do endividamento público<sup>9</sup>

A política de altas taxas de juros com o objetivo de atrair capital internacional para a economia brasileira provocou um forte endividamento interno do país, tendo em vista que os dólares que entravam no Brasil por meio da conta Capital e Financeira da BP eram trocados por reais e num segundo momento eram convertidos em títulos públicos federais (títulos do BC ou do Tesouro Nacional). A entrada de dólares gerava uma elevação na liquidez que era contida pelo BC via venda de títulos.

(...) A política de esterilização implicou a emissão de dívida para enxugar a liquidez oriunda do superávit da conta capital, bastante superior às necessidades de financiamento corrente do balanço de pagamentos, que redundou no crescimento das reservas. O acúmulo de reservas foi uma estratégia deliberada para realizar a estabilização com âncora cambial. (CARNEIRO, 2002, p.394).

Com isso, a dívida líquida total do setor público que era de R\$ 192,0 bilhões de reais em 1994 e representava 28,1% do PIB tem seu valor nominal dobrado em apenas quatro anos,

---

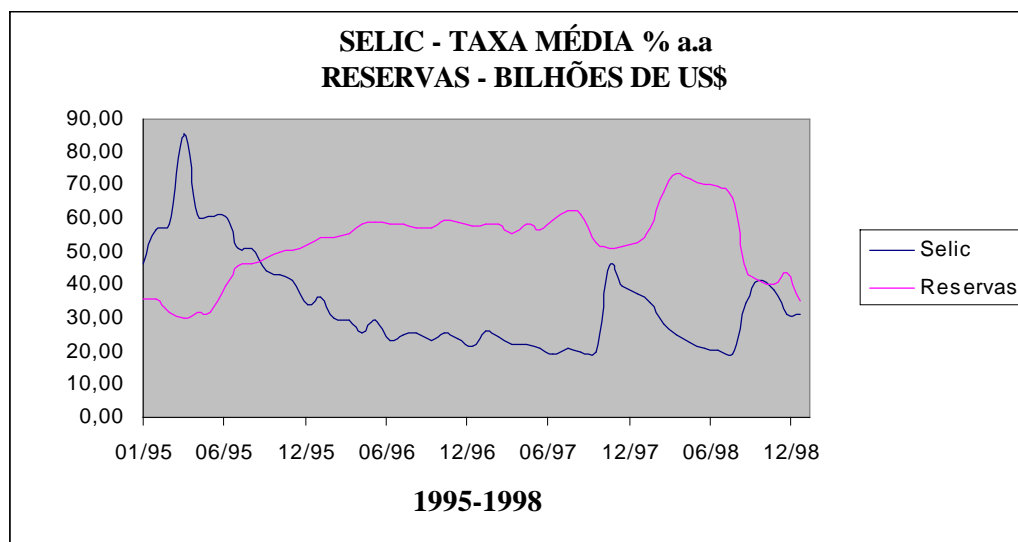
<sup>8</sup> Para maiores detalhes ver Lei Federal nº 9.496 de 11 de setembro de 1994.

<sup>9</sup> Os dados macroeconômicos apresentados estão compilados no Apêndice, com suas respectivas fontes.

passando para R\$ 389,2 bilhões em 1998 e 42,7% do PIB. O governo federal, que possuía um endividamento de 12,1% do PIB em 1994, passou para 25,4% em 1998. Desta forma, o forte endividamento do setor público pode ser dividido em três componentes, o *primeiro* já mencionado que diz respeito à entrada de dólares via conta financeira, o *segundo* provocado pelo aumento nas despesas com juros, e o *terceiro* pela diminuição do superávit primário.

Durante o período de 1995 a janeiro de 1999, a política monetária se baseou na adoção de altas taxas de juros (seu objetivo foi visto na seção anterior), sendo que neste período a taxa média da SELIC foi de 33,53% ao ano, como pode-se verificar no gráfico 4. Comparando essa taxa de juros com uma inflação média do período de 9,44% ao ano, ficou visível seu impacto sobre o endividamento, com juros reais de 24%.

Entretanto, apesar da elevada taxa de juros, o gráfico nos mostra uma tendência de queda nos juros que saiu de seu pico de 85,47% ao ano em abril de 1995, chegando a registrar 19,04% em julho de 1997, porém essa tendência mostrou como o processo de queda foi muito lento. Além disso, pode-se verificar que esta tendência foi interrompida em *quatro pontos*, que corresponde às três crises externas que ocorreram no período e ao ataque especulativo no final de 1998, ou contrário do processo de queda, a elevação da taxa de juros era efetuada de forma muito rápida.



**Gráfico 4: Selic x Reservas Internacionais.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata.

Durante as crises, o nível de reservas internacionais do Brasil diminuía e o BC utilizava a taxa de juros para recompô-la; cada queda na taxa de reservas é acompanhada de uma elevação da taxa de juros, que corresponde às crises mencionadas na seção 4.1.

Os juros altos, dessa forma, mantinham a entrada de recursos voláteis na economia brasileira, porém necessários à política cambial do governo, gerando uma elevação do passivo externo dentro da economia brasileira. Esse capital externo dentro do país poderia decidir sair a qualquer momento, invertendo o fluxo financeiro. Foi esse mesmo capital que provocou a crise especulativa no final de 1998, que levou ao fim da âncora cambial.

Entre 1995 e 1998, a conta capital e financeira da BP registrou um ingresso líquido de US\$ 118,57 bilhões, que foi necessário para financiar o déficit em transações correntes de US\$ 105,75 bilhões. Segundo Souza (2008, p.269), “Em consequência, o passivo externo cresceu de US\$ 220 bilhões em dezembro de 1995 para US\$ 332 bilhões em dezembro de 1998.” Segundo dados do Censo de Capitais Estrangeiros no País de 1995 do BC, o investimento estrangeiro direto registrava apenas US\$ 41,7 bilhões nesse ano, sendo que essa diferença de US\$ 180 bilhões entre investimento direto e o total de passivo externo de US\$ 332 bilhões, correspondeu ao capital especulativo. Somado a isso, os altos juros cobrados no mercado interno forçaram as empresas a buscarem empréstimos no exterior, fazendo com que a dívida externa geral registrada passasse de US\$ 119,67 bilhões no final de 1994 para US\$ 220,35 bilhões em 1998.

O aumento desse passivo, por sua vez, gerou uma despesa crescente na forma de juros e dividendos que eram enviados ao exterior. Ao abrir a conta transações correntes, observa-se que o resultado na conta de rendas da BP entre 1995 e 1998 registrou uma despesa de US\$ 55,79 bilhões, ou seja, metade do déficit em transações correntes foi resultado do pagamento de juros e dividendos.

À medida que se atraía recursos para financiar a BP, onde o objetivo inicial era financiar a balança comercial, gerava-se o crescimento do passivo externo. Este passivo, por sua vez, gerava um aumento no envio de remuneração na forma de juros e dividendos, que acabava agravando a conta transações corrente, exigindo desta forma a entrada cada vez maior de recursos externos. Com isso, o componente financeiro nas transações correntes ganhou um peso tal que se tornou um tipo de pirâmide financeira, uma bolha que em algum momento precisava ser corrigida antes que estourasse.

Vale destacar que essa pressão sobre a BP era atenuada pelo governo via privatizações, tendo em vista que este processo permitiu a entrada de cerca de US\$ 100 bilhões no período, porém não era possível manter este processo, tendo em vista que era cada vez menor o número de estatais disponíveis.

(...) Em particular, durante o primeiro governo FHC, marcado por um déficit primário das contas públicas e por déficits em conta corrente expressivos, a privatização era fundamental à política econômica, pois ela, como já foi dito, simultaneamente: permitiu que os elevados déficits públicos do período não pressionassem mais ainda a dívida pública; e garantia financiamento firme para parte do desequilíbrio da conta corrente. (...) Seja como for, a receita acumulada da venda de empresas estatais atingiu cerca de US\$ 100 bilhões, com picos anuais de US\$ 28 bilhões em 1997 e de US\$ 38 bilhões em 1998 (...). (GIAMBIAGI, 2005, p.186-187).

Essa crescente dependência agravada pelas crises externas gerou uma crescente aposta sobre o fim da política cambial, que levou os especuladores a retirarem seus recursos investidos no país no final de 1998. Essa forte saída de recursos diminuiu o nível de reservas do país, obrigando o Brasil a recorrer ao FMI, como vimos na seção 4.1. Após o acordo mediante pressões na BP, o BC liberou o câmbio no intuito de proteger suas reservas no início de 1999, pondo fim à política antiinflacionária apoiada na âncora cambial.

A diminuição nas reservas e o primeiro aporte do FMI fizeram com que a dívida externa do setor público saltasse de R\$ 38,6 bilhões em 1997 para R\$ 60,00 bilhões em 1998, ou de 4,3% do PIB para 6,6%, e no final de 1999 já passaria para R\$ 108,78 bilhões ou 9,9% do PIB, refletindo a valorização do dólar que passou de R\$ 1,21 em 31 de dezembro de 1998 para R\$ 1,79 em 31 de dezembro de 1999.<sup>10</sup> As reservas que em março de 1998 eram de US\$ 68,59 bilhões já haviam caído para US\$ 33,85 bilhões em março de 1999 e fechando o ano em US\$ 36,34 bilhões.

Além disso, o tamanho no impacto dos juros sobre as contas públicas pode ser comprovado pelos dados da NFSP, que apresentou uma elevação nas despesas com juros, que em seu conceito operacional passou de um déficit de 3,8% do PIB em 1994, para 5,1% no conceito operacional e 7,5% no conceito nominal já em 1995.<sup>11</sup>

A elevação das despesas com juros, por sua vez, não foi acompanhado de um aumento do superávit primário, ao contrário, o superávit primário consolidado do governo diminuiu, passando de 4,0% do PIB em 1994 para 0,4% em 1995. Parte dessa diminuição foi consequência do fim do imposto inflacionário, que apesar das medidas do governo como o FSE, não foram suficientes para compensá-lo. Além do fim da inflação, outro fator responsável pela diminuição do superávit primário foi a elevação das despesas do governo.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Cotações do dólar disponíveis no Banco Central do Brasil.

<sup>11</sup> O déficit operacional de 1995 foi obtido do relatório anual de 1996, pois esse conceito não é mais utilizado no relatório de 1998, devido à baixa inflação.

<sup>12</sup> Para maior conhecimento ver Giambiagi e Além (2008).

A dupla âncora também explodiu as finanças públicas. De um lado, o Banco Central emitia títulos da dívida pública a fim de “enxugar” os reais emitidos para trocar pelos dólares especulativos que entravam para cobrir o déficit externo e formar reservas; de outro, os juros altos praticados para atrair esses capitais incidiam sobre a dívida pública, fazendo-a crescer em bola de neve. (SOUZA, 2008, p.255).

Entretanto, a elevação das despesas com juros teve um impacto maior para os Estados e Municípios do que para a União, tendo em vista que esses estavam proibidos pela constituição a emitirem títulos públicos para o financiamento dos encargos com juros desde 1993<sup>13</sup> e também não podiam se financiar via base monetária, pois esta é de exclusividade do governo federal. Os gastos com juros que já haviam se elevado em 1994, registrando 1,4% do PIB, passaram para 3,4% em 1995. Aliado a isso, o superávit primário dos Estados e Municípios se converteram em déficit, fruto em parte do aumento das despesas e pela diminuição de repasses federais<sup>14</sup>. Entre 1995 e 1997, o déficit nominal foi de 3,0%, levando os Estados, praticamente, a um processo de insolvência.

Com os crescentes déficits dos Estados, houve por parte destes um descontentamento em relação à política monetária adotada, e tendo em vista o peso político que eles possuíam, o governo federal buscou uma solução para esse problema. Desta forma, a saída encontrada pela União foi à federalização da dívida mobiliária dos Estados e do Distrito Federal<sup>15</sup>, por meio da Lei n° 9.496<sup>16</sup>. Os Municípios não entraram na negociação.

Em dezembro 1997, o estoque de haveres da União somou R\$ 129,6 bilhões, crescendo cerca de 81% em relação a novembro, em decorrência, basicamente, dos créditos provenientes do processo de renegociação da dívida com os Estados, com base na Lei n° 9.496/97, no valor de R\$ 49,4 bilhões. (STN, 1997, p.13).

O endividamento das empresas estatais não será discutido devido a sua baixa participação sobre o endividamento total, 6,8% em 1998, ou 2,9% do PIB.

---

<sup>13</sup> Art. 5.º da Emenda Constitucional n° 3, de 17 de março de 1993

<sup>14</sup> O FSE retinha 20% dos valores a serem repassados.

<sup>15</sup> No restante do trabalho, ao falarmos dos Estados, deve-se sub-entender Estados e Distrito Federal.



## 4.2.2 A composição da dívida líquida pública do Governo Federal

A partir de 1995 houve um aumento no pagamento de juros sobre a dívida, gerado pela elevação da quantidade de títulos públicos federais indexados a Selic. Em 1995, esses títulos representavam 37,8% do estoque total de títulos em mercado, sendo que em 1998 em meio às especulações contra a paridade cambial eles passaram a representar 69,1% do total.

O ataque especulativo que ocorreu no final de 1998, além de elevar a parcela da dívida vinculada a Selic, também gerou uma elevação dos títulos vinculados à taxa de câmbio, que saltou de 5,3% em 1995 para 21,0% em 1998. A elevação desses títulos refletia o medo dos investidores internacionais de investir no Brasil, exigindo como garantia contra uma possível desvalorização do Real, uma correção cambial, protegendo assim contra o risco cambial. Essa elevação na quantidade de títulos refletiu na dívida externa e interna do Brasil, que em termos reais sofreria uma enorme elevação em 1999, com o fim da paridade cambial.

Títulos Públicos Federais				
Participação percentual por indexador (%)				
Índice de correção	1995	1996	1997	1998
Total - R\$ bilhões	108,5	176,2	255,5	323,9
Câmbio	5,3	9,4	15,4	21,0
TR	9,0	7,9	8,0	5,4
IGP-M	5,3	1,8	0,3	0,3
Over /Selic	37,8	18,6	34,8	69,1
Prefixado	42,7	61,0	40,9	3,5
TJLP	-	1,4	0,6	0,2
TBF	-	-	-	0,5
IGP-DI	-	-	-	0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

**Quadro 7: Participação percentual por indexador na dívida.**

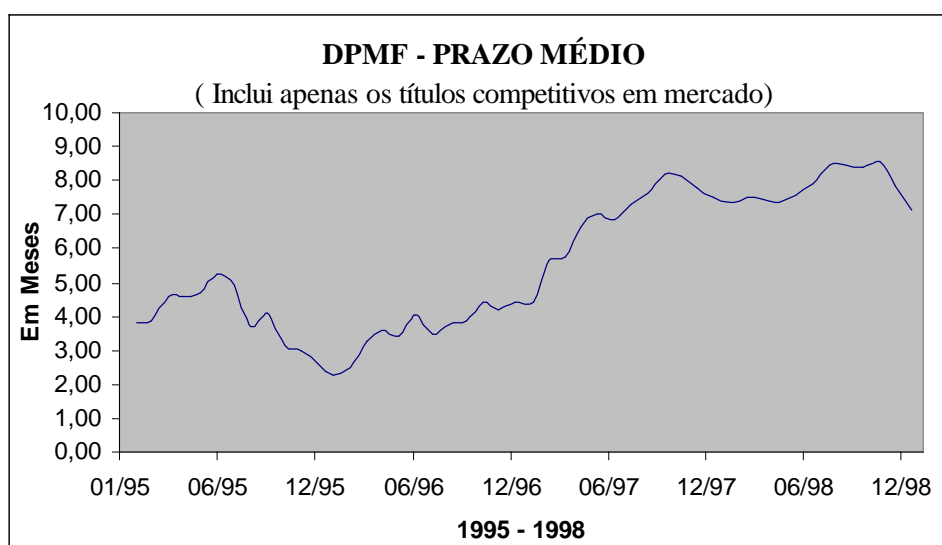
Fonte: BACEN, Relatório Anual 1998, seção Finanças Públicas.

Entretanto, não há como saber qual era a quantidade de títulos públicos em poder de estrangeiros neste período, pois esta classificação só começou a ser realizada em 2007, normatizado pela Carta-Circular nº 3.278, de 18 de junho de 2007, que criou uma conta de custódia específica no sistema Selic para os não residentes, permitindo assim medir quanto da

<sup>16</sup> A dívida dos Estados continuou crescendo, pois a Lei nº 9.496 estabeleceu juros com taxa mínima de 6% ao ano, sobre o saldo devedor e atualização monetária calculada mensalmente com base na variação do Índice Geral

dívida mobiliária interna está com estrangeiros, representando um passivo financeiro externo que pode rapidamente ser convertido em dólares, impactando no nível de reservas.

Com o elevado crescimento do endividamento brasileiro, o único fato neste contexto que refletia melhoras era o prazo médio de vencimentos dos títulos, que passaram de 3,8 meses em janeiro de 1995 para 7,13 meses em dezembro de 1998 nas operações no mercado secundário. Não há dados na STN sobre o prazo de vencimento da dívida consolidada, mas o aumento no prazo dos títulos negociados no mercado secundário nos permite supor que o prazo do estoque como um todo aumentou.



**Gráfico 5: Prazo médio dos títulos públicos competitivos em mercado.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados STN.

Desta forma, os dados apresentados mostram que o endividamento entre os anos de 1995-1998 foi gerado pela financeirização da dívida. A maior parte da dívida foi indexada à taxa Selic, que foi muito alta durante os quatro anos, o que fez com que a dívida total praticamente dobrasse no período. Somava-se aos elevados gastos com juros um déficit primário que elevava a NFSP, que fechou 1998 em 8,0% do PIB. Além disso, a indexação de um quinto do estoque da dívida em dólar no final de 1998 deixou para 1999 um aumento da despesa com esses títulos, em virtude da elevada correção cambial do ano.

## **CAPÍTULO 5 – POLÍTICA MACROECONÔMICA E SUAS RELAÇÕES COM A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA: REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO – 1999 - 2010**

Os ataques especulativos contra a paridade real-dólar sofrido durante o período de maturação do Real levaram à insustentabilidade desse mecanismo, como instrumento de combate à inflação. O segundo governo FHC foi caracterizado pela mudança do instrumento de controle de inflação, adotando a política de Metas de Inflação, como ferramenta de combate à inflação. Junto com o novo mecanismo, foram efetuadas mudanças estruturais para permitir sua implantação, dentro do receituário do FMI.

O Governo Lula manteve a política de Metas de Inflação lançada pelo governo anterior, mas com mudanças na condução das privatizações e no papel do governo. O governo deixou de ser um agente passivo na economia e retornou a investir diretamente, via obras de infraestrutura e energia, por exemplo, e indiretamente por meio do BNDES.

Desta forma, na primeira seção serão vistas as políticas e o comportamento da dívida no período de implantação do regime de metas de inflação no segundo mandato de FHC e na segunda seção no período Lula de continuidade do regime de metas de inflação.

### **5.1 A política macroeconômica no regime de metas de inflação: segundo mandato de FHC - 1999-2002**

Como vimos na seção 4, o Plano Real foi lançado e conduzido até o início de 1999, tendo a âncora cambial como seu principal instrumento de controle inflacionário. Os ataques especulativos iniciados no final de 1998 fizeram com que o governo federal, por meio da BC, colocasse fim ao regime de câmbio fixo, desta forma, o câmbio passou a flutuar totalmente em 15 de janeiro de 1999 e o governo abriu mão do controle da inflação via importação.

Com o fim da âncora cambial, era necessário lançar o mais rápido possível um novo instrumento de combate e controle inflacionário, pois a inflação ameaçava voltar. Neste sentido, nasceu o Regime de Metas de Inflação, ou Sistema de Metas de Inflação.

Desta forma, o BC passa a decidir de forma exclusiva e inquestionável a taxa básica de juros da economia, além de já controlar os agregados monetários. O BC passa a ser autônomo em suas decisões, apesar de permanecer como uma autarquia vinculada diretamente ao Ministério da Fazenda.

O regime de metas de inflação, de uma forma geral, considera como causa da inflação o excesso de liquidez na economia, analisando como um problema de excesso de demanda. Ele deixa de lado o problema do baixo crescimento da oferta, gerado pelos baixos investimentos, resultado da própria política de altos juros adotada na economia nos quatro anos anteriores. Segundo Souza, (2008, p.272), “essa visão está inteiramente dentro da ortodoxia monetária. Seria resultado do excesso de moeda em circulação.”

Outro fator importante neste contexto foi que o acordo firmado com o FMI no final de 1998, previa a geração de superávits primários nas contas do governo, tanto federal como estadual e municipal, para pagamento de juros. Essa elevação no superávit ajudou o sistema de metas de inflação, pois ao aumentar seu superávit o governo deixa de consumir, gerando uma diminuição da demanda agregada da economia.

A desvalorização do Real frente ao dólar melhorou a balança comercial brasileira, mais não foi suficiente para evitar os déficits na BP, fruto da diminuição da entrada de recursos externos via conta capital e financeira. Os déficits apresentados na BP nos anos de 1999 e 2000, atrelados às especulações de uma nova desvalorização do real, fizeram com que as reservas continuassem a diminuir. Deste sentido, a fim de manter um nível prudencial nas reservas, o Brasil assina em 2001 um novo acordo com o FMI.

Os empréstimos do FMI, referentes ao PAF, foram acrescidos em US\$6,8 bilhões, dos quais US\$ 4,8 bilhões em setembro, no âmbito do novo acordo Stand - by (SBA), sendo US\$ 4,3 bilhões na modalidade Suplementação de Reservas (SRF) e US\$ 462 milhões na modalidade Credit Tranche. Em junho, foram desembolsados US\$ 2 bilhões referentes ao SBA anterior, na modalidade Credit Tranche. (BRASIL. Banco Central do Brasil, 2001, p. 186).

O acordo efetuado com o FMI em 2001, não foi suficiente para manter os especuladores acalmados, e na possibilidade de uma fuga em massa de dólares do país, em meio ao processo eleitoral de 2002, que indicava a vitória do candidato da esquerda Luiz Inácio Lula da Silva, foi assinado neste ano mais um acordo com o FMI, a fim de garantir as reservas do país.

Em setembro de 2002, a diretoria executiva do FMI aprovou o novo acordo SBA, após o Brasil ter completado com sucesso as revisões do SBA anterior. No novo acordo, no montante estimado de US\$30,9 bilhões, estará em vigor até o final de 2003. Foi disponibilizado para saque 15,2 bilhões de DES, aproximadamente US\$ 20,6 bilhões, na modalidade Credit Tranche e 7,6 bilhões de DES, aproximadamente, US\$ 10,3 bilhões, na modalidade SRF, que estarão disponíveis em seis tranches. (BRASIL. Banco Central do Brasil, 2002, p.187).

Somando-se a isso, a desvalorização do real gerou uma elevação nos encargos da dívida pública, aumentando a NFSP, tendo em vista que além da dívida externa em dólares, havia uma parcela da dívida interna atrelada à variação cambial. O dólar inicia o ano de 1999 cotado a R\$ 1,21 e chegou a registrar R\$ 2,00 em 29 de janeiro de 1999, fechando o ano em 31 de dezembro de 1999 a R\$ 1,79. A elevação dos gastos com juros forçou o governo a elevar seus superávits primários, a fim de permitir o pagamento dos encargos e manter a confiança dos especuladores.

Dentro do objetivo de cortar gastos e manter um controle das contas públicas, dando limites aos gastos do governo, foi aprovada no ano de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal - Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000. Segundo Gonçalves e Pomar (2002, p.17), “Para conseguir os recursos necessários ao pagamento das dívidas financeiras, o governo adotou vários instrumentos, entre eles a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)”. Além disso, foram feitas algumas mini-reformas, como da previdência social.<sup>1</sup>

### 5.1.1 O comportamento do endividamento público<sup>2</sup>

O fim da âncora cambial provocou uma diminuição no fluxo financeiro para o Brasil, sendo que o ingresso via conta capital financeira que fora na média de US\$ 29,6 bilhões entre os anos de 1995-98 registrou em 1999 apenas US\$ 17,3 bilhões. Este montante foi menor que as despesas com pagamentos de juros e dividendos contabilizados na conta de rendas, que registrou neste ano um déficit de US\$ 18,8 bilhões, que foi menor que o déficit total registrado na conta serviços e rendas de US\$ 25,8 bilhões, não sendo suficiente para cobrir sequer a rolagem do passivo externo. O problema não foi maior porque a desvalorização melhorou o saldo comercial que passou de um déficit médio de US\$ 5,6 bilhões para US\$ 1,2 bilhão em 1999.

---

<sup>1</sup> Ver Giambiagi e Além.

Desta forma, a elevação na dívida pública que ocorreu no ano de 1999 não foi fruto da obtenção de novos empréstimos, como mostra a conta financeira, mas sim de duas outras variáveis que merecem destaque, a desvalorização cambial e a elevação dos juros (Selic).

Entre os meses de dezembro de 1998 e janeiro de 1999, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna em poder do público saltou de R\$ 213,5 bilhões para R\$ 229,3 bilhões, ou 23,7% do PIB para 25,5%, isto sem contar os títulos emitidos pelo BC. Segundo relatório da STN de janeiro de 1999, o crescimento da DPMFi no mês caracterizou-se, basicamente, pelo aumento de R\$ 17,9 bilhões no estoque dos títulos com variação cambial, com destaque para a NTN-D.<sup>3</sup> No final de 1999, só o estoque de títulos do Tesouro Nacional em poder do público já havia saltado para R\$ 364,8 bilhões, ou 34,4% do PIB. Durante os anos de 1999 a 2002, os títulos indexados ao dólar corresponderam em média a 24,4% do estoque da dívida.

Outro fator causador da elevação da dívida foi a taxa de juros que indexava nada menos que 56,7% do estoque dos títulos, entre os anos de 1999 a 2002.

Títulos públicos federais				
Participação percentual por indexador (%)				
Índice de correção	1999	2000	2001	2002
Total - R\$ bilhões	414,9	510,7	624,1	623,2
Câmbio	24,2	22,3	28,6	22,4
TR	3,0	4,7	3,8	2,1
IGP-M	0,3	1,6	4,0	7,9
Over /Selic	61,1	52,2	52,8	60,8
Prefixado	9,2	14,8	7,8	2,2
TJLP	0,1	0,0	0,0	0,0
IGP-DI	2,1	4,4	3,0	3,1
INPC	-	0,0	0,0	0,0
IPCA	-	-	-	1,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

**Quadro 8: Participação percentual por indexador na dívida.**

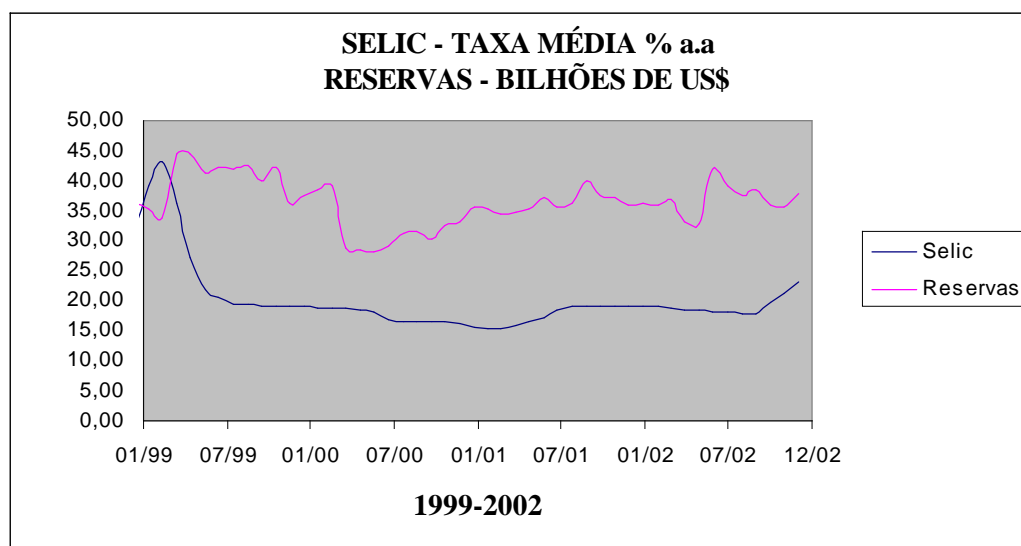
Fonte: BACEN, Relatório Anual 2001 e 2002, seção Finanças Públicas.

A taxa Selic média do ano de 1999 foi de 25,99% ao ano, tendo registrado pico de 43,26% em março, e nos quatro anos foi de 19,98% ao ano, gerando uma elevação no gasto com juros, que passou de R\$ 72,9 bilhões em 1998 para R\$ 87,4 bilhões em 1999 e R\$ 114,0 bilhões em 2002, ou seja, de 1998 para 2002 as despesas com juros cresceram em 56,4%,

<sup>2</sup> Os dados macroeconômicos apresentados estão compilados no Apêndice, com suas respectivas fontes.

<sup>3</sup> Resultado fiscal do Tesouro Nacional de janeiro de 1999.

impulsionadas pelos juros e correção cambial. As despesas com juros que já haviam se elevado em 1998, continuaram a crescer em 1999, registrando 9,0% do PIB, sendo que em 2002 ela registraria 8,0% do PIB, apresentando um déficit de média de 7,9% do PIB entre 1999 e 2002. Tendo em vista que durante os quatro anos o superávit primário anual do governo foi na ordem de 3,6% do PIB, ficou evidente que a elevação no nível de endividamento teve um caráter totalmente financeiro. Desta forma, houve um déficit nominal médio na ordem de 4,4% do PIB por ano.<sup>4</sup>



**Gráfico 6: Selic X Reservas Internacionais.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata.

Ao observar o gráfico da taxa Selic e do nível de reservas do Brasil, pode-se verificar que apesar do pico que os juros apresentaram em março de 1999, a taxa Selic se manteve no restante do período a uma média de 18,05% ao ano<sup>5</sup>, indicando que nesse período ela não foi utilizada como controle de reservas, mas como controle inflacionário. Apesar das oscilações verificadas no nível de reservas, esta não foi acompanhada pela taxa de juros, como ocorrerá entre 1995 e 1998; este processo foi utilizado apenas no início do período, a fim de acalmar os especuladores. Após março, as especulações diminuíram dando margem ao governo, iniciando uma rota de queda nos juros - que apesar disso manteve-se alta em termos reais - que permitiria a manutenção da valorização do real gradual, sem perde o controle inflacionário.

<sup>4</sup> As médias não são ponderadas pelo valor do PIB.

<sup>5</sup> Excluindo o ano de 1999.

A política monetária rígida – caracterizada por uma taxa de juros real de 15% em 1999 – cumpriu o papel esperado de conter o ritmo de remarcações e de apreciar o Real, após o *overshooting* inicial. A definição, em junho, de uma meta de inflação de 8% para o ano completou o ciclo de medidas para ajustar a economia a uma inflação superior a 1998, porém inferior a dois dígitos. (GIAMBIAGI, 2005, p.179).

A taxa de juros só voltaria a subir em outubro de 2002, devido às especulações sobre a vitória de Lula e uma possível mudança na política econômica, o que viria a acarretar prejuízos aos especuladores. Esse medo que tomou conta dos especuladores provocou uma queda nos níveis de reservas que foi contido via taxa de juros e via um novo acordo com o FMI no final de 2002, garantindo um nível de reservas prudencial ao Brasil.

A dívida líquida total passou de R\$ 389,2 bilhões em 1998 para R\$ 881,1 bilhões em 2002, ou de 42,7% do PIB para 56,5%, um crescimento no período de 126,4% em seu valor nominal.

A relação entre taxa de juros alta com conseqüente déficit nominal fez com que a dívida interna dobrasse nos quatro anos. A dívida interna consolidada passou de R\$ 329,2 bilhões em 1998 para R\$ 654,3 bilhões em 2002, ou de 36,1% do PIB para 42,0%, ou crescimento de 98,75% no período.

Ao abrir a dívida interna entre os entes federativos, verifica-se que o crescimento da dívida foi maior para os Estados e Municípios na ordem 117,5% do que para o governo central, que ficou em 88,4%, sendo que isso pode ser explicado pelo comportamento da dívida renegociada, com o amparo da Lei nº 9.496. A Lei previa a correção da dívida pelo IGP-DI mais 6,0% ao ano, sendo que só o IGP registrou no período um índice acumulado de 83,87%. O resultado disso foi a elevação na participação dos Estados e Municípios na dívida interna total, que passou de 13,7% do PIB em 1998 para 17,5% em 2002.

Entretanto, a soma de desvalorização cambial com empréstimos ao FMI fez com que a dívida externa convertida para Reais crescesse muito. A dívida externa líquida (já descontadas as reservas) do setor público que já havia subido em 1998 para R\$ 60,0 bilhões passou para R\$ 108,8 bilhões em 1999. Em 2002, com uma nova desvalorização do Real, registrando R\$ 3,53 para cada dólar, a dívida externa saltou para R\$ 226,8 bilhões, ou seja, a dívida externa cresceu 278% em quatro anos, fruto da desvalorização do Real de 192% no período e dos novos empréstimos ao FMI.

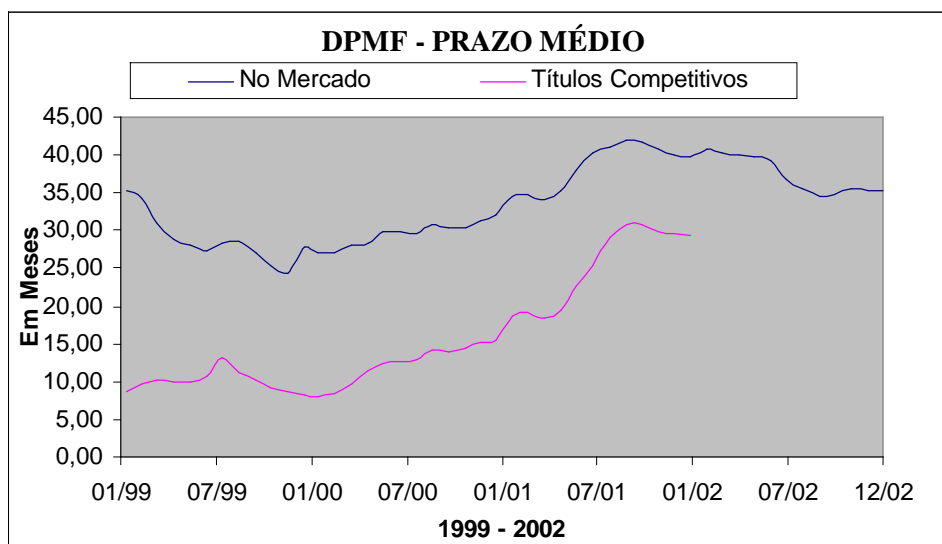
A dívida pública em dólares manteve-se estável entre 1999 e 2001, porém saltou de US\$ 92,8 bilhões em 2001 para US\$ 110,3 bilhões, enquanto as reservas permaneceram praticamente estáveis passando de US\$ 35,8 bilhões para US\$ 37,8 bilhões. Desta forma, pode-se analisar a elevação da dívida externa em dois momentos, de 1998 a 2001 ela foi



gerada pela desvalorização do Real, sendo que em 2002, além de uma nova desvalorização, foi agravada pela obtenção de novos empréstimos.

A elevação do endividamento externo brasileiro foi gerada principalmente pelo governo federal e BC que tiveram sua participação sobre a dívida externa total elevada de 64,7% em 1998 para 87,1% em 2002.

Dentro deste contexto, uma das variáveis do endividamento que apresentou melhoras foi o prazo de vencimento dos títulos competitivos, indicando um aumento na liquidez e na aceitação dos títulos, ou seja, o prazo de vencimento dos títulos negociados no mercado secundário se aproximou aos vencimentos do estoque de títulos públicos, mostrando uma diminuição do fator variação de juros nas negociações. Quanto às incertezas sobre a trajetória dos juros, há preferência aos títulos pós-fixados ou os de vencimento curto, evitando perdas.



**Gráfico 7: Prazo médio dos títulos públicos competitivos em mercado.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados STN.

Outro indicador que não está ligado diretamente à dívida que apresentou melhora foi o saldo na balança comercial que saiu de uma situação deficitária em 1998, para um saldo de US\$ 13,2 bilhões em 2002. Apesar não estar ligado diretamente à dívida, o saldo comercial permite financiar o pagamento dos juros e dividendos, enviados via conta de rendas.

Desta forma, fica visível nos dados apresentados que o endividamento entre os anos de 1999-2002 foi gerado novamente pela financeirização da dívida. A maior parte da dívida permaneceu indexada à taxa Selic, que apesar da queda ainda era muito elevada. A parcela da dívida corrigida pela variação cambial permaneceu em um quinto da dívida interna, o que em função da grande volatilidade sofrida pelo câmbio no período, gerou elevadas despesas ao

governo. Entretanto, apesar da contínua elevação da dívida, o governo melhorou suas finanças, conseguindo reverter os déficits primários em superávits durante os quatro anos, fazendo com que a NFSP baixasse para 4,7% do PIB em 2002. Contudo, a dívida líquida total mais do que dobrou em quatro anos, fechando em R\$ 881,1 bilhões em 2002.

## **5.2 A política macroeconômica no período Lula: continuidade do regime de metas de inflação – 2002-10**

O candidato à presidência Luz Inácio Lula da Silva e seu partido, o PT, faziam parte da esquerda política do Brasil e como tal possuíam uma opinião considerada radical sobre as políticas macroeconômicas que deveriam ser adotadas no país. Até o ano da eleição, o candidato e seu partido pregavam o rompimento com o FMI e a moratória sobre a dívida externa, sendo que foi este radicalismo que gerou medo nos especuladores durante o ano de 2002, e que levará a uma piora dos indicadores macroeconômicos durante o segundo semestre deste ano.

Um momento importante do debate programático se deu em 2001, com a divulgação do primeiro documento oficial do Partido com vistas às eleições de 2002. Intitulado “Um outro Brasil é possível” e divulgado como plano econômico, nele constavam, entre outras, textualmente, as propostas de: renegociação da dívida externa (p.5); limitação, na forma de um percentual-teto das receitas, da disponibilidade de recursos destinados ao pagamento de juros da dívida pública (p.19). (GIAMBIAGI, 2005, p.199).

Esse clima de ruptura com os investidores internacionais gerou uma nova onda de especulação sobre o Real em meados de 2002, provocando uma fuga de capitais e consequente fuga de divisas do país, causando pressões nas contas externa com impacto no nível de reservas. Desta forma, como apresentado na seção 5.1, no final do segundo mandato de FHC o Brasil foi forçado pelas circunstâncias a procurar o FMI, assinando um novo acordo, a fim de manter um nível de reservas prudenciais e evitando a insolvência do país.

Com o objetivo de acalmar os investidores e ganhar a corrida eleitoral, o então candidato Lula mudou seu discurso político, posicionando-se a partir de 2002 em uma direção mais de centro-esquerda da política brasileira. Com a vitória de Lula nas eleições presidenciais e com a sua posse em 2003, ficou clara a posição de continuidade do novo governo nas políticas macroeconômicas adotadas no segundo governo FHC. Esse processo de

continuação pode ser verificado nas medidas adotadas pelo governo no início de seu mandato. Algumas dessas medidas foram elencadas por Giambiagi, a saber:

Nomeou para o cargo de presidente do Banco Central o ex-presidente do Bank Boston, Henrique Meirelles, mantendo, inicialmente, todo o resto da Diretoria anterior, em claro sinal de continuidade. Anunciou as metas de inflação para 2003 e 2004, de 8,5% e 5,5%, respectivamente, que implicavam um forte declínio em relação à taxa efetivamente observada em 2002, reforçando a política anti-inflacionária. Elevou a taxa de juros básica (Selic) nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), mostrando que isso não era um “tabu” para o PT. Definiu um aperto da meta de superávit primário, que passou de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003. Ordenou cortes do gasto público, para viabilizar o objetivo fiscal, deixando de lado antigas promessas de incremento do gasto. Colocou na Lei de Diretrizes Orçamentária o objetivo de manter a mesma meta fiscal, de 4,25% do PIB de superávit primário, para o período 2004-2006. (GIAMBIAGI, 2005, p.205-206).

Entretanto, nem todas as diretrizes do governo anterior foram mantidas, houve mudança em alguns rumos como no que diz respeito ao processo maciço de privatizações que foi encerrado<sup>6</sup>. O BNDES deixou de ter um papel quase que exclusivo de agente financiador do processo de privatização e passou a agir como agente de financiamento interno, em que o banco passou a financiar o desenvolvimento interno, com prioridade para as empresas nacionais. Segundo Souza, as principais mudanças na política interna foram:

Em primeiro lugar, suspendeu-se o processo de privatizações que vigorava desde o início dos anos 1990; o BNDES deixou de financiar a aquisição de empresas estatais pelo capital estrangeiro para financiar o investimento das empresas nacionais; o Ministério das Minas e Energia recuperou parte de seu poder de comando no setor energético, antes entregue às agências reguladoras, ademais, de suspender o processo de privatização do setor; a Petrobras estabeleceu um programa de compra de plataformas e navios construídos no país (num total de 42), com o objetivo de estimular a produção nacional, em lugar da anterior política importadora. (SOUZA, 2008, p.292).

Outra mudança no governo Lula foi a ampliação dos gastos sociais, com a criação e mesmo via fortalecimento de alguns programas criados na era FHC.

A política econômica na gestão de Antônio Palocci à frente do Ministério da Fazenda e de Henrique Meirelles no BC manteve-se assim inalterada na comparação ao exercício anterior. Esta política só teve algumas mudanças após a saída de Palocci e a entrada de Guido Mantega para o ministério, que apesar de não interferir na política de juros, devido à autonomia operacional que o BC possui, aumentou a atuação no BNDES no financiamento nacional via capitalização do banco por meio de aportes do Tesouro Nacional.

Por fim, com o objetivo de melhorar a execução fiscal, deixando esta função para a STN, o BC foi proibido de emitir títulos públicos a partir de 2002. Desta forma, a partir de

---

<sup>6</sup> Apesar de ter havido privatizações em seu governo não houve inclusão de novas empresas no PND.

2002, os títulos do BC em circulação representaram apenas estoque e em 2006 a carteira de títulos emitidos pelo BC foi zerada.

### 5.2.1 O comportamento do endividamento público<sup>7</sup>

A política macroeconômica monetarista, apoiada na taxa de juros como arma de controle inflacionário foi mantida, entretanto ela apresentou um comportamento decrescente em sua taxa nominal durante o governo Lula, com acentuada queda a partir do final de 2005. A taxa de juros que apresentou uma média anual de 18,5% no primeiro mandato caiu para 10,8% no segundo mandato, refletindo a melhora apresentada no índice de inflação. Desta forma, observa-se o comportamento do endividamento sofrendo uma menor pressão por parte dos juros.

Os especuladores que estavam em pânico no final de 2002 começaram a se acalmar em 2003, com as medidas macroeconômicas adotadas pelo governo, refletindo positivamente na taxa de câmbio. A taxa que havia fechado 2002 em R\$ 3,53 recuou para R\$ 2,89 já no final de 2003, R\$ 2,65 em 2004 e fechou 2005 em R\$ 2,34, contribuindo para a diminuição das pressões sobre as contas externas do país. Os especuladores se acalmaram de tal forma que o acordo com o FMI não precisou ser renovado em 2005 – o acordo havia sido renovado em 2003 com vigência até o final do ano de 2004.

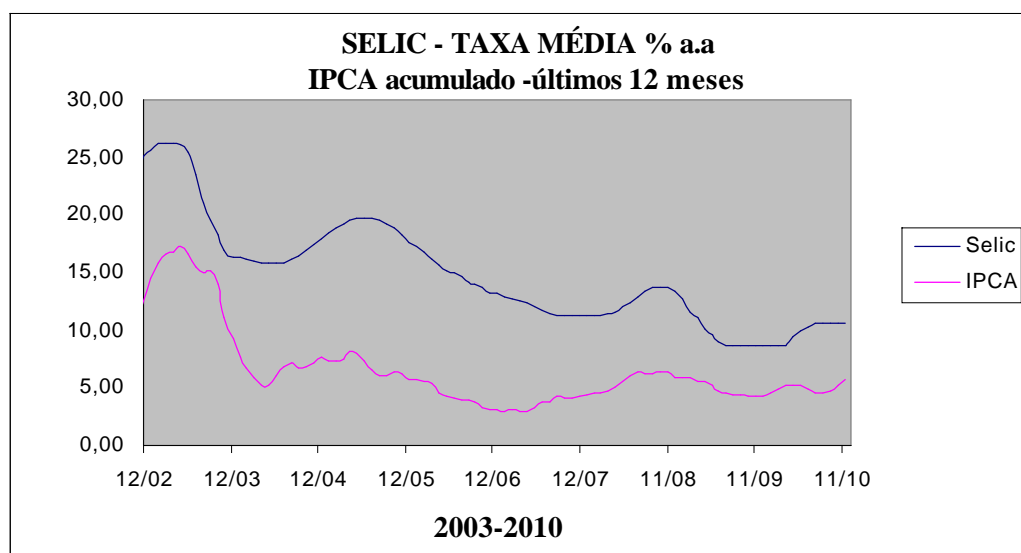
Além da manutenção da política macroeconomia, contribuíram para a melhora das expectativas dos especuladores a elevação do saldo da balança comercial brasileira que possibilitou a melhora na BP, garantindo na visão dos especuladores a manutenção nos pagamentos de juros e dividendos. O saldo comercial que já havia melhorado em 2002, continuou melhorando e fechou 2003 em US\$ 24,8 bilhões e 2006 a US\$ 46,5 bilhões.

A elevação das exportações e a queda no preço do dólar abriram espaço para um crescimento também nas importações, permitindo que a importação voltasse a atuar contra a inflação, porém agora em menor grau. Além disso, a ampliação da capacidade de importar abriu espaço à modernização do parque fabril, tendo em vista que as empresas contavam com linhas de crédito subsidiadas do BNDES, aumentando com isso a capacidade instalada e permitindo uma diminuição da pressão inflacionária gerada pelo aumento de demanda.

---

<sup>7</sup> Os dados macroeconômicos apresentados estão compilados no Apêndice, com suas respectivas fontes.

A inflação que havia fechado 2002 em 12,53% ao ano convergiu em 2003 para a meta do governo - dentro da tolerância de 2,0%, para baixo ou para cima – fechando em 9,3%. A inflação cairia nos três anos seguintes, encerrando 2006 a 3,14% ao ano. Pode-se observar no gráfico que a taxa de juros acompanhou o nível de inflação, indicada pela inflação acumulada nos últimos 12 meses.<sup>8</sup>



**Gráfico 8: Selic x IPCA acumulado.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata.

A convergência da inflação para as metas estabelecidas pelo CMN permitiu que o BC diminuísse os juros, porém esse ritmo de queda foi interrompido em alguns momentos, a fim de conter o processo inflacionário. O gráfico permite visualizar alguns desses períodos, como entre o final de 2004 ao final de 2005 e o segundo semestre de 2008 e início de 2009. Outro fato importante foi que a cada novo ciclo de alta nos juros, o pico na taxa foi sempre menor que o pico anterior, devido ao rápido redirecionamento da inflação à meta, e ao fato dos juros serem utilizados apenas para esta finalidade – controle inflacionário.

A queda nos juros, em conjunto com um crescimento do PIB na média de 4,0% ao ano entre 2003 e 2010, permitiu que os gastos com juros do governo diminuíssem como proporção do PIB. As despesas com juros que fecharam 2003 em 8,5% do PIB caíram para 5,3% em 2010. Neste sentido, vale destacar que apesar dessa queda na relação PIB, o gasto nominal continuou crescendo, devido à incidência de juros sobre um estoque da dívida cada vez maior.

<sup>8</sup> Na definição da Selic o Copom se apoia nas expectativas de inflação e não na inflação vigente, entretanto as expectativas de inflação apontadas pelos agentes econômicos consultados pelo BC levam em conta a inflação vigente.

Além da queda dos juros em relação ao PIB, outra mudança importante ocorrida sobre o processo de endividamento brasileiro foi a conversão da dívida externa em dívida interna, mudando o perfil do Brasil de tomador para credor externo. Essa mudança no perfil começou com a valorização do real, que permitiu uma diminuição da dívida externa quando convertida para Reais e depois pela elevação das reservas, que diminuíram a dívida externa líquida até torná-la negativa, deixando o país menos vulnerável a choques externos. Assim, será visto como esse processo ocorreu.

Com a valorização do Real em 2003 da ordem de 18,13%, permitiu que o valor da dívida externa líquida brasileira contabilizada pelo BC em Reais sofresse uma queda significativa, a dívida externa líquida diminuiu R\$ 40,3 bilhões em 2003. Essa diminuição foi gerada em menor grau pela diminuição na dívida externa líquida em US\$ 2,0 bilhões entre 2002 e 2003. Por fim, esta diminuição líquida da dívida foi gerada pela conjugação de uma elevação das reservas que passaram de US\$ 37,8 bilhões para US\$ 49,3 bilhões com uma elevação da dívida bruta do setor público que passou de US\$ 110,3 bilhões para US\$ 119,8 bilhões.

A diminuição da dívida externa em Reais permitiu que a dívida líquida total crescesse menos do que a NFSP, enquanto o déficit nominal foi de R\$ 79,0 bilhões a dívida total cresceu apenas R\$ 32,0 bilhões. Com isso, a dívida líquida total cresceu apenas 3,64% em 2003, em comparação ao ano anterior. Entretanto, esse pequeno crescimento da dívida foi resultado de ajustes fiscais e não de diminuição efetiva da dívida, pois essa em dólares permaneceu praticamente inalterada.

Ao contrário da dívida externa, a dívida interna teve uma elevação de R\$ 72,4 bilhões, necessária para cobrir o déficit nominal. Esse déficit foi financiado pelo crescimento da dívida mobiliária fora do BC, que passou de R\$ 623,2 bilhões ou 40,0% PIB em 2002, para de R\$ 731,9 bilhões ou 45,8% PIB em 2003, ou seja, um crescimento de R\$ 108,7 bilhões, crescimento este maior que o déficit nominal. Esta elevação da dívida mobiliária foi explicada pela mudança nas fontes de financiamento de setor público, que apresentou uma diminuição de R\$ 31,4 bilhões na dívida bancária, ou seja, o governo utilizou a emissão de títulos para quitar empréstimos junto a bancos. Segundo Brasil (BC, 2003, p.99), “Quanto às principais fontes de financiamento do déficit acumulado no ano, a dívida bancária e os financiamentos externos registraram contração de R\$ 31,4 bilhões e R\$ 15,5 bilhões, respectivamente”. A dívida interna do governo federal alcançou R\$ 418,5 bilhões ou 26,2% do PIB e dos Estados e Municípios alcançaram R\$ 297,7 bilhões ou 18,7% do PIB.

A diminuição do endividamento externo brasileiro continua em 2004, porém nesse ano o componente valorização cambial foi complementado pela diminuição da dívida externa líquida. As reservas do Brasil passaram para US\$ 52,9 bilhões e a dívida bruta para US\$ 114,7 bilhões, ou seja, uma diminuição de US\$ 8,7 bilhões da dívida externa, sendo que a amortização de parte da dívida com o FMI respondeu por mais da metade, sendo amortizados US\$ 4,4 bilhões. Esse dois componentes fizeram com que a dívida externa diminuísse R\$ 40,3 bilhões neste ano.

Entretanto, essa diminuição da dívida externa em dólares exigiu que o governo elevasse seu endividamento interno em Reais, que apesar do país ter apresentado seu melhor resultado nominal nas contas públicas na relação com o PIB, com uma NFSP de apenas 2,4% do PIB, ou R\$ 47,1 bilhões, a dívida mobiliária cresceu R\$ 78,4 bilhões neste ano. Segundo Brasil (BC, 2004, p.82), “Como proporção do PIB, o déficit nominal em 2004 representa o melhor resultado obtido desde a criação da série, em 1991.” Assim, o crescimento da dívida mobiliária acima na NFSP em R\$ 31,3 bilhões foi gerado pela compra de dólares.

Além disso, o resultado da NFSP consolidada do setor público só não foi melhor porque os Estados e Municípios apresentaram um déficit nominal de R\$ 34,0 bilhões, consequência da correção da dívida amparada pela Lei nº 9.496 e pelo IGP, que acumulou no ano 12,14%. Assim, o ano termina com uma dívida interna de R\$ 818,1 bilhões, dívida externa R\$ 138,9 bilhões e a dívida total R\$ 957,0 bilhões.

O processo de troca do endividamento externo por interno continuou em 2005, apoiado na amortização da dívida externa registrada, que diminuiu neste ano em US\$ 27,1 bilhões, fechando em US\$ 87,6 bilhões, gerado principalmente pela antecipação do pagamento ao FMI que no ano totalizou US\$ 23,3 bilhões. As reservas praticamente não se alteraram, fechando o ano em US\$ 53,8 bilhões, ou seja, um acréscimo de US\$ 1,0 bilhão.

As amortizações totalizaram US\$ 27,9 bilhões, assim distribuídos: US\$ 23,3 bilhões ao FMI, em decorrência da decisão do governo brasileiro de pagamento antecipado do total dos empréstimos, US\$ 4,5 bilhões de bônus, decorrentes da operação de troca do C-Bond, e US\$ 132 milhões de Multiyear Deposit Facility Agreement (MYDFA). (Brasil, BC, 2005, p.155)

Com isso, a dívida líquida total fechou 2005 em R\$ 1.002,5 bilhões, a dívida externa em R\$ 50,3 bilhões, a dívida interna em R\$ 952,2 bilhões e a dívida mobiliária impulsionada pela compra de dólares e pela NFSP de R\$ 63,6 bilhões fechou em R\$ 979,7 bilhões. A dívida dos Estados e Municípios fechou praticamente estável, devido ao IGP de 1,22% acumulado no ano.

Entretanto, a partir de 2006 o processo de troca do endividamento externo por interno passa a se apoiar na elevação das reservas internacionais que fecharam o ano de 2006 em US\$ 85,8 bilhões e 2007 em US\$ 180,3 bilhões, um acréscimo nos dois anos de US\$ 126,5 bilhões. A elevação das reservas foi possibilitada pelos superávits tanto na balança comercial como financeira nos dois anos, que exigiram que o BC comprasse os dólares em excesso no mercado. A estratégia de elevação das reservas seguiu a política do governo de diminuir a vulnerabilidade do país a choques externos.

Com isso, em 2006 o Brasil deixou de ser devedor externo e passou a ser credor no montante de R\$ 63,5 bilhões, sendo que em 2007 já detinha um crédito de R\$ 242,8 bilhões. A elevação das reservas impulsionou a dívida interna, que tem seu maior crescimento na história, com um acréscimo de R\$ 262,2 bilhões em 2007, fechando em R\$ 1.393,1 bilhões com uma dívida mobiliária de R\$ 1.224,9 bilhões e uma dívida total líquida de R\$ 1.150,4 bilhões. A dívida interna do governo federal alcançou R\$ 1.031,5 bilhões ou 37,7% do PIB e dos Estados e Municípios alcançaram R\$ 361,0 bilhões ou 13,2% do PIB.

Em 2008, o ritmo de crescimento das reservas do país diminuiu, fechando o ano em US\$ 193,8 bilhões. Essa queda do ritmo foi gerada pela diminuição do saldo da BP que fechou 2008 praticamente estável devido à elevação das importações e pela diminuição da entrada de investimento via conta financeira, provocada pela crise externa do Subprime iniciada nos Estados Unidos.

Com isso, a dívida interna do país apresentou o menor crescimento proporcional na história do país, fechando o ano em R\$ 1.488,8 bilhões com acréscimo de R\$ 95,7 bilhões, ou 6,9% em relação ao ano anterior. Esse crescimento foi gerado pelo déficit nominal de R\$ 24,9 bilhões do governo federal e de R\$ 35,2 bilhões dos Estados e Municípios, mais as despesas com as reservas, que cresceram US\$ 13,5 bilhões no ano.

As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, incorporando o resultado primário e os juros nominais apropriados, registraram déficit anual de 1,53% do PIB, ante 2,23% do PIB no ano anterior, se constituindo no melhor resultado desde o início da série, em 1991. (Brasil, BC, 2008, p.78).

Apesar do pequeno crescimento em dólares das reservas, a dívida externa teve um decréscimo de R\$ 176,4 bilhões, fruto da valorização do Real que fechou o ano em R\$ 2,34 e fez com que os créditos externos do país totalizassem R\$ 419,2 bilhões em 2008. A dívida líquida total fechou em R\$ 1.069,6 bilhões, com um decréscimo de 7,0%, gerada pela desvalorização do Real que provocou a valorização dos créditos externos. A dívida mobiliária fechou em R\$ 1.264,8 bilhões.



Em 2009, a dívida interna teve um crescimento de R\$ 144,5 bilhões passando para R\$ 1.663,7 bilhões, refletindo uma NFSP de R\$ 104,6 bilhões e um aumento nas reservas de US\$ 44,7 bilhões. O aumento na NFSP foi gerado exclusivamente pela diminuição do superávit primário do governo federal, tendo em vista que os Estados e Municípios obtiveram um superávit nominal, fruto de um IGP negativo que registrou -1,43% no ano. Em virtude da crise externa iniciada nos EUA em 2008, o governo decidiu aumentar os gastos a fim de evitar uma recessão na economia, gerando assim um aumento na NFSP.

O financiamento desse resultado ocorreu, seguindo padrão semelhante ao assinalado no ano anterior, mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, e reduções da dívida bancária líquida e do financiamento externo líquido. (Brasil, BC, 2009, p.74).

Com a melhora do cenário externo em 2009, a cotação do Dólar caiu para R\$ 1,74 no final do ano, fazendo com que os créditos externos do governo se desvalorizassem, com isso os créditos fecham o ano em R\$ 287,9 bilhões, uma queda de R\$ 131,3 bilhões, queda essa atenuada pela elevação nas reservas. Assim, a dívida líquida total encerrou o ano em R\$ 1.345,3 bilhões ou 42,8% do PIB e dívida mobiliária em R\$ 1.398,4 bilhões ou 44,5% do PIB.

Ainda em 2009, houve por parte do governo federal a capitalização do BNDES com um aporte de R\$ 100,0 bilhões no amparo da Lei nº 11.948, feita via emissão de títulos públicos. Entretanto, esse montante não chegou a gerar um impacto sobre o endividamento interno, tendo em vista que o BC retirou esses títulos do mercado, fato esse observado quando observa-se a carteira de títulos públicos federais do BC que passou de R\$ 494,3 bilhões em 2008 para R\$ 637,8 bilhões em 2009. Segundo Brasil (BC, 2009, p.75), “Os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional totalizaram R\$ 2.036,2 bilhões em dezembro de 2009, dos quais R\$637,8 bilhões encontravam-se em poder do Banco Central e R\$ 1.398,4 bilhões, no mercado.”

Em 2010, o governo federal elevou seu superávit e o resultado consolidado do setor público registrou R\$ 101,7 bilhões. Entretanto, não houve uma queda significativa na NFSP, tendo em vista que o pagamento de juros por parte dos Estados e Municípios triplicou em função do IGP registrar 11,30% no ano. Com isso, gerou-se uma NFSP de R\$ 93,7 bilhões que somada à elevação das reservas em US\$ 50,0 bilhões exigiram a continuidade da elevação da dívida interna, que passou para R\$ 1.835,5 bilhões ou 49,9% do PIB, com uma dívida mobiliária de R\$ 1.603,9 bilhões ou 43,3% do PIB. Os créditos externos se elevam para R\$ 359,7 bilhões em função do aumento das reservas, pois o dólar voltou a cair e fechar o ano

em R\$ 1,67. Com isso, a dívida líquida total fechou o ano em R\$ 1.475,8 bilhões ou 40,2% do PIB.

Em 2010, houve um novo aporte no BNDES no valor de R\$ 80,0 bilhões no amparo da Lei nº 11.948. Entretanto, neste ano não houve uma absorção integral dos títulos pelo BC, pois a carteira do banco cresceu apenas R\$ 15,4 bilhões, gerando uma elevação no endividamento interno em R\$ 202,5 bilhões e da dívida mobiliária em R\$ 205,5 bilhões.

## 5.2.2 A composição da dívida líquida pública do Governo Federal

Seguindo a política do governo de diminuir a vulnerabilidade do país a choques externos, houve por parte do BC e da STN uma diminuição da dívida indexada ao dólar, evitando manobras no câmbio por parte dos especuladores a fim de gerar valorização dos títulos indexados a variação cambial. Há também por parte do governo o objetivo de diminuir a parcela da dívida indexada a Selic e aumentar a parcela vinculada à inflação, sendo que a parcela de cada indexador e o nível de endividamento é definido anualmente pela STN no Plano Anual de Financiamento. Estes três objetivos podem ser observados no quadro abaixo, sendo que a parcela cambial praticamente desapareceu, a quantidade de títulos indexados a Selic caiu para a metade e os títulos vinculados ao índice de preços já respondem por mais de um quarto da dívida.

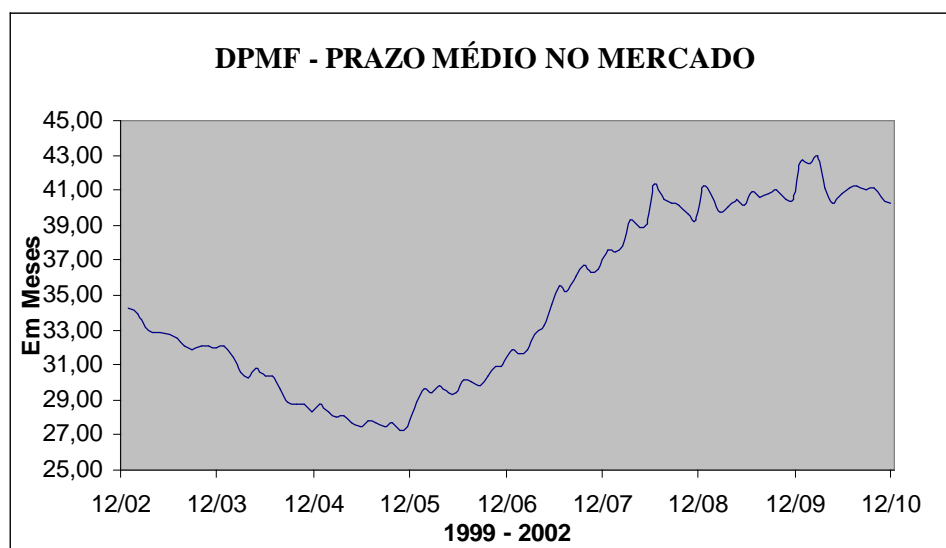
Títulos públicos federais								
Participação percentual por indexador (%)								
Índice de correção	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Total - R\$ bilhões	731,9	810,3	979,7	1.093,5	1.224,9	1.264,8	1.398,4	1.603,9
Câmbio	10,8	5,2	2,7	1,3	0,9	1,1	0,7	0,6
TR	1,8	2,7	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	0,8
IGP-M	8,7	9,9	7,0	6,4	5,8	5,1	4,6	-
Over /Selic	61,7	57,1	51,8	37,8	33,4	35,8	35,8	32,5
Prefixado	12,5	20,1	27,9	36,1	37,3	32,2	33,7	37,9
IGP-DI	2,4	1,8	1,1	0,9	0,7	0,6	0,4	-
IPCA	2,4	3,1	7,4	15,3	19,8	23,6	23,6	-
Índices de Preço	-	-	-	-	-	-	-	28,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Quadro 9: Participação percentual por indexador na dívida.**

Fonte: BACEN, Relatório Anual 2006 e 2009, seção Finanças Públicas; BACEN, Indicadores Econômicos.

Vale observar que os dados discriminados por indexador foram retirados dos relatórios anuais do BC, sendo que o do ano de 2010 até dia 05 de junho de 2011 não estavam disponíveis, e os dados dos indicadores econômicos não detalham a composição por tipo de índice de preço.

Além disso, a melhora nos indicadores macroeconômicos do país permitiu que o prazo de vencimento dos títulos públicos voltassem a subir a partir de 2006, fechando 2010 em 40 meses, permitindo uma melhor distribuição do vencimento dos títulos neste prazo.



**Gráfico 9: Prazo médio do estoque de títulos.**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados STN.

O aumento do prazo dos títulos públicos conjugado com o aumento da parcela dos títulos indexados a índice de preço sobre o endividamento total caracteriza uma mudança do perfil da dívida brasileira, que começa a apresentar um caráter de longo prazo.

Assim, pode-se resumir as causas do endividamento do setor público para o período 2003-10 em três itens: financeirização da dívida, com elevação da mesma pela rolagem dos juros elevados; aumento das reservas internacionais, que exigiram um endividamento interno; e por último a capitalização do BNDES em 2010. Entretanto, tanto a capitalização do BNDES como o aumento das reservas geram uma contrapartida a crédito, que anula parte de seu efeito. Tendo em vista que a dívida líquida total aumenta nos oito anos em R\$ 594,7 bilhões e que o déficit nominal acumulado a valor constante (sem correção inflacionária) foi de R\$ 560,2 bilhões, pode-se verificar que foi o componente financeiro que gerou o endividamento, tendo em vista que déficits nominais foram causados pelos altos juros pagos. O crescimento da dívida apresentou um ritmo menor nesse período do que nos anos anteriores, enquanto no último governo, o de FHC, a dívida líquida total dobrou, nos oito anos

de governo Lula a dívida cresceu apenas 67%, passando dos R\$ 881,1 bilhões em 2002 para R\$ 1.475,8 bilhões em 2010.

## CAPÍTULO 6 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desse trabalho foi verificar quais foram os determinantes macroeconômicos do endividamento público brasileiro nas últimas três décadas. Para tanto, foi necessário estudar as mudanças econômicas que se iniciaram na década de 1980 e que resultariam no agravamento do processo inflacionário da década de 1980, levando ao forte endividamento interno da década de 1990.

O II PND lançado no final do ano de 1974 marca o processo de forte endividamento externo, apoiado no endividamento das empresas públicas incentivadas pelo governo federal. A necessidade de obter capital externo para financiamento da BP fez com que o governo direcionasse as estatais à obtenção de financiamentos no exterior, para a realização das obras criadas em muitos casos apenas para que se justificassem os empréstimos.

Desta forma, se consideramos que os empréstimos obtidos pelas empresas estatais na década de 1970 foram destinados a projetos produtivos (infraestrutura, energia etc.) sem entrarmos na questão se eles foram necessários ou não, o endividamento público da década teve um caráter produtivo, ou seja, ele foi obtido para gerar melhorias na economia, que trariam retornos no futuro.

A falha da política de financiamento externo do II PND foi a negligência ao aumento das restrições externas, que exigiam uma correção da balança comercial, que deveria ter sido realizada de forma gradual.

As mudanças do cenário internacional com a diminuição da liquidez, a partir do final da década de 1970 exigiram que o país passasse de importador de poupança externa para exportador. Como as mudanças necessárias para isso não foram efetuadas no tempo correto, as restrições externas e a necessidade de gerar superávits na BP levaram a economia brasileira na década de 1980 a um processo recessivo e inflacionário.

O processo recessivo foi necessário para a rolagem da dívida, que continuou crescendo devido exclusivamente ao fator financeiro, gerado pelas elevações das taxas de juros. A recessão permitiu que o país elevasse as suas exportações e gerasse saldo na balança comercial, necessário para o pagamento de juros.

O processo inflacionário vivido nesse período tem sua origem nessa necessidade do governo de gerar superávits comerciais e ao mesmo tempo comprar os dólares dos exportadores. Como o governo não contava com superávits primários suficientes para a

compra dos dólares, ele acabava se financiando via emissão de moeda, que acabava gerando um aumento da liquidez na economia. Como o excesso de liquidez provocava pressões sobre a inflação, o governo retirava parte da moeda posta em circulação por meio da emissão de títulos públicos mobiliários. Entretanto, como o governo não conseguia enxugar toda a liquidez, o resultado da compra de dólares com déficits era o aumento da inflação.

Em um período em que o país já convivia com a inflação, os déficits do governo foram os mecanismos impulsionadores do processo inflacionário, que levaram a uma quase hiperinflação.

Desta forma, a dívida pública na década de 1980 foi gerada pela contínua elevação da dívida externa, provocada pelas altas taxas de juros externos e pelo início do endividamento interno do país, provocado pelos déficits operacionais do governo, déficits estes gerados principalmente pelo pagamento de juros da dívida externa.

Dentro do contexto de elevação da dívida externa, vale destacar que durante a década de 1980 o Governo Brasileiro perdeu duas oportunidades de ter sua dívida externa amortizada, a primeira em 1982 e a segunda em 1987, esses dois períodos foram marcados pela renegociação da dívida externa. Apesar dos títulos da dívida externa do Brasil terem sido negociados no mercado secundário com deságios em seu valor de fase de quase 50% nesse período, o país saiu das renegociações pagando seu valor integral e ainda incorporou os juros à dívida. O país perdeu a oportunidade de corrigir as distorções causadas pelos elevados juros, sem enfrentar nenhum problema nas suas contas externas, tendo em vista que o Brasil se tornou exportador de poupança nesse período, tendo apresentado superávits na balança comercial.

Por outro lado, no início da década de 1990 houve uma diminuição do endividamento público, gerado pela diminuição da dívida interna, causa pelo congelamento dos ativos financeiros, por meio do Plano Collor I e II. Com isso, o bloqueio e a mudança nos índices de correção sobre o estoque da dívida interna permitiram ao governo diminuir o total de juros pagos, com consequente melhora na NFSP.

Entretanto, apesar da dívida mobiliária do governo federal ter diminuído, passando de 14,96% do PIB em 1989 para 2,66% em 1990, a diminuição foi obtida de forma artificial, por meio de bloqueio e não de um pagamento efetivo. Com o fracasso dos planos, a dívida voltou a crescer já em 1992, alcançando 9,40% do PIB, acompanhada da contínua elevação da inflação e pelo *impeachment* do presidente Collor.

No final de 1992, Itamar Franco assumiu a Presidência da República, sendo que seu governo foi o responsável pelo lançamento do último plano econômico vivido pelo país até os

dias atuais, o Plano Real. A primeira etapa na construção deste novo plano de combate à inflação foi lançada em junho de 1993, por meio do Programa de Ação Imediata, que buscou alcançar uma melhora fiscal para o governo federal, tido como um dos problemas geradores da inflação. Com isso, a dívida mobiliária federal encerrou o ano de 1993 praticamente estável, em 9,3% do PIB. Em 1994 foram lançadas as outras duas etapas do Plano Real, que culminaram no lançamento de uma nova moeda em julho deste ano, o Real. Como observado, a política de combate à inflação a partir desse ano passou a se apoiar em uma âncora cambial, com elevada taxa de juros.

Com isso, a política de controle da inflação apoiada na âncora cambial com a manutenção de elevada taxa de juros provocou uma elevação no endividamento interno do país, que foi agravado ainda mais pela indexação de parte da dívida interna à variação cambial. A dívida mobiliária federal encerrou 1994 em 12,3% do PIB. O processo de financeirização da dívida fez com que a dívida líquida total crescesse 193% na primeira década do Real (1994-2000), passando de R\$ 192,0 bilhões em 1994 para R\$ 563,2 bilhões em 2000. Além disso, apesar da mudança na política monetária implantadas no final da década com o regime de metas de inflação, o país terminou a década de 1990 sem inflação, mas enfrentando um velho problema, que foi a fragilidade a choques externos.

O país perdeu a possibilidade de efetuar correções na política cambial ainda em 1996, ano em que a economia mundial passou por uma calmaria, após a crise do México. O governo deixou de fazer as reformas necessárias, devido ao medo de que a memória inflacionária dos agentes econômicos ainda fosse muito recente. Essa calmaria não seria vivida novamente pelo país, sendo que ele teve que enfrentar a crise da Ásia em 1997 e a da Rússia em 1998, o obrigando a fazer as reformas em meio a fortes especulações contra a economia, o que impossibilitou o país de colher bons frutos dessa mudança.

Ao contrário do que poderia ter sido feito em 1996, a mudança na política em 1999 exigiu uma elevação da dívida, que nesse momento tinha uma grande parcela indexada ao dólar, algo que não havia em 1996, além de possuir um nível de reserva menor. Desta forma, fica uma questão que não pode ser respondida, se a mudança da política tivesse sido implementada ainda em 1996 a inflação teria ressurgido, como pressupunha o governo. Se essa pergunta pudesse ser respondida de forma negativa, o Brasil teria perdido a possibilidade de dar um rumo melhor a sua economia, entretanto não há como saber.

A década de 2000 marca a caracterizada pela continuidade do processo de endividamento do país apoiado na financeirização da dívida, tendo em vista que apesar da diminuição dos juros o Brasil permaneceu tendo um dos maiores juros reais do mundo. O

ritmo de crescimento da dívida diminuiu, porém permaneceu elevado, sendo que esta cresceu 162% na década. Entretanto, ao separarmos o período por governos, houve uma enorme diminuição no ritmo de crescimento da dívida líquida total, pois nos oito anos de FHC a dívida líquida total cresceu 359%, enquanto dos oito anos de governo Lula ela cresceu 67%.

Além disso, uma das mudanças mais significativa nessa década foi a volta da figura do estado como interventor, voltando a interferir na economia por meio da retomada de investimentos diretos (infraestrutura, energia etc.), do aumento do investimento na área social, o fim do processo de privatização e o redirecionamento dado ao BNDES, que voltou a financiar o desenvolvimento produtivo do país.

Desta forma, pode-se concluir que uma análise da evolução da dívida pública brasileira no pós guerra deve considerar o endividamento externo da década de 1970, que levou a um grande estoque de dívida e sua financeirização já em 1980, e que devido aos déficits nas contas do governo na década de 80 geraram um processo inflacionário. O processo inflacionário por sua vez foi contido na década de 1990 por meio da elevação da dívida, com a adoção do Plano Real, que se utilizou de elevadas taxa de juros durante a década de 1990 e 2000. A dívida externa gerou o déficit público, que gerou a inflação, exigindo um plano econômico que se apoiou na âncora cambial que implicava também em um endividamento interno.

O país perdeu a oportunidade em dois momentos na década de 1980 (1982 e 1987) de diminuir sua dívida externa, o que poderia ter evitado o processo inflacionário e a necessidade de implantações de seis planos econômicos.

Tendo em vista que o ritmo de crescimento da dívida total diminuiu nos últimos oito anos, uma solução possível para a contenção do endividamento total passa pela diminuição da dívida interna do país, baseado em uma retomada da queda na taxa de juros.



## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO (BRASIL). **Dívida Pública**. Rio de Janeiro: Andima, [1994?].

BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira. **Da crise internacional a moratória brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988. 314 p

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. . **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro (RJ): Civilização Brasileira, 2002. 412p.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. Tradução: Cláudio Martins, Mônica Rosemberg. 4ª. ed São Paulo (SP): Pearson Education do Brasil, 2007. 602p.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.amperj.org.br/legislacao/default.asp?C=4>. Acesso em 03/04/2011

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Metodologia de Apuração dos Indicadores Fiscais**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?METODINFISC>. Acesso em 05/04/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1993**. Brasília, v.30, 1993.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1994**. Brasília, v.31, 1994.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1996**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM1996>. Acesso em 20/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1998**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM1998>. Acesso em 24/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2001**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2001>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2002**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2002>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2003**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2003>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2004**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2004>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2005**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2005>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2006**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2006>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2008**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2008>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2009**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2009>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxas de Câmbio**. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpsq.asp?id=txcotacao>. Acesso em 27/05/2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Indicadores Econômicos de 25 de maio de 2011**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?INDECO>. Acesso em 29/05/2011.

BRASIL. IPEADATA, Commodities - petróleo - cotação internacional. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>, acesso 21/04/2011.

BRASIL. IPEATA. **Dados Macroeconômicos**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 05/04/2011.

BRASIL. IBGE. **Séries Estatísticas & Séries Históricas**. Disponível em: <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br>. Acesso em 07/05/2011.

BRASIL , IBGE. **Valor, em moeda estrangeira, da importação e da exportação de petróleo bruto - 1935-87**. Disponível em: [http://www.ibge.gov.br/seculoxx/economia/atividade\\_economica/setoriais/energia/energia.shtm](http://www.ibge.gov.br/seculoxx/economia/atividade_economica/setoriais/energia/energia.shtm), acesso 30/04/2011.

BRASIL. Ministério do Planejamento. Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – **DEST. EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS PRIVATIZADAS DESDE 1990**. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/secretaria.aspcat=310&sub=292&sec=4>. Acesso em 27/09/2010

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Estatísticas**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est\\_divida.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est_divida.asp). Acesso em 05/04/2011.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Plano Anual de Financiamento**, Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2010, número 10.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Glossário**. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em 10/11/2010, 05/04/2011.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Necessidades de Financiamento do Governo Central - Metodologia**. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado.asp>. Acesso em 05/04/2011.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios\\_divida\\_publica.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios_divida_publica.asp). Acesso em 25/05/2011.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado Fiscal do Tesouro Nacional: Histórico dos anos de 1995 à 2005**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado\\_historico.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado_historico.asp). Acesso em 25/05/2011.

BRASIL. Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964. **Lei de Orçamento Público**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4320.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4320.htm). Acesso em 02/04/2011

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo (SP): Editora UNESP, 2002. 423p.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta**. In: BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, R (Orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil. São Paulo: Brasiliense, 1982.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Claudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 3. ed. rev. e atual Rio de Janeiro (RJ): Campus, 2008. 475p.

GIAMBIAGI, Fabio et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 13. ed. Rio de Janeiro (RJ): Elsevier, 2005. 425p

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 171p.

GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. **A Armadilha da dívida: como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002. 79p.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

PINHO, Diva B.; VASCONCELLOS, Marco. A.S. **Manual de Economia**. 5ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

PORTELLA FILHO, Petrônio. **A moratória soberana: a alternativa de confronto externo, seus custos, perspectivas e mitos**. São Paulo: Alfa-Omega, 1988. 277p.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira; MEDEIROS Otavio Ladeira. **DÍVIDA PÚBLICA: a experiência brasileira**. Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.502 p.

SOUZA, Nilson Araujo de. **Economia brasileira contemporânea: de Getúlio a Lula**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 356p.

TREUHERZ, Rolf Mario. **Administração da dívida pública: baseado no caso paulista**. São Paulo: Pioneira, 1979

## APÊNDICE – DADOS MACROECONÔMICOS

**Reservas internacionais - Conceito liquidez**  
**US\$ (milhões) – anual em US\$ (milhões) - 1970-2010**

Ano	Reservas internacionais	Ano	Reservas internacionais	Ano	Reservas internacionais
1970	1.187	1984	11.995	1998	44.556
1971	1.723	1985	11.608	1999	36.342
1972	4.183	1986	6.760	2000	33.011
1973	6.416	1987	7.458	2001	35.866
1974	5.269	1988	9.140	2002	37.823
1975	4.040	1989	9.679	2003	49.296
1976	6.544	1990	9.973	2004	52.935
1977	7.256	1991	9.406	2005	53.799
1978	11.895	1992	23.754	2006	85.839
1979	9.689	1993	32.211	2007	180.334
1980	6.913	1994	38.806	2008	193.783
1981	7.507	1995	51.840	2009	238.520
1982	3.994	1996	60.110	2010	288.575
1983	4.563	1997	52.173	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Inflação anual pelo IGP-DI - 1970-2010**

Ano	Inflação - IGP-DI	Ano	Inflação - IGP-DI	Ano	Inflação - IGP-DI
1970	19,26	1984	223,81	1998	1,70
1971	19,47	1985	235,11	1999	19,98
1972	15,72	1986	65,03	2000	9,81
1973	15,54	1987	415,83	2001	10,40
1974	34,55	1988	1037,56	2002	26,41
1975	29,35	1989	1782,89	2003	7,67
1976	46,26	1990	1476,71	2004	12,14
1977	38,78	1991	480,23	2005	1,22
1978	40,81	1992	1157,83	2006	3,79
1979	77,25	1993	2708,17	2007	7,89
1980	110,24	1994	1093,89	2008	9,10
1981	95,20	1995	14,78	2009	-1,43
1982	99,72	1996	9,34	2010	11,30
1983	210,99	1997	7,48	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Inflação anual IPCA - 1992-2010**

<b>Ano</b>	<b>Inflação - IPCA</b>	<b>Ano</b>	<b>Inflação - IPCA</b>
1992	1.119,10	2002	12,53
1993	2.477,15	2003	9,3
1994	916,46	2004	7,6
1995	22,41	2005	5,69
1996	9,56	2006	3,14
1997	5,22	2007	4,46
1998	1,66	2008	5,9
1999	8,94	2009	4,31
2000	5,97	2010	5,91
2001	7,67	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Taxa de juros: Overnight % (média) 1970-1994 e SELIC de 1995-2010**

<b>Ano</b>	<b>Juro mensal</b>	<b>Juros Anual</b>	<b>Ano</b>	<b>Juro mensal</b>	<b>Juro Anual</b>
1978	3,23	38,75	1995	3,61	43,36
1979	3,00	36,02	1996	2,04	24,47
1980	3,23	38,75	1997	1,86	22,37
1981	5,46	65,55	1998	2,13	25,58
1982	6,77	81,23	1999	1,92	23,02
1983	9,59	115,06	2000	1,35	16,18
1984	11,15	133,83	2001	1,34	16,08
1985	11,69	140,31	2002	1,47	17,67
1986	4,46	53,53	2003	1,76	21,17
1987	13,52	162,24	2004	1,26	15,15
1988	22,73	272,80	2005	1,46	17,57
1989	31,67	380,10	2006	1,18	14,13
1990	25,40	304,76	2007	0,94	11,28
1991	16,99	203,88	2008	0,99	11,82
1992	26,32	315,88	2009	0,79	9,51
1993	33,41	400,87	2010	0,78	9,32
1994	25,22	302,59	-	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Balança de Pagamentos (saldo) – anual em US\$ (milhões) - 1970-2010**

<b>Ano</b>	<b>Balanço de pagamentos</b>	<b>Transações correntes</b>	<b>Balança comercial</b>	<b>Serviços e Rendas</b>	<b>Conta capital e financeira</b>	<b>Rendas</b>
1970	534	-839	232	-1.092	1.281	-619
1971	537	-1.630	-344	-1.300	2.173	-729
1972	2.538	-1.688	-241	-1.452	3.793	-709
1973	2.380	-2.085	7	-2.119	4.111	-1.093
1974	-1.041	-7.504	-4.690	-2.814	6.531	-1.274
1975	-1.064	-7.000	-3.540	-3.461	6.374	-2.010
1976	2.688	-6.426	-2.255	-4.172	8.499	-2.583
1977	714	-4.826	97	-4.923	6.151	-3.423
1978	4.262	-6.983	-1.024	-6.030	11.884	-4.261
1979	-3.215	-10.708	-2.840	-7.880	7.624	-5.560
1980	-3.472	-12.739	-2.823	-10.059	9.610	-7.020
1981	625	-11.706	1.203	-13.094	12.746	-10.275
1982	-4.542	-16.273	780	-17.039	12.101	-13.548
1983	-24	-6.773	6.470	-13.354	7.419	-11.044
1984	7.027	95	13.090	-13.156	6.529	-11.498
1985	-457	-248	12.486	-12.877	197	-11.283
1986	-3.836	-5.323	8.304	-13.707	1.432	-11.150
1987	1.015	-1.438	11.173	-12.676	3.259	-10.418
1988	1.249	4.180	19.184	-15.096	-2.098	-12.200
1989	886	1.032	16.119	-15.334	629	-12.667
1990	481	-3.784	10.752	-15.369	4.593	-11.773
1991	-369	-1.408	10.580	-13.543	163	-9.743
1992	14.670	6.109	15.239	-11.336	9.947	-8.152
1993	8.709	-676	13.299	-15.577	10.495	-10.332
1994	7.215	-1.811	10.467	-14.692	8.692	-9.035
1995	12.919	-18.384	-3.466	-18.541	29.096	-11.058
1996	8.666	-23.502	-5.599	-20.350	33.968	-11.668
1997	-7.907	-30.452	-6.753	-25.522	25.800	-14.876
1998	-7.970	-33.416	-6.575	-28.299	29.702	-18.189
1999	-7.822	-25.335	-1.199	-25.825	17.319	-18.848
2000	-2.262	-24.225	-698	-25.048	19.326	-17.886
2001	3.307	-23.215	2.651	-27.503	27.052	-19.743
2002	302	-7.637	13.121	-23.148	8.004	-18.191
2003	8.496	4.177	24.794	-23.483	5.111	-18.552
2004	2.244	11.679	33.641	-25.198	-7.523	-20.520
2005	4.320	13.985	44.703	-34.276	-9.464	-25.967
2006	30.569	13.643	46.457	-37.120	16.299	-27.480
2007	87.484	1.551	40.032	-42.510	89.086	-29.291

2008	2.969	-28.192	24.836	-57.252	29.352	-40.562
2009	46.651	-24.302	25.290	-52.930	71.301	-33.684
2010	49.101	-47.365	20.221	-70.373	99.662	-39.567

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Banco Central

#### Estados Unidos - Taxa de juros - Prime média (% ao ano) - 1971-2008

Ano	Taxa de juros - Prime	Ano	Taxa de juros - Prime	Ano	Taxa de juros - Prime
1971	5,67	1984	12,00	1997	8,44
1972	5,33	1985	9,88	1998	8,36
1973	8,21	1986	8,25	1999	7,99
1974	10,83	1987	8,21	2000	9,24
1975	7,85	1988	9,40	2001	6,93
1976	6,85	1989	10,88	2002	4,68
1977	6,90	1990	10,00	2003	4,12
1978	9,21	1991	8,38	2004	4,33
1979	12,73	1992	6,25	2005	6,16
1980	15,46	1993	6,00	2006	7,95
1981	18,69	1994	7,14	2007	8,07
1982	14,60	1995	8,83	2008	4,88
1983	10,75	1996	8,27	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

#### PIB - câmbio médio - US\$ - 1970-2010

Ano	PIB	Ano	PIB	Ano	PIB
1970	1.187	1984	11.995	1998	44.556
1971	1.723	1985	11.608	1999	36.342
1972	4.183	1986	6.760	2000	33.011
1973	6.416	1987	7.458	2001	35.866
1974	5.269	1988	9.140	2002	37.823
1975	4.040	1989	9.679	2003	49.296
1976	6.544	1990	9.973	2004	52.935
1977	7.256	1991	9.406	2005	53.799
1978	11.895	1992	23.754	2006	85.839
1979	9.689	1993	32.211	2007	180.334
1980	6.913	1994	38.806	2008	193.783
1981	7.507	1995	51.840	2009	238.520
1982	3.994	1996	60.110	2010	288.575
1983	4.563	1997	52.173	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata



**Evolução do PIB em relação ao ano anterior (%) - 1970-2010**

Ano	PIB	Ano	PIB	Ano	PIB
1970	10,4	1984	5,4	1998	0,04
1971	11,34	1985	7,85	1999	0,25
1972	11,94	1986	7,49	2000	4,31
1973	13,97	1987	3,53	2001	1,31
1974	8,15	1988	-0,06	2002	2,66
1975	5,17	1989	3,16	2003	1,15
1976	10,26	1990	-4,35	2004	5,71
1977	4,93	1991	1,03	2005	3,16
1978	4,97	1992	-0,47	2006	3,96
1979	6,76	1993	4,67	2007	6,09
1980	9,2	1994	5,33	2008	5,16
1981	-4,25	1995	4,42	2009	-0,64
1982	0,83	1996	2,15	2010	7,49
1983	-2,93	1997	3,38	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Variação do PIB - 1970-2010**

Ano	Ao ano (%)	Ano	Ao ano (%)	Ano	Ao ano (%)
1970	10,4	1984	5,4	1997	3,38
1971	11,34	1985	7,85	1998	0,04
1972	11,94	1986	7,49	1999	0,25
1973	13,97	1987	3,53	2000	4,31
1974	8,15	1988	-0,06	2001	1,31
1975	5,17	1989	3,16	2002	2,66
1976	10,26	1990	-4,35	2003	1,15
1977	4,93	1991	1,03	2004	5,71
1978	4,97	1992	-0,47	2005	3,16
1979	6,76	1993	4,67	2006	3,96
1980	9,2	1994	5,33	2007	6,09
1981	-4,25	1995	4,42	2008	5,16
1982	0,83	1996	2,15	2009	-0,64
1983	-2,93	1996	2,15	2010	7,49

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Necessidade de Financiamento do Setor Público - operacional - c/ desvalorização cambial - 1981-2009**

<b>Ano</b>	<b>NFSP</b>	<b>Ano</b>	<b>NFSP</b>
1981	6,31	1996	3,40
1982	6,89	1997	4,31
1983	3,15	1998	7,40
1984	2,88	1999	3,41
1985	4,42	2000	1,17
1986	3,58	2001	1,28
1987	5,63	2002	0,14
1988	4,87	2003	1,27
1989	7,09	2004	-1,53
1990	-1,32	2005	2,64
1991	0,19	2006	1,93
1992	1,74	2007	-0,85
1993	0,80	2008	-1,60
1994	-1,57	2009	3,69
1995	5,00	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Necessidade de Financiamento do Setor Público - Nominal - c/ desvalorização cambial - 1981-2009**

<b>Ano</b>	<b>NFSP</b>	<b>Ano</b>	<b>NFSP</b>
1981	13,26	1996	5,87
1982	16,37	1997	6,11
1983	20,75	1998	7,93
1984	24,61	1999	9,98
1985	28,73	2000	4,48
1986	11,22	2001	4,76
1987	31,89	2002	9,61
1988	53,73	2003	3,79
1989	85,43	2004	2,62
1990	30,15	2005	3,17
1991	26,75	2006	3,45
1992	45,75	2007	2,59
1993	64,83	2008	2,01
1994	26,97	2009	3,23
1995	7,28	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

## Relação Dívida PIB - - 1970-1992

Ano	PIB US\$ (milhões)* (A)	Dívida externa - registrada US\$ (milhões)* (B)	Dívida externa - pública - registrada a US\$ (milhões) * (C)	Dívida interna Federal em poder do público - US\$ (milhões)** (D)	Relação (B)/(A)	Relação (C)/(A)	Relação (D)/(A)
1970	42.575,59	5.295,00	-	1.996,97	12,44%	-	4,69%
1971	49.161,78	6.622,00	-	2.410,12	13,47%	-	4,90%
1972	58.752,50	9.521,00	-	3.852,94	16,21%	-	6,56%
1973	84.086,40	12.571,00	-	5.372,35	14,95%	-	6,39%
1974	110.390,51	17.166,00	-	6.371,62	15,55%	-	5,77%
1975	129.890,83	21.171,00	-	8.882,91	16,30%	-	6,84%
1976	153.958,62	25.985,00	-	11.801,94	16,88%	-	7,67%
1977	177.246,91	32.037,00	-	12.683,18	18,07%	-	7,16%
1978	201.204,01	43.511,00	31.781,50	14.007,66	21,63%	15,80%	6,96%
1979	223.476,50	49.904,00	34.035,40	9.340,16	22,33%	15,23%	4,18%
1980	237.772,06	53.847,00	37.270,00	9.671,39	22,65%	15,67%	4,07%
1981	258.553,47	61.411,00	41.789,00	16.978,27	23,75%	16,16%	6,57%
1982	271.251,68	70.197,00	47.402,50	19.258,15	25,88%	17,48%	7,10%
1983	189.459,23	81.319,00	60.292,00	9.678,04	42,92%	31,82%	5,11%
1984	189.743,70	91.091,00	71.756,00	16.671,20	48,01%	37,82%	8,79%
1985	211.092,10	95.857,00	78.680,00	24.641,49	45,41%	37,27%	11,67%
1986	257.811,78	101.759,00	87.117,50	24.045,72	39,47%	33,79%	9,33%
1987	282.356,86	107.514,00	93.079,81	31.730,70	38,08%	32,97%	11,24%
1988	305.706,64	102.555,00	91.040,87	41.196,92	33,55%	29,78%	13,48%
1989	415.915,80	99.285,00	89.477,50	62.213,74	23,87%	21,51%	14,96%
1990	469.317,52	96.546,00	86.974,81	12.488,96	20,57%	18,53%	2,66%
1991	405.679,23	92.996,00	82.051,12	11.560,96	22,92%	20,23%	2,85%
1992	387.294,94	110.835,00	94.597,00	36.401,88	28,62%	24,43%	9,40%

Fonte: \*Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

\*\*Andima, Séries Históricas - Dívida Pública

**Dívida externa registrada - 1970-2008**

Ano	Milhões US\$	Evolução	Ano	Milhões US\$	Evolução	Ano	Milhões US\$	Evolução
1970	5.295	-	1983	81.319	15,84%	1996	144.092	11,43%
1971	6.622	25,06%	1984	91.091	12,02%	1997	167.760	16,43%
1972	9.521	43,78%	1985	95.857	5,23%	1998	220.350	31,35%
1973	12.571	32,03%	1986	101.759	6,16%	1999	203.338	-7,72%
1974	17.166	36,55%	1987	107.514	5,66%	2000	196.179	-3,52%
1975	21.171	23,33%	1988	102.555	-4,61%	2001	192.720	-1,76%
1976	25.985	22,74%	1989	99.285	-3,19%	2002	195.587	1,49%
1977	32.037	23,29%	1990	96.546	-2,76%	2003	200.107,34	2,31%
1978	43.511	35,81%	1991	92.996	-3,68%	2004	185.382	-7,36%
1979	49.904	14,69%	1992	110.835	19,18%	2005	153.749	-17,06%
1980	53.847	7,90%	1993	114.270	3,10%	2006	156.062	1,50%
1981	61.411	14,05%	1994	119.668	4,72%	2007	165.606	6,12%
1982	70.197	14,31%	1995	129.313	8,06%	2008	170.120	2,73%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Dívida pública externa registrada - 1978-2008**

Ano	Milhões US\$	Evolução	Ano	Milhões US\$	Evolução	Ano	Milhões US\$	Evolução
1978	31.781	-	1989	89.477	-1,72%	2000	89.883	-7,76%
1979	34.035	7,09%	1990	86.974	-2,80%	2001	92.818	3,27%
1980	37.270	9,50%	1991	82.051	-5,66%	2002	110.310	18,85%
1981	41.789	12,13%	1992	94.597	15,29%	2003	119.785	8,59%
1982	47.402	13,43%	1993	93.197	-1,48%	2004	114.713	-4,23%
1983	60.292	27,19%	1994	86.864	-6,80%	2005	87.567	-23,66%
1984	71.756	19,01%	1995	87.168	0,35%	2006	76.263	-12,91%
1985	78.680	9,65%	1996	84.229	-3,37%	2007	70.250	-7,88%
1986	87.117	10,72%	1997	76.205	-9,53%	2008	67.335	-4,15%
1987	93.079	6,84%	1998	92.020	20,75%	-	-	-
1988	91.040	-2,19%	1999	97.448	5,90%	-	-	-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados Ipeadata

**Dívida interna do setor público - 1990-2010**

Ano	Milhões R\$	Evolução	Ano	Milhões R\$	Evolução
1990	5	-	2001	552.269	22,23%
1991	21	333,22%	2002	660.547	19,61%
1992	337	1539,82%	2003	742.409	12,39%
1993	9.961	2857,38%	2004	829.279	11,70%
1994	108.806	992,31%	2005	972.140	17,23%
1995	170.328	56,54%	2006	1.147.868	18,08%
1996	237.600	39,50%	2007	1.410.122	22,85%
1997	269.846	13,57%	2008	1.500.678	6,42%
1998	328.693	21,81%	2009	1.655.242	10,30%
1999	407.810	24,07%	2010	1.835.512	10,89%
2000	451.841	10,80%			

Fonte: Ipeadata

**Dívida líquida do setor público– Valores US\$ bilhões - 1992-1994**

Discriminação	1992		1993		1994	
	US\$	% do PIB	US\$	% do PIB	US\$	% do PIB
Dívida líquida total	150,0	32,4	150,0	33,3	184,0	31,5
Governo Federal e BCB	47,0	10,2	40,0	8,8	75,0	12,9
Governos estaduais e municipais	34,0	7,4	42,0	9,3	63,0	10,9
Empresas estatais	68,0	14,8	68,0	15,2	45,0	7,7
Dívida interna	72,0	15,6	84,0	18,7	134,0	23,0
Governo Federal e BCB	4,0	0,8	8,0	1,7	38,0	6,5
Dívida mobiliária fora do BC	36,0	7,7	42,0	9,3	72,0	12,3
Haveres da União	-32,0	-6,8	-34,0	-7,5	-34,0	-5,8
Governos estaduais e municipais	30,0	6,4	37,0	8,3	59,0	10,0
Empresas estatais	39,0	8,4	39,0	8,6	37,0	6,4
Dívida externa	78,0	16,8	66,0	14,7	50,0	8,6
Governo Federal e BCB	44,0	9,5	32,0	7,1	37,0	6,4
Governos estaduais e municipais	4,0	1,0	5,0	1,0	5,0	0,8
Empresas estatais	30,0	6,4	29,0	6,5	8,0	1,3

Fonte: BACEN, Relatório Anual 1992, 1993 e 1994, seção Finanças Públicas.

**Necessidades de financiamento do setor público – Valores US\$ bilhões –  
1992-1994**

Discriminação	1992		1993		1994	
	US\$	% do PIB	US\$	% do PIB	US\$	% do PIB
Operacional	8,4	2,3	-1,2	-0,3	-2,5	-0,4
Governo Federal e BCB	4,0	1,1	-1,0	-0,2	-8,0	-1,2
Governos estaduais e municipais	3,1	0,9	-1,0	-0,2	3,8	0,6
Empresas estatais	1,4	0,4	0,7	0,2	1,8	0,3
Primário	-7,6	-2,1	10,4	-2,4	-26,3	-4,0
Governo Federal e BCB	-3,4	-1,0	-6,5	-1,5	-16,6	-2,5
Governos estaduais e municipais	-1,2	-0,3	-2,2	-0,5	-5,4	-0,8
Empresas estatais	-3,0	-0,8	-1,7	-0,4	-4,3	-0,6
Juros Reais	16,0	4,4	9,2	2,1	23,8	3,6
Governo Federal e BCB	7,4	2,1	5,5	1,3	8,5	1,3
Governos estaduais e municipais	4,3	1,2	1,2	0,3	9,1	1,4
Empresas estatais	4,3	1,2	2,4	0,6	6,1	0,9

Fonte: BACEN, Relatório Anual 1992, 1993 e 1994, seção Finanças Públicas.

**Dívida líquida do setor público– Valores em bilhões de reais - 1995-2002**

Discriminação	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB
Dívida líquida total	208,5	30,5	269,2	33,3	308,4	34,5	389,2	42,7	516,6	48,7	563,2	48,8	660,9	52,6	881,1	56,5
Governo Federal e BCB	90,4	13,2	128,4	15,9	167,7	18,8	231,6	25,4	316,2	29,8	353,0	30,6	411,8	32,7	560,8	36,0
Governos estaduais e municipais	72,5	10,6	93,3	11,5	115,9	13,0	131,0	14,4	170,8	16,1	185,3	16,1	229,6	18,3	293,0	18,8
Empresas estatais	45,6	6,7	47,4	5,9	24,8	2,8	26,5	2,9	29,6	2,8	24,9	2,2	19,5	1,6	27,3	1,8
Dívida interna	170,3	24,9	237,6	29,4	269,8	30,2	329,2	36,1	407,8	38,4	451,8	39,1	530,0	42,2	654,3	42,0
Governo Federal e BCB	66,7	9,8	115,7	13,3	150,3	16,8	192,8	21,1	233,1	21,9	267,6	23,2	308,5	24,5	363,2	23,3
Dívida mobiliária fora do BC	108,5	15,9	176,2	21,8	255,5	28,6	323,9	35,5	414,9	39,0	510,7	44,3	624,1	49,6	623,2	40,0
Haveres da União	41,8	6,1	60,5	7,5	105,3	11,8	131,0	14,4	-181,8	-17,1	-243,1	-21,1	-315,6	-25,1	-260,0	-16,7
Governos estaduais e municipais	70,2	10,3	90,3	11,2	111,6	12,5	124,9	13,7	161,4	15,2	174,3	15,1	216,5	17,2	271,7	17,5
Empresas estatais	33,4	4,9	31,5	3,9	8,0	0,9	11,5	1,3	13,4	1,3	10,0	0,9	5,0	0,4	19,4	1,2
Dívida externa	38,1	5,6	31,6	3,9	38,6	4,3	60,0	6,6	108,8	10,3	111,3	9,6	130,8	10,4	226,8	14,6
Governo Federal e BCB	23,7	3,5	12,7	1,6	17,5	2,0	38,8	4,3	83,2	7,9	85,4	7,4	103,3	8,2	197,6	12,7
Governos estaduais e municipais	2,3	0,3	3,0	0,4	4,3	0,5	6,2	0,7	9,4	0,9	11,1	0,9	13,0	1,0	21,3	1,4
Empresas estatais	12,2	1,8	15,9	2,0	16,8	1,9	15,0	1,6	16,2	1,5	14,9	1,3	14,6	1,2	79,0	0,5

Fonte: BACEN, Relatório Anual 1998, 2001 e 2002, seção Finanças Públicas.

**Dívida líquida do setor público– Valores em bilhões de reais – 2003-2010**

Discriminação	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010*	
	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB
Dívida líquida total	913,1	57,2	957,0	51,8	1.002,5	46,5	1.067,4	44,9	1.150,4	42,0	1.069,6	36,0	1.345,3	42,8	1.475,8	40,2
Governo Federal e BCB	578,7	36,2	601,5	32,5	664,2	30,8	735,8	31,0	816,7	29,8	728,3	24,5	932,5	29,7	1.001,1	27,2
Governos estaduais e municipais	316,7	19,8	351,1	19,0	350,1	16,3	363,9	15,3	373,3	13,6	415,0	14,0	406,4	12,9	450,8	12,3
Empresas estatais	17,7	1,1	4,5	0,2	-11,8	-0,5	-32,4	-1,4	-39,6	-1,4	-73,7	-2,5	6,4	0,2	23,9	0,7
Dívida interna	726,7	45,5	818,1	44,3	952,2	44,1	1.130,9	47,6	1.393,1	50,9	1.488,8	50,1	1.633,3	52,0	1.835,5	49,9
Governo Federal e BCB	418,5	26,2	476,4	25,8	617,4	28,6	782,8	33,0	1.031,5	37,7	1.085,0	36,5	1.245,7	39,6	1.387,5	37,8
Dívida mobiliária fora do BC	731,9	45,8	810,3	43,9	979,7	45,4	1.093,5	46,1	1.224,9	44,8	1.264,8	42,6	1.398,4	44,5	1.603,9	43,3
Haveres da União	-313,4	-19,6	-333,9	-18,1	-362,2	-16,8	-310,7	-13,1	-193,4	-7,1	-179,8	-6,1	-152,7	-4,9	-216,4	-5,9
Governos estaduais e municipais	297,7	18,7	332,4	18,0	334,9	15,6	349,5	14,7	361,0	13,2	396,4	13,4	390,0	12,4	428,9	11,5
Empresas estatais	10,5	0,7	9,3	0,5	-0,2	0,0	-1,4	-0,1	0,7	0,0	7,4	0,2	-2,4	-0,1	19,1	0,5
Dívida externa	186,5	11,7	138,9	7,5	50,3	2,3	-63,5	-2,7	-242,8	-8,9	-419,2	14,1	-287,9	-9,2	-359,7	-9,8
Governo Federal e BCB	160,3	10,0	125,1	6,7	46,8	2,2	-47,0	-2,0	-214,8	-7,9	-356,7	12,0	-313,2	10,0	-386,4	10,5
Governos estaduais e municipais	19,0	1,2	18,6	1,0	15,1	0,7	14,5	0,6	12,3	0,5	18,6	0,6	16,4	0,6	21,9	0,6
Empresas estatais	7,1	0,4	-4,8	-0,3	-11,6	-0,5	-31,0	-1,3	-40,3	-1,5	-81,1	-2,7	8,8	0,3	4,8	0,1

Fonte: BACEN: Relatório Anual Relatório 2004, 2006, 2008 e 2009, seção Finanças Públicas; \*Indicadores Econômicos de 25 de maio de 2011.



**Necessidades de financiamento do setor público – R\$ bilhões – 1995-2002**

Discriminação	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB
Nominal	48,7	7,2	47,2	5,9	54,3	6,1	72,8	8,0	56,3	5,8	39,8	3,6	42,8	3,6	61,6	4,7
Governo Federal e BCB	15,6	2,3	20,5	2,6	23,5	2,6	49,6	5,5	26,3	2,7	25,0	2,3	25,3	2,1	10,0	0,8
Governos estaduais e municipais	24,1	3,6	21,8	2,7	26,9	3,0	18,5	2,0	30,6	3,2	22,9	2,1	24,3	2,0	51,5	3,9
Empresas estatais	8,9	1,3	4,8	0,6	4,0	0,4	4,6	0,5	-0,6	-0,1	-8,1	-0,7	-6,7	-0,6	0,1	0,0
Primário	-2,4	-0,4	0,7	0,1	8,7	1,0	-0,1	0,0	-31,1	-3,2	-38,2	-3,5	-43,7	-3,6	-52,4	-4,0
Governo Federal e BCB	-3,9	-0,6	-3,1	-0,4	2,9	0,3	-5,2	-0,6	-22,7	-2,3	-20,4	-1,9	-22,0	-1,8	-31,9	-2,4
Governos estaduais e municipais	1,1	0,2	4,4	0,6	6,5	0,7	1,9	0,2	-2,1	-0,3	-6,0	-0,5	-10,5	-0,9	-10,6	-0,8
Empresas estatais	0,4	0,1	-0,6	-0,1	-0,6	-0,1	3,2	0,4	-6,3	-0,6	-11,7	-1,1	-11,2	-0,9	-9,8	-0,7
Juros nominais	51,1	7,5	46,5	5,8	45,6	5,1	72,9	8,0	7,4	9,0	78,0	7,1	86,4	7,2	114,0	8,6
Governo Federal e BCB	19,6	2,9	23,6	2,9	20,6	2,3	54,8	6,0	49,0	5,0	45,4	4,1	47,3	3,9	41,9	3,2
Governos estaduais e municipais	23,0	3,4	17,4	2,2	20,4	2,3	16,7	1,8	32,7	3,3	28,9	2,6	34,7	2,9	62,1	4,7
Empresas estatais	8,5	1,3	5,5	0,7	4,6	0,5	1,4	0,2	5,7	0,6	3,6	0,3	4,5	0,4	9,9	0,8

Fonte: BACEN, Relatório Anual 1998, 2001 e 2002, seção Finanças Públicas.

**Necessidades de financiamento do setor público – R\$ bilhões – 2003-2010**

Discriminação	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB	R\$	% do PIB
Nominal	79,0	4,6	47,1	2,4	63,6	3,0	69,9	3,0	57,9	2,2	44,3	1,5	104,6	3,3	93,7	2,5
Governo Federal e BCB	62,2	3,7	27,0	1,4	73,3	3,4	74,5	3,2	59,6	2,3	24,9	0,9	107,4	3,4	45,8	1,2
Governos estaduais e municipais	27,0	1,5	34,0	1,7	5,4	0,0	16,6	0,7	12,7	0,5	35,2	1,2	-2,1	-0,1	47,8	1,3
Empresas estatais	-10,1	-0,6	-13,9	-0,7	-15,1	-0,7	-21,2	-0,9	-14,4	-0,6	-15,8	-0,5	-0,7	0,0	0,1	0,0
Primário	-66,2	-3,9	-81,1	-4,2	-93,5	-4,4	-90,1	-3,9	-101,6	-3,9	-118,0	-4,1	-64,5	-2,1	-101,7	-2,8
Governo Federal e BCB	-38,7	-2,3	-52,4	-2,7	-55,7	-2,6	-51,4	-2,2	-59,4	-2,3	-71,3	-2,5	-42,4	-1,4	-78,7	-2,1
Governos estaduais e municipais	-13,8	-0,8	-17,5	-0,9	-21,3	-1,0	-19,7	-0,8	-29,9	-1,2	-30,6	-1,1	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6
Empresas estatais	13,6	-0,8	-11,2	-0,6	-16,4	-0,8	-19,1	-0,8	-12,2	-0,5	-16,2	-0,6	-1,1	0,0	-2,3	-0,1
Juros nominais	145,2	8,5	128,3	6,6	157,1	7,3	160,0	6,9	159,5	6,1	162,3	5,6	169,1	5,4	195,4	5,3
Governo Federal e BCB	100,9	5,9	79,4	4,1	129,0	6,0	125,8	5,4	119,0	4,6	96,2	3,3	149,8	4,8	124,5	3,4
Governos estaduais e municipais	40,8	2,5	51,5	2,6	26,7	1,2	36,3	1,6	42,6	1,6	65,8	2,3	18,9	0,6	68,4	1,9
Empresas estatais	3,5	0,2	-2,6	-0,1	1,4	1,0	-2,1	-0,1	-2,2	-0,1	0,4	0,0	0,4	0,0	2,5	0,1

Fonte: BACEN, Relatório Anual 2004, 2006, 2008 e 2009, seção Finanças Públicas; \*Indicadores Econômicos de 25 de maio de 2011.