

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DO
PERÍODO 1999-2009**

Iris Calegare Largura Queiroz

matrícula nº 107326636

ORIENTADOR: Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

ABRIL 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DO
PERÍODO 1999-2009**

Iris Calegare Largura Queiroz
matrícula nº 107326636

ORIENTADOR: Prof. João Felipe Cury Marinho Mathias

ABRIL 2011

As opiniões expressas nesse trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente, aos meus pais: Sirley e Dilma;
às minhas amigas de faculdade: Carolina, Maíra, Natália e Suzana;
ao meu namorado: Pedro;
e, por fim, ao meu professor orientador: João Felipe.

Resumo

Esse trabalho tem como objetivo analisar a dívida pública federal do Brasil no período de 1999 a 2009, englobando, dessa forma, o segundo governo do presidente Fernando Henrique Cardoso e grande parte do governo do presidente Luís Inácio Lula da Silva.

Além de mostrar a evolução dos indicadores econômicos – PIB, inflação, câmbio e a trajetória da dívida pública – durante os onze anos apresentados, o trabalho procura fazer uma interação entre o plano teórico, representados pelas correntes keynesiana e clássica, e o que de fato foi implementado em tais governos.

Para isso, inicialmente há a elucidação das teorias econômicas as diferenciando principalmente na maneira que encaram a gerencia da dívida pública, sendo os seguidores de Keynes atuando na defesa do Estado manter a dívida pública para estimular a demanda agregada; e os seguidores das ideias neoclássicas com o argumento central de sustentabilidade da dívida, ou seja, a favor de quanto maior o superávit primário, melhor.

SUMÁRIO

Resumo	5
Introdução	8
Capítulo I – Uma Análise Teórica da Dívida Pública	10
1.1. O Enfoque Keynesiano.....	11
1.2. O Enfoque Novo-Clássico.....	15
Capítulo II – O Segundo Governo de FHC (1999-2002)	21
2.1. Os Principais Acontecimentos no Período 1995-1998.....	21
2.2. O Ajuste Fiscal de 1999 e seus Desdobramentos.....	25
2.2.1. O Regime de Metas de Inflação (RMI).....	26
2.3. O Segundo governo de FHC e a Teoria Econômica.....	34
Capítulo III – O Governo Lula (2003-2009)	36
3.1. O Primeiro Governo Lula (2003-2006)	36
3.2. O Segundo Governo Lula (2007-2009)	45
3.3. O Governo Lula e a Teoria Econômica.....	49
Conclusão	51
Bibliografia	53
Anexos	56
A.1. Tabela dos indicadores econômicos: Dívida Pública Federal – Interna, Externa e Total –; PIB; Relação Dívida/PIB; e Prazo Médio da DPF em meses (1999-2009).....	56
A.2. Tabela das Receitas Totais e principais impostos – IR, Cofins e CSLL (2003-2009).....	56
A.3. Tabela contendo Taxa Selic; IPCA; e Juros Reais (1999-2009).....	57

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relação Taxa de Inflação X Grau de Independência do Bacen.....	19
Gráfico 2 – Reservas Internacionais (em bilhões).....	24
Gráfico 3 – Variação Cambial entre 1998 e 1999.....	25
Gráfico 4 – Investimento Externo Direto (em milhões).....	31
Gráfico 5 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (1999-2002).....	33
Gráfico 6 – DPMi e DPMe (em % PIB) e Prazo Médio da DPMFi (1999-2002).....	34
Gráfico 7 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (2003-2006).....	43
Gráfico 8 – DPFi e DPFe (em % PIB) e Prazo Médio da DPFMi (meses) (2003-2006).....	43
Gráfico 9 – Arrecadação Bruta de Receitas Federais e Trajetória dos Principais Impostos em bilhões (2003-2006).....	44
Gráfico 10 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (2007-2009).....	48
Gráfico 11 – DPFi e DPFe (em % PIB) e Prazo Médio da DPFMi (meses) (2007-2009).....	48
Gráfico 12 – Arrecadação Bruta de Receitas Federais e Trajetória dos Principais Impostos em bilhões (2007-2009).....	49

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos no Brasil (1995-1998)	22
Tabela 2 – Participação por indexador (1995-1998)	23
Tabela 3 – Custo da Dívida Pública Mobiliária (1995-1998)	23
Tabela 4 – Metas de Inflação no Brasil (1999-2009)	26
Tabela 5– Superávit Primário (% PIB) (1999-2001)	28
Tabela 6 – Resultado Primário do Governo (em % PIB)	41
Tabela 7 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (2003-2006)	42
Tabela 8 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (2007-2009)	47

INTRODUÇÃO

Com base em uma perspectiva histórica, a emissão de dívida pública ganhou importância, principalmente, nos períodos de guerra. Como essas despesas eram tidas como extraordinárias e, por isso, fora dos planos do governo, o endividamento do Estado tornou-se uma solução para o financiamento dos conflitos¹.

Além disso, outro fator relevante que justifica o déficit governamental são os investimentos em obras de infraestrutura. No Brasil, por exemplo, a partir da década de 1960, com a introdução da correção monetária e o reordenamento do sistema financeiro, o mercado de dívida pública foi viabilizado e, devido a isso, o governo conseguiu financiar seus projetos² com êxito.

A emissão de dívida pública pelo governo tem como principal objetivo cobrir seu déficit orçamentário. Porém, tal prática não pode ser tida como uma variável ruim, já que o endividamento público, se bem administrado, permite ampliar o bem-estar da sociedade e o bom funcionamento da economia.

Como as receitas e despesas do governo passam por choques frequentes, sem o crédito público, o aumento de impostos ou cortes excessivos de gastos para manter um equilíbrio econômico acabaria penalizando a sociedade como um todo. Além disso, o endividamento público permite atender despesas emergenciais e assegura o financiamento de grandes projetos com horizonte de retorno no médio e longo prazos.

Particularmente, esse trabalho irá mostrar funções ainda mais amplas da emissão de dívida pública: o auxílio na política monetária e, principalmente, na política fiscal. Por meio do endividamento controla-se a liquidez de mercado, a taxa básica de juros e a estabilidade da moeda – inflação. Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de títulos pode ampliar a

¹ Um exemplo disso foi o crescimento da dívida pública do EUA entre o período da Segunda Guerra Mundial, de uma emissão que equivalia a 40% do PIB em 1941 para 130% do PIB três anos depois (Disponível em: <<http://www.hsus.cambridge.org>>. Acesso em: Fevereiro de 2011).

² Particularmente, na década de 1970, o governo adotou o discurso de “crescimento com endividamento”, dando início ao processo de elevação da dívida pública.

eficiência do sistema financeiro na alocação de recursos e fortalecer a estabilidade macroeconômica e financeira de um país.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a dívida pública federal do Brasil entre 1999 e 2009, buscando a interação da teoria econômica com o que, de fato, foi implementado nos governos em dado período.

Além dessa introdução, o trabalho conta com três capítulos e uma conclusão. Os capítulos são divididos da seguinte maneira:

O primeiro capítulo mostra a dívida pública com um enfoque teórico, baseando-se nas teses de John M. Keynes – escola Keynesiana – e Robert Barro – escola novo-clássica.

O segundo capítulo apresenta a trajetória da dívida pública no segundo governo de Fernando Henrique Cardoso, entre 1999 e 2002. Além disso, também constam as principais medidas tomadas pelo presidente ao inaugurar um novo modelo de administração da dívida, regido pela ideia de sustentabilidade da dívida e austeridade fiscal.

O terceiro capítulo retrata a evolução da dívida em grande parte do período que o presidente Luís Inácio da Silva esteve no poder, entre 2003 e 2009. Será feita uma análise se houve ou não uma continuidade da política de administração da dívida.

Por fim, a conclusão apresenta uma comparação entre os governos de FHC e Lula, tanto no plano teórico quanto no prático. Além disso, serão mostrados os limites da política vigente e quais são as perspectivas para o futuro.

CAPÍTULO I – UMA ANÁLISE TEÓRICA DA DÍVIDA PÚBLICA

A dívida pública é uma forma de o Estado conseguir recursos para financiar as suas atividades de maneira ótima, sendo assim, a provisão de bens públicos independe unicamente da arrecadação que lhe é atribuída no período. Além disso, o governo pode optar por se endividar para alcançar alguns objetivos de política econômica, tais como controlar o nível de atividade, o crédito e o consumo.

Existem, basicamente, três métodos de financiar o endividamento público: emissão de moeda, arrecadação de impostos e emissão de títulos públicos. O primeiro, historicamente mais antigo, representa a receita de senhoriagem que, devido ao aumento da oferta monetária pelo governo, acaba gerando inflação, funcionando, assim, como um imposto inflacionário (Mankiw, 2004). A arrecadação de impostos, por sua vez, requer uma contrapartida na forma de prestação de serviços à sociedade. Por último, e não menos importante, a emissão de dívida mobiliária ganhou força a partir da segunda guerra mundial e atualmente é um dos instrumentos de política econômica de maior relevância.

Como evidenciado, a política fiscal mostra-se um instrumento de grande relevância na administração da dívida pública, por isso é cabível explicitar as três principais funções dessa: alocativa, distributiva e estabilizadora. A primeira diz respeito ao fornecimento de bens públicos, assim o governo deve determinar a quantidade e o tipo de bens ofertados, além de calcular o nível de contribuição de cada consumidor. A função distributiva está associada a ajustes na distribuição de renda que permitam que a distribuição prevalecente seja aquela considerada justa pela sociedade, dessa forma o governo se utiliza de instrumentos como transferências, impostos e subsídios. A função estabilizadora, por fim, 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 (Além; Giambiagi, 2000).

De maneira geral, quanto maior a insuficiência dos mecanismos de captação de receitas no atendimento às necessidades de investimentos, maior será a importância da dívida pública para o desenvolvimento do país. Porém, diante da magnitude de tal tema, no plano teórico a

questão é polarizada pelos enfoques keynesiano e novo-clássico, os quais serão abordados nas seções seguintes.

1.1. O enfoque keynesiano

Após a Grande Depressão, o período de 1930 foi marcado por estudos no que compreende o papel da política fiscal. Dentre estes, o que mais se destacou foi a obra “Teoria geral do emprego, do juro e da moeda” assinada por John Maynard Keynes. A proposta de tal trabalho era que o Estado pudesse agir de maneira deliberada, através do uso de gastos e receitas do governo, para prevenir a ocorrência de ciclos econômicos inerentes à dinâmica de economias monetárias de produção.

Segundo Keynes, a economia capitalista é uma economia monetária e, por isso, o autor defende a ideia de que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo, ou seja, a política monetária é eficaz para alterar variáveis reais. A característica essencial de uma economia monetária é que a moeda não é apenas um meio de troca, mas é um ativo capaz de resguardar as alterações nas expectativas dos agentes. Para o autor, o motivo transação, que afirma que agentes podem reter moeda por precaução para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas na realização de negócios vantajosos, e o motivo especulação³, que se relaciona com a incerteza quanto ao comportamento futuro das taxas de juros, são primordiais para se entender a dinâmica da economia (Carvalho *et al*, 2007).

Dessa forma, o conceito de “preferência pela liquidez” é introduzido, retratando o contexto de incerteza inerente ao sistema capitalista. Os agentes econômicos podem escolher entre obter ativos de capital ou moeda, sendo que os primeiros possuem desvantagens por serem diretamente atingidos pela incerteza. Assim, inaugura-se a ideia de que a taxa de juros não é meramente um custo de empréstimo, mas sim, segundo o próprio autor, é “uma medida da relutância daqueles que possuem dinheiro em desfazer-se do seu controle líquido sobre ele”, ou seja, é o prêmio que um agente econômico recebe ao privar-se de sua liquidez.

Sendo assim, as decisões de produzir e de investir são tomadas com base em análises que envolvem a questão do grau de incerteza quanto à renda futura decorrente de tais decisões. A

³ A curva de preferência pela liquidez mostra que a demanda por moeda aumenta à medida que a taxa de juros se reduz, ou seja, são inversamente proporcionais. Quando a taxa de juros está em patamares ínfimos ocorre o fenômeno da “armadilha da liquidez”, o qual os agentes preferem manter recursos líquidos a manter uma dívida que remunera a uma taxa de juros tão baixa.

retenção da moeda, por sua vez, atua como uma proteção contra eventos desfavoráveis e imprevistos no cenário econômico. Portanto, o autor conclui que a expectativa quanto à demanda de mercado é o fator que mais influencia nas decisões de produzir e de investir das firmas. Quando as expectativas dos agentes são pessimistas, eles podem demandar segurança e flexibilidade no presente pra enfrentar o futuro, representadas por um ativo seguro que é a moeda. Assim, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência por liquidez dos agentes.

Diante deste cenário, Keynes afirma que a interferência do Estado é fundamental para manter o equilíbrio econômico. Para ele, durante períodos de recessão, o livre mercado pode não gerar demanda o suficiente para garantir o pleno emprego dos fatores de produção devido ao “entesouramento” das poupanças.

O “princípio da demanda efetiva” é o principal ponto da teoria keynesiana. Segundo este, as decisões de gasto que determinam o nível da atividade econômica. Para Hermann (2002), a análise keynesiana a respeito dos efeitos dos gastos e dos impostos do governo sobre a demanda agregada pode ser sintetizada como se segue:

a) Os gastos do setor público representam compras de bens e serviços às empresas e famílias.

b) Esses gastos estimulam o aumento da produção por parte das firmas e do consumo por parte das famílias, estimulando novas firmas a aumentarem sua produção.

c) A receita do governo, *ceteris paribus*, age sobre a demanda agregada no sentido oposto: sendo um pagamento compulsório do setor privado ao governo, os impostos representam um “vazamento da renda” do setor privado que, de outro modo, poderia ser alocada à compra de bens e serviços no mercado.

d) Contudo, é também possível que os impostos sejam extraídos da poupança do setor privado, ou mesmo da parcela desta retida na forma de preferência por liquidez. Neste caso, eles não estariam inibindo os gastos privados, mas, combinados aos gastos públicos, permitindo um aumento dos gastos (e do produto) agregados. Este cenário tende a ocorrer nos períodos de fraca demanda efetiva, justamente quando a política fiscal anticíclica é indicada.

Com base nesta análise, tal teoria atribui ao Estado um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado. Desta forma, gasto e o déficit do governo são

instrumentos anticíclicos potentes que, aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns às economias de mercado. A administração da dívida pública é, portanto, imprescindível para o funcionamento deste modelo.

É importante ressaltar que Keynes propunha uma ação preventiva e não compensatória das políticas fiscal e monetária, evitando, assim, a deficiência de demanda efetiva. A ideia era de que as ações governamentais não sejam focalizadas em medidas exclusivamente fiscais ou exclusivamente monetárias, mas deve haver um *mix* entre essas políticas para que se obtenham, sem maiores problemas, os objetivos do governo.

Porém, apesar da importância conjunta de ambas as políticas, o destaque vai para a fiscal, já que Keynes não acreditava no uso da taxa de juros como estabilizador de renda. Assim, uma consequência de grande relevância que é dada a partir da política fiscal de gastos do governo e dos investimentos privados é o chamado “efeito multiplicador” sobre a atividade econômica. Basicamente, o processo segue a seguinte ordem:

a) O consumo (C) é dividido em dois componentes: consumo autônomo (C_0), que independe do nível de renda, e a propensão marginal a consumir, que equivale a uma fração, c , da renda (Y) recebida no período. Desta forma, $C = C_0 + cY$.

b) O investimento (I), por sua vez, é determinado pelas expectativas de longo prazo das firmas sobre o comportamento da economia, independentemente do nível de renda, por isso, é considerado autônomo, $I = I_0$.

c) Pelo princípio de demanda efetiva, $Y = D = I + C$, sendo D a demanda.

d) Juntando as expressões dadas, $I_0 + C_0 + cY^* = Y^*$, tem-se como resultado final:

$Y^* = \frac{1}{1-c} (I_0 + C_0) = \alpha(I_0 + C_0) = \alpha.A$. Onde, Y^* é a renda de equilíbrio, α é o multiplicador⁴ (como $0 < c < 1$, $\alpha > 1$) e A é o gasto autônomo total.

O multiplicador indica que a variação nos gastos autônomos induz uma variação na renda superior à variação inicial nos gastos. A variação inicial na despesa tem um impacto imediato e

⁴ O modelo exposto foi o mais simples possível, porém pode-se ainda incluir o governo, desta forma, através da mesma dinâmica de cálculos acima, tem-se: $Y^* = \frac{1}{1-c(1-t)} (I + C + G) = \alpha(I + C + G) = \alpha A$, onde t é o imposto que incide sobre a renda. Vale ressaltar que o multiplicador sem a variável t é maior.

direto sobre a renda daqueles que são beneficiários desses gastos. Ao receber esta renda, os indivíduos ampliarão seu consumo de acordo com a propensão marginal a consumir, levando à nova ampliação da renda. Os agentes que forem beneficiados por esta nova ampliação da renda, também ampliarão seu consumo, gerando novo acréscimo de renda, e assim sucessivamente.

No que tange a política monetária, o Banco Central deve atuar continuamente no mercado, visando adequar a estrutura de juros e a composição da dívida às preferências dos investidores em termos de títulos de curto e de longo prazo (Okun, 1967) *apud* Hermann (2002). Para isto, a organização de um mercado de dívida pública é essencial para a absorção de títulos da dívida pública emitidos pelo governo.

Portanto, segundo esta teoria, a partir da institucionalização do mercado financeiro, haveria a garantia de pagamento da dívida, em um horizonte de médio prazo, e conseqüentemente a solvência do governo ficaria assegurada.

O receituário keynesiano foi amplamente utilizado durante o período que compreende o pós-guerra até o início da década de 1970. Durante tal período, a economia da maioria dos países adeptos ao modelo abordado, caracterizou-se por elevadas taxas de crescimento e baixas taxas de inflação. Na verdade, o objetivo central da gestão da dívida pública era o de obter uma boa administração da dívida, com baixo custo de financiamento do governo, e não sua eliminação.

Porém, o cenário de instabilidade inaugurado a partir de 1970 devido, principalmente, ao primeiro choque do petróleo e ao rompimento do sistema cambial de Bretton Woods⁵, fez com que houvesse queda de produtividade e da taxa de acumulação, ao lado do aumento da inflação e do desemprego. Com o fim da *golden age*, a *práxis* anterior deixou de servir aos gestores de política econômica e começou a se desenhar alterações na política fiscal no momento em que ganhou corpo a crise da economia mundial e a deterioração das finanças públicas. Desta forma, como mostra Lopreato (2003), a hegemonia keynesiana foi colocada à prova e abriu-se espaço para a emergência de uma nova ordem no pensamento econômico, especificamente de inspiração neoclássica.

⁵ A substituição do padrão dólar-ouro pelo padrão dólar-flexível legitimou a estruturação de um padrão de riqueza subjugado ao plano das finanças, ao invés da produção e do emprego.

1.2. O enfoque novo-clássico

As críticas “neo-monetaristas”, iniciadas por Milton Friedman e ampliadas posteriormente por economistas da escola novo-clássica, eram relativas aos efeitos colaterais que a dívida pública poderia causar na economia. Dentre estes, os principais são:

a) o efeito *crowding out*⁶, pelo qual o déficit público gera um aumento dos juros, inibindo, conseqüentemente, os gastos privados, especialmente em investimentos;

b) a inflação, resultado do excesso de demanda;

c) as expectativas inflacionárias, consequência da própria inflação, na abordagem de Friedman, ou da compreensão do efeito inflacionário da política fiscal pelos agentes econômicos, na visão novo-clássica⁷.

A partir de tal análise, o modelo conclui que a política fiscal é um instrumento anticíclico ineficaz, já que com o aumento das taxas de juros derivado da ampliação do déficit público há somente um efeito substituição dos gastos públicos sobre os investimentos privados. Sendo assim, a política fiscal expansiva estaria somente substituindo e não complementando os gastos privados.

Após dadas críticas, a escola novo-clássica buscou novas propostas de regência das políticas econômicas que se adequassem às novas condições mundiais. Diante deste quadro, propuseram a substituição da prática de sustentação da demanda por políticas restritivas, acompanhadas por uma visão liberal do Estado.

Outro pilar de extrema relevância para a escola novo-clássica ficou conhecido como “equivalência ricardiana”, difundida por Robert Barro. Segundo este modelo, o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos. Sendo assim, mantidos inalterados os gastos do governo, uma mudança no padrão tributário no tempo – menor imposto hoje, maior imposto no futuro – não afeta a poupança, o investimento ou a conta corrente do balanço de pagamentos. Uma dívida

⁶ Tal efeito pode ser observado ao utilizar o modelo IS-LM: quando há elevação dos gastos do governo (IS expande para a direita), aumentam-se os juros e por isso o investimento é retraído. Desta forma, a curva IS volta ao seu patamar original.

⁷ Friedman elabora a teoria das “expectativas adaptativas”, já os novo-clássicos a aprimoram inaugurando a teoria das “expectativas racionais”.

pública financiada com emissão de títulos no presente terá que ser paga com impostos mais elevados no futuro.

A essência desse pensamento baseava-se na proposição que o movimento macroeconômico refletia o comportamento de um agente representativo que formulam suas expectativas com relação às variáveis econômicas utilizando todas as informações disponíveis de maneira eficiente e interpretando essas informações de acordo com os modelos teóricos corretos, em que o erro sistemático é visto como sinal de irracionalidade. Esta ideia ficou conhecida como o modelo de expectativas racionais, introduzida por Lucas (1972) *apud* Lopreato (2003), e sustentava a crença de que:

“Intervenções governamentais sistemáticas, na maioria das circunstâncias, poderiam ser ineficazes para alterar o nível e a taxa de crescimento do produto no médio e no longo prazos. Eles defendiam que o comportamento dos preços e salários poderia ser baseado na previsão sobre prováveis políticas futuras e os efeitos econômicos que elas deveriam ter nas variáveis econômicas.” (Lopreato, 2003, pg 7)

Além das expectativas racionais, outra hipótese que embasa o modelo de equivalência ricardiana, é o modelo do ciclo de vida de Modigliani. Segundo este, os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo e poupança visando manter um padrão de consumo estável ao longo da vida, apesar das variações correntes na renda disponível (Lopes; Vasconcellos, 2000)

Dessa forma, ao serem informados sobre um aumento dos gastos do governo, ou seja, a ocorrência de déficits governamentais, os agentes racionais antecipam a necessidade de aumento futuro dos impostos, para que o governo consiga cumprir os encargos financeiros da dívida, e não elevam seu padrão de consumo no período vigente. A ideia é de que o consumidor racional percebe o futuro ônus fiscal e entende que sua restrição orçamentária intertemporal permanecerá inalterada, poupando a renda adicional corrente de forma a saldar o imposto futuro. Desta forma, ao contrário do que previa o modelo keynesiano, não há qualquer efeito multiplicador dos gastos governamentais sobre o consumo, já que o resultado final seria o mesmo do caso de uma política fiscal de orçamento equilibrado, em que o multiplicador é igual a um. Seja:

$$dY = dG + dC, \text{ sendo } dC = c.dYD$$

(dY = variação na renda, dG = variação nos gastos governamentais, dC = variação no consumo, c = propensão marginal a consumir; YD = renda disponível)

$$dYD = dY + dT, \text{ sendo } dY = dG$$

(dT = variação na arrecadação de impostos)

$$\text{Se } dT = dG, \text{ então } dYD = 0, dC = 0 \text{ e } dY = dG$$

Logo, pelos cálculos realizados acima, conclui-se que o déficit público não trás qualquer benefício em termos de crescimento, somente ônus para as gerações futuras que teriam que arcar com a elevação dos impostos. Dessa forma, o equilíbrio orçamentário passa a ser o *mainstream* da política fiscal.

Na década de 1970, com a abertura financeira e a crescente mobilidade de capital, cada vez mais se exigiam controles das contas públicas e a defesa da valorização do capital, por sua vez, ficava sob responsabilidade da política fiscal. A expectativa dos agentes assumiu fator crucial nas decisões privadas e, como há a vigência do modelo de expectativas racionais, a credibilidade da política fiscal teve extrema relevância no estabelecimento de confiança nos investidores.

Sendo assim, há uma mudança no foco da política fiscal: em vez de servir de base para a elaboração de políticas ativistas como em Keynes, passa a ser responsável pelo esforço fiscal capaz de inserir confiança aos investidores e atender os interesses de valorização financeira. A ideia é simples, a partir do momento em que os investidores acreditam na trajetória de solvência da situação fiscal, começam a definir suas ações que, por sua vez, são responsáveis pelo crescimento econômico.

Por isso, os formuladores têm que fazer de tudo para conseguir gerar credibilidade na política econômica do país. Neste sentido, manter a consistência intertemporal das ações e comprometer-se hoje com a política esperada no futuro é uma prática de suma importância para obter sucesso no estabelecimento de uma reputação da política econômica. Para isso, se comprometem a seguir regras, devendo anunciar antecipadamente qual será a resposta da política econômica em cada caso, ou seja, os agentes privados devem saber quais são os tipos de ações que serão tomadas pelo governo, não provocando, neste sentido, surpresas em suas decisões de investimento.

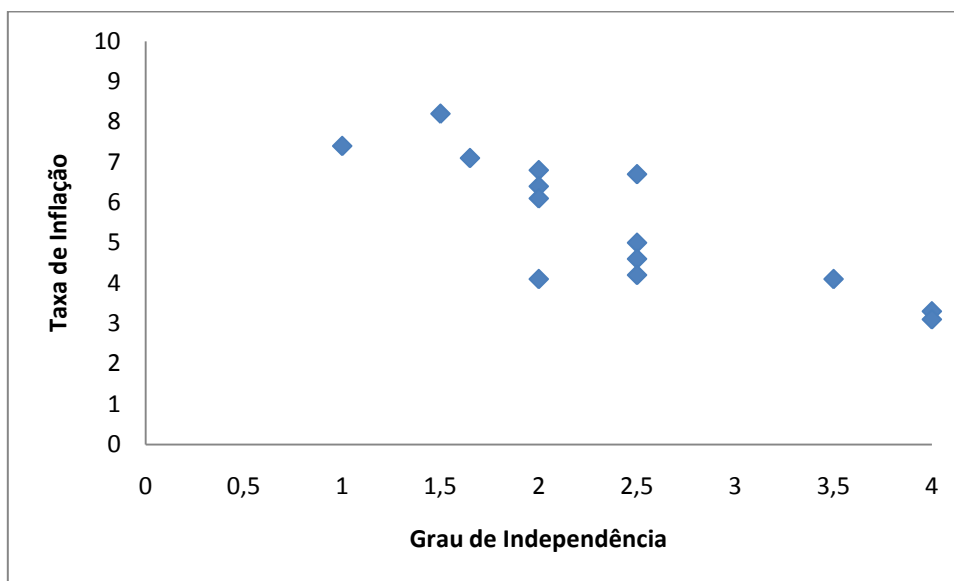
É importante ressaltar que caso a reputação das autoridades monetárias for elevada e suas políticas consideradas críveis, os custos de inflação serão nulos. Os agentes acreditam que a política anunciada pelos formuladores será implementada e, com isso, a desinflação ocorrerá sem custos sociais e sem perda de tempo, anulando a taxa de sacrifício⁸.

Por outro lado, como a frustração de expectativas dos agentes perante uma política discricionária do governo pode ocasionar em resultados desastrosos para a economia, a corrente neoclássica defende a construção de instituições responsáveis por políticas consistentes e o principal exemplo desta prática é a inauguração da ideia de que o Banco Central deve ser independente.

A tese de independência do Banco Central (IBC) baseia-se no pensamento de que esta autarquia não deve ceder diante das forças políticas para monetizar grandes déficits orçamentários. Sendo assim, seu único objetivo seria perseguir a estabilidade dos preços, mesmo que essa busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. O argumento-chave da defesa da tese de IBC é a existência de estudos econométricos, como o gráfico mostrado abaixo, que retratam a correlação negativa entre o grau de IBC e a taxa de inflação, ou seja, que quanto maior o grau de IBC, menor tende a ser a taxa de inflação.

⁸ Taxa de Sacrifício é a perda de produto decorrente do combate à inflação, e pode ser expressa como o quanto se perde de produto para reduzir a inflação em 1 ponto percentual (Lopes & Vasconcellos, 2000).

Gráfico 1 – Relação Taxa de Inflação X Grau de Independência do Bacen



Fonte: Sicsú (1996)

Dessa forma, o papel da política monetária consistia em controlar a inflação, mantendo os preços estáveis, e o da política fiscal em sinalizar a ausência de risco de *default*, diante da preocupação com o esforço fiscal.

Esta nova postura teórica exige a formulação de indicadores capazes de fornecer uma visão prospectiva da economia. Com isso, surge o indicador de sustentabilidade da dívida que, diferentemente do convencional NFSP⁹, avalia os movimentos futuros da situação fiscal. A partir da trajetória da relação dívida/PIB este indicador sinaliza a situação fiscal. Caso o governo cumpra, no presente, a restrição orçamentária necessária para evitar a explosão da dívida, sua posição é considerada sustentável.

Porém, segundo Lopreato (2003), há outros fatores que influenciam na situação fiscal e demandaria a elevação do esforço fiscal para preservar a solvência da dívida pública: a) a incorporação de nova dívida ou o impacto da desvalorização esperada da taxa de câmbio; b) o declínio da taxa de crescimento esperada da economia; c) a deterioração esperada do superávit

⁹ O conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) contempla como setor público, o governo central, os governos regionais, a previdência social, as empresas estatais e as agências descentralizadas, englobando todo o tipo de gasto: consumo, investimento e rolagem da dívida. O objetivo desse conceito consiste em medir a pressão do setor público não financeiro sobre os recursos financeiros, tanto interno quanto externo da economia, ou seja, sobre a poupança. A partir das necessidades de financiamento de cada uma dessas entidades públicas tem-se o NFSP.

primário corrente; d) o aumento da taxa real de juros paga sobre a dívida do setor público, provocada pela elevação de juros internos, juros internacionais ou do prêmio de risco.

Com todos esses fatores influenciando na manutenção da solvência da dívida, a decisão de obter superávits primários é imprescindível para manter a sustentabilidade da dívida. Esta é a alternativa para que haja redução do risco de *default* e garantia de rentabilidade aos capitais exigidos no financiamento do balanço de pagamentos. A redução do risco-país estimularia a entrada de investimentos externos, financiando, desta forma, o balanço de pagamentos e assegurando a estabilidade do câmbio. Sendo assim, o superávit primário é o pilar principal da gestação de um círculo virtuoso impulsionador do crescimento econômico.

CAPÍTULO II – O SEGUNDO GOVERNO DE FHC (1999-2002)

2.1. Principais acontecimentos no período 1995-1998

Para se elucidar da melhor maneira possível o período que compreende o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso é preciso analisar as principais medidas feitas em seu governo anterior (1995-1998).

Apesar do Plano Real não fazer parte de suas realizações como presidente, é de suma importância ressaltar as consequências econômicas de tal plano. Dentre todas, as mais importantes são: a âncora cambial – o qual as autoridades monetárias fixaram o câmbio e R\$ 1 passou a equivaler US\$ 1 – e a alta dos juros quando comparados aos padrões internacionais, durante todo o período seguinte, tornando-se mais uma âncora para os preços, porém com profundas consequências sobre a dinâmica da dívida e para o crescimento (Giambiagi *et al*, 2005).

No que diz respeito à estabilidade inflacionária, o Plano Real foi um sucesso. Entretanto, paralelamente a esse êxito, o desequilíbrio externo e uma grave crise fiscal tornaram-se nítidos. Devido ao processo de abertura comercial e financeira, além da política de valorização da moeda nacional, houve sucessivos aumentos das importações sem a contrapartida das exportações gerando crescentes déficits na Balança Comercial¹⁰.

Além disso, a partir de 1995, o financiamento do próprio déficit gerou um efeito de realimentação dos desequilíbrios, sendo necessário o pagamento de crescentes juros e dividendos devido ao progressivo endividamento externo por meio do investimento direto estrangeiro (IDE). Dessa forma, o déficit na Balança de Serviços e Rendas quase dobrou, comparando-se ao ano anterior, e o déficit em conta corrente ultrapassou os US\$ 30 bilhões em 1997¹¹. Sendo assim, para compensar tal déficit e “zerar” o balanço de pagamentos, eram indispensáveis superávits na Balança de Capitais, elevando a dependência brasileira em relação ao sistema financeiro internacional.

¹⁰ Entre 1995-1997 as importações em dólar cresceram a uma taxa média de 21% a.a. – com destaque para o crescimento de 51% em 1995 – enquanto as vendas ao exterior cresceram apenas 6,8% a.a. (Giambiagi *et al*, 2005).

¹¹ Em 1994, tal déficit fora apenas de US\$ 2 bilhões.

Para elucidar tal situação, a Tabela 1 mostra os dados do Balanço de Pagamentos (BP) – separados pela Conta de Transações Correntes (TC) e pela Conta Capital e Financeira (CCF). Pode-se perceber que de entre os anos de 1995 e 1998, o investimento direto (ID) aumentou quase 700% enquanto o déficit nas transações correntes cresceram cerca de 200%.

Tabela 1 - Balanço de Pagamentos no Brasil (1995-1998)
(US\$ milhões)

Contas do BP	1995	1996	1997	1998
Transações Correntes (TC)	-18384	-23502	-30452	-33416
<i>Balança Comercial (fob)</i>	-3466	-5599	-6753	-6575
Exportação de bens	46506	47747	52994	51140
Importação de bens	-49972	-53346	-59747	-57714
<i>Serviços e rendas (líquido)</i>	-18541	-20350	-25522	-28299
Serviços	-7483	-8681	-10646	-10111
Juros	-7946	-8778	-9483	-11437
Lucros e dividendos	-2951	-2830	-5443	-6855
Outros	-160	-60	50	103
<i>Transferências unilaterais</i>	3622	2446	1823	1458
Conta Capital e Financeira (CCF)	29095	33968	25800	29702
Investimento Direto	3309	11261	17877	26002
Outros	25786	22707	7923	3700
Erros e Omissões	2207	-1800	-3255	-4256
Resultado do BP	12918.9	8666.1	-7907.2	-7970.2

Fonte: Banco Central

Para atrair o capital externo e equilibrar o BP, as autoridades monetárias viram-se obrigadas a aumentar as taxas de juros, já que a âncora cambial não permitia a desvalorização da moeda. Porém, o ônus dessa política se dá a partir do momento em que as elevadas taxas de juros oferecidas pelo mercado passaram a gerar uma despesa financeira significativa, devido ao fato de que grande parte da dívida pública interna estava atrelada à taxa Selic. Com isso, havia uma forte pressão nas contas públicas e a trajetória da relação dívida pública/PIB foi piorando.

A Tabela 2, ao indicar a porcentagem da participação dos títulos da dívida pública por indexador, mostra que o cenário era de desconfiança e incerteza na economia, já que os títulos atrelados à Selic e ao câmbio cresciam, enquanto os pré-fixados reduziam sua participação. Por sua vez, a Tabela 3 mostra que as taxas de juros pagas pelo Brasil eram crescentes, já que o prêmio oferecido aos estrangeiros para investir seu capital deviam ser elevados de forma a suprir o risco por se aplicar em uma economia em tal situação.

Tabela 2 – Participação por indexador (1995-1998)

Composição	1995	1996	1997	1998
Câmbio	5.3	9.4	15.4	21
Selic	37.8	18.6	34.8	69.1
Préfixados	42.7	61	40.9	3.5
IGP / IGP-M	5.3	1.8	0.3	0.4
Outros	8.9	9.2	8.6	6
Total	100	100	100	100

Fonte: Banco Central

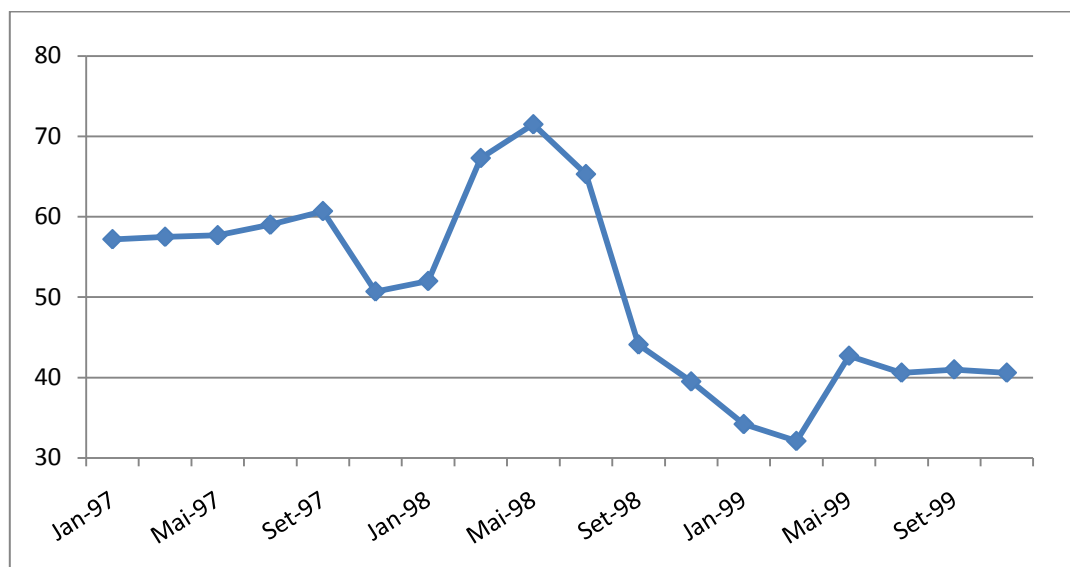
Tabela 3 - Custo da Dívida Pública Mobiliária (1995-1998)

	1995	1996	1997	1998
Taxa de Juros Nominal (Selic)	53.08	27.41	24.78	28.78
Taxa de Juros Real	25.5	13.21	18.41	26.19

Fonte: Tesouro Nacional

Somado a isso, o primeiro governo de FHC foi abalado por duas crises internacionais: a da Ásia, em 1997; e a da Rússia, em 1998. A estratégia de política econômica escolhida até o momento da crise asiática viu-se fracassada a partir do instante em que houve reversão do ciclo de liquidez mundial e aumentaram-se as dificuldades de manter o financiamento do BP. O governo, até então, optara por realizar desvalorizações monetárias de forma gradual, segundo Giambiagi, basicamente por três motivos: 1) uma certa dose de confiança das autoridades na reversão da crise asiática – como acontecera com a crise do México, em 1994; 2) o medo de um desastre que uma eventual desvalorização poderia causar – como a aumento da inflação; 3) por fim, a realização das eleições presidenciais em outubro de 1998.

Pouco depois, com a moratória da Rússia, a manutenção de tal estratégia tornou-se insustentável. Os mercados internacionais, dessa vez, fecharam-se quase que completamente para os países emergentes – a queda dos investimentos estrangeiros foi responsável pela redução das reservas internacionais brasileiras, que tem sua trajetória apresentada no Gráfico 2 – principalmente para os que apresentavam problemas em suas contas externas, caso do Brasil. O peso dos juros; o PIB com fraco desempenho; e a inexistência de superávits primários, fizeram com que a situação fiscal se deteriorasse cada vez mais.

Gráfico 2 – Reservas Internacionais (em bilhões)

Fonte: Banco Central do Brasil

Dessa forma, o mercado respondeu negativamente a situação econômica brasileira, aumentando, assim, a aversão ao risco e colocando em xeque a sustentação da âncora cambial. Nesse momento, a elevação das taxas de juros já não era mais eficiente para resolver o problema do BP, além de agravar seriamente a situação fiscal.

Ainda no ano de 1998, pouco antes das eleições presidenciais, houve um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para que o país pudesse enfrentar a recessão de liquidez no cenário internacional com o menor ônus possível. Devido ao temor de uma desvalorização iminente, a fuga de capitais¹² era óbvia e, para evitar a quebra do BP, o FMI concedeu um pacote de ajuda externa no valor de US\$ 42 bilhões¹³. Porém, o Brasil deveria cumprir com algumas condições: superávit primário¹⁴ passando de 0.0% do PIB em 1998 para 2.8% do PIB em 1999, e 2.8% e 3.0% do PIB em 2000 e 2001, respectivamente (Giambiagi *et al*, 2005).

Entretanto, como o acordo não contemplava mudanças na política cambial, essa manteve-se a mesma. Por uma série de problemas tanto internos – *default* da dívida por parte do estado de Minas Gerais com a federação e déficit operacional no resultado fiscal – quanto externos –

¹² Com medo de uma desvalorização do Real frente ao Dólar Americano, ou algum tipo de controle sobre fluxo de capitais, os investidores começaram a troca de R\$ por US\$, pressionando ainda mais o câmbio brasileiro.

¹³ No dia 13/11/1998 o Brasil firmou acordo com o FMI onde a ajuda externa chegava a US\$ 42 bilhões. Sendo que US\$ 18 milhões eram do FMI e o restante de organismos multilaterais e governos de diversos países.

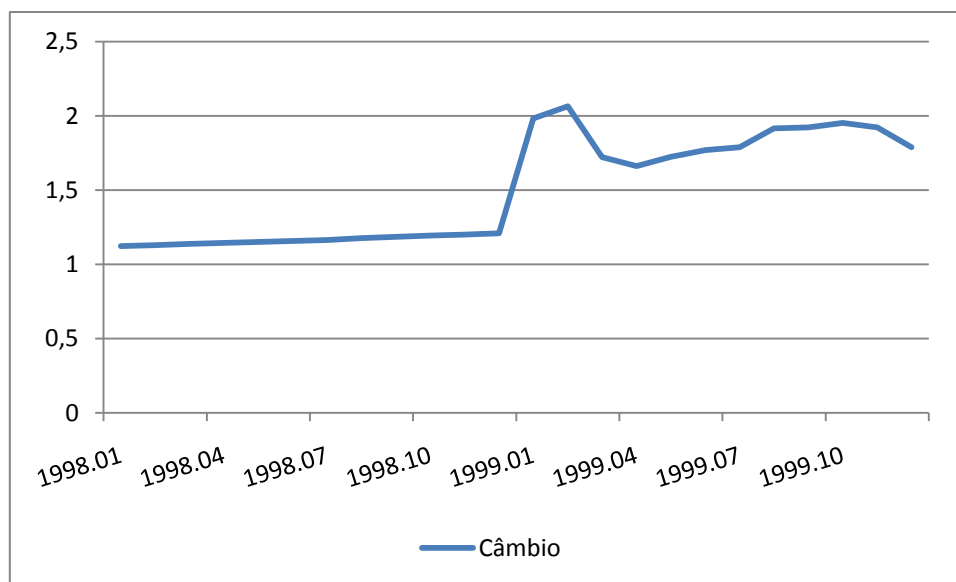
¹⁴ Receitas – despesas do Governo, sem considerar os encargos da dívida. Caso positivo, temos um superávit primário, do contrário, temos um déficit primário.

agravamento da crise asiática e da russa, além da possibilidade do Federal Reserve (FED) aumentar a taxa básica de juros norte-americana –, a pressão para a mudança de regime cambial aumentava cada vez mais. Sendo assim, no começo de Janeiro de 1999, o governo, sem alternativa, desvalorizou o real. Por fim, deu-se início ao regime de livre flutuação cambial¹⁵ em detrimento do câmbio administrado.

2.2. O ajuste fiscal de 1999 e seus desdobramentos

Com a liberalização do câmbio, a moeda desvalorizou-se rapidamente: no início de janeiro, a taxa cambial que era de R\$/US\$ 1,21 passou para R\$/US\$ 1,32 no dia 14 de janeiro. No final do mês bateu R\$/US\$1,98 e em março – no auge da desvalorização – chegou a R\$/US\$ 2,16. Ou seja, conforme exposto no Gráfico 3, em dois meses o valor da moeda variou aproximadamente 80%.

Gráfico 3 – Variação Cambial entre 1998 e 1999



Fonte: IpeaData

O ponto de inflexão se deu quando o então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, nomeou¹⁶ Armínio Fraga¹⁷ para o posto de presidente do Banco Central. Logo que tomou posse, duas

¹⁵ Em 15/01/1999 o Banco Central autorizou a flutuação do câmbio, iniciando uma rápida desvalorização da moeda.

¹⁶ A nomeação ocorreu dia 04/03/1999.

¹⁷ Armínio Fraga era visto como um profundo conhecedor do Mercado financeiro internacional por ter trabalhado durante anos em Nova York nesse meio.

medidas foram tomadas: a elevação da taxa de juros básica em 20 pontos percentuais, saindo de 25% a.a. para 45% a.a., e o anúncio que o Brasil iria adotar o regime de metas de inflação (RMI).

2.2.1. O Regime de Metas de Inflação (RMI)

O principal objetivo do RMI é reduzir e manter a inflação em níveis baixos. Para isso, o Conselho Monetário Nacional (CMN) define uma banda¹⁸ para a variação do IPCA e o Banco Central fica explicitamente comprometido a buscar o cumprimento dessa meta fixada. Dessa forma, todas as políticas monetárias¹⁹ feitas pelo BC estão atreladas à estabilização da inflação em dada banda.

A Tabela 5, indicada a seguir, expõe as metas de inflação adotadas entre os anos de 1999 e 2009. Por meio dela, pode-se notar que no início de tal sistema as metas eram mais elevadas e nos últimos cinco anos os intervalos foram constantes, mostrando que a inflação conseguiu se estabilizar com sucesso.

Tabela 4 – Metas de Inflação no Brasil (1999-2009)

Ano	Centro da Meta de Inflação	Intervalo da Meta de Inflação	Inflação Efetiva (variação do IPCA)
1999	8%	6 a 10%	8.94%
2000	6%	4 a 8%	5.97%
2001	4%	2 a 6%	7.67%
2002	3.5%	1.5 a 5.5%	12.53%
2003 ²⁰		8.5%	9.30%
2004	5.5%	3 a 8%	7.60%
2005	4.5%	2.5 a 6.5%	5.69%
2006	4.5%	2.5 a 6.5%	3.14%
2007	4.5%	2.5 a 6.5%	4.46%
2008	4.5%	2.5 a 6.5%	5.90%
2009	4.5%	2.5 a 6.5%	4.31%

Fonte: Banco Central

Os fundamentos teóricos do RMI se baseiam no princípio de neutralidade da moeda e nas hipóteses novo clássicas de expectativas racionais. Porém, no que concerne a política monetária,

¹⁸ O piso era dado pela Taxa Básica do Banco Central (TBC), enquanto o teto era definido pela Taxa de Assistência do Banco Central (Tban)

¹⁹ A principal política feita pelo Bacen para controlar a inflação é a taxa básica de juros (Selic).

²⁰ Foi uma “meta ajustada”, já que inicialmente o valor do intervalo era outro. A mudança foi proposta pelo próprio Bacen em carta enviada ao Ministério da Fazenda em 21/01/2003.

o principal argumento do modelo novo clássico é a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como “inconsistente temporalmente”²¹ (Carvalho *et al*, 2007).

As principais características da implementação de um RMI são: o anúncio público que o Bacen tem o objetivo de levar ou manter a inflação a um nível numérico predefinido, o horizonte temporal relevante para alcançar a meta; a escolha de um parâmetro para mensurar a inflação e aferir o cumprimento da meta; o grau de responsabilização da autoridade monetária, caso ela não seja atingida; e a necessidade que suas ações tenham transparência e sejam comunicadas ao público (Farhi, 2005).

É importante ressaltar que segundo Carvalho (2007), alguns economistas, tais como Keynes (primeira metade do século XX), William Vickrey e James Tobin (representantes da economia mais recente), não aceitaram a teoria monetária do RMI. Para eles, a teoria econômica deve postular uma taxa de juros baixa e estável para estimular o desenvolvimento produtivo em detrimento do financeiro. Dessa forma, os resultados obtidos poderiam ser mais duradouros: mais emprego, que, diretamente, geraria maior crescimento econômico.

Dadas as metas de inflação, outro passo dado pelo governo foi o de renegociar o acordo²² com o FMI. Diante da necessidade de conter a expansão da dívida pública e praticamente esgotada a privatização, não restava outra saída senão implementar um forte ajustamento que, por sua vez, permitiria uma redução nas taxas de juros e melhoria as contas públicas tanto pelo aumento do resultado primário, quanto pela queda das despesas financeiras. A meta de superávit primário teve que ser revista, já que a dívida pública estava em trajetória ascendente como consequência da elevação dos juros e da desvalorização da moeda. Dessa forma, as metas de superávits passaram para 3.1%, em 1999; 3.25% ,em 2000; e 3.35% para os anos de 2001 e 2002. Além disso, o FMI também exigira, para o sucesso dos superávits primários, cortes nos gastos e aumento de impostos e contribuições no orçamento de 1999, com medidas de caráter estrutural, tais como reformas administrativas, previdenciária e tributária²³. O governo – de forma a gerar

²¹ Uma política é dita “inconsistente temporalmente” quando as autoridades têm incentivos para gerar inflação-surpresa para elevar o nível do produto.

²² O governo instituiu em outubro de 1998, o Programa de Estabilização Fiscal, o qual visava controlar a relação dívida/PIB através da geração de superávits primários.

²³ O objetivo do novo acordo era, após o salto inicial, diminuir a dívida pública até o fim do programa fiscal, em 2001, em pelo menos 7 pontos percentuais em relação ao nível em que ele se encontrava na época após a desvalorização.

maior visibilidade – agora seria obrigado a definir, na Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO), a meta de superávit primário do ano seguinte e uma referência para os próximos dois anos, ou seja, tornou-se explícito o objetivo central da política fiscal e o comprometimento com determinada trajetória da dívida pública.

A Tabela 6 indica, além das metas totais de superávit primário, como esse objetivo foi dividido entre as diversas esferas governamentais.

Tabela 5 – Superávit Primário (%PIB) (1999-2001)

	1999	2000	2001
Governo Federal	2.5	2.65	2.6
Estados e Municípios	0.3	0.5	0.65
Empresas Estatais	0.3	0.1	0.1
Total	3.1	3.25	3.35

Fonte: Banco Central

Segundo Lopreato (2005), a política fiscal teria de cumprir uma tarefa dupla: contribuir no esforço de conter a expansão da demanda agregada dentro dos parâmetros de produto potencial definidos pelo Banco Central e manter o compromisso com a evolução da dívida pública, evitando que alterações na expectativa dos agentes em relação à situação fiscal pudessem provocar turbulências no mercado de câmbio e gerar surtos inflacionários decorrentes do mecanismo de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços.

Dessa forma, a proposta de enrijecimento da política fiscal representou o avanço do processo delineado no primeiro mandato de FHC no que se refere ao ajustamento das finanças públicas no arcabouço teórico baseado em três pilares: a ideia de sustentabilidade da dívida, a criação de regras fiscais capazes de dar previsibilidade à evolução das contas públicas e a defesa da credibilidade das autoridades fiscais.

Com a implementação do ajuste fiscal acompanhada de diversos fatores, tais como: a recuperação do PIB durante o ano de 1999, em relação ao final de 1998²⁴; a inflação²⁵ que é o que determina a dinâmica da relação dívida/PIB; e a valorização do Real, depois da escalada do

²⁴ Em 1999, o PIB teve um crescimento ínfimo, de apenas 1%. Porém, entre o quarto trimestre de 1998 e o quarto de 1999, o crescimento atingiu 3.6%.

²⁵ Em termos de inflação, os resultados do IPCA foram excelentes, pois a alta de preços foi de 9% em 1999 e de 6% em 2000, neste último caso atingindo estritamente a meta de inflação.

dólar imediatamente posterior à desvalorização de janeiro de 1999, com impacto sobre o valor em R\$ da dívida em US\$ ou indexada ao câmbio; foi possível a redução da dívida pública em relação ao “pico” que tinha atingido no início de 1999, no auge da desvalorização (Além; Giambiagi, 2000).

Com todas as medidas tomadas, o estoque da dívida pública federal representou 47% do PIB, sendo 35% interna e 11% externa. O pagamento de juros nominais da dívida cresceu 28% em relação ao ano anterior, chegando a equivaler 8% do PIB. Porém, mesmo assim, o Brasil conseguiu chegar ao superávit primário de 2.92% do PIB.

No que diz respeito ao prazo e à indexação da dívida, cabe uma rápida explicação: quando o mercado opta por títulos mais curtos, sinaliza que o investidor pode rever a composição de suas carteiras e escolher, de acordo com o momento, o arranjo de maior rentabilidade; ou seja, nesse caso há menos confiança na estabilidade da economia. Nesse sentido, títulos de longo prazo indicam justamente o contrário: a credibilidade da política econômica está elevada. Com relação à forma de indexação do título, quando esses são pré-fixados, os agentes esperam a queda da taxa de juros ou então os juros oferecidos são altamente compensadores diante da expectativa de evolução da Selic. Para o governo, essa é a melhor opção, já que não há surpresas no pagamento dos juros, caso que pode acontecer quando os títulos estão atrelados à Selic ou ao câmbio.

Sendo assim, no período analisado os títulos indexados à Selic continuaram a ser os mais utilizados, sendo 61% do total. Além disso, o prazo médio da DPMFi aumentou para 22.68.

Em 2000, o Brasil continuou com as mesmas medidas econômicas, tentando mostrar ao mercado que o esforço fiscal iria ser mantido para ajustar as contas públicas. Sendo assim, as metas de superávit primário, as metas de inflação e o câmbio flutuante permanecem vigentes na política econômica.

Em 4 de maio de 2000, foi aprovada a Lei Complementar número 101, mais conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal. Essa lei estabelece normas para gestão das finanças públicas e, dentre outros, estabelece limites para o endividamento de Estados e Municípios; fixou limites para ações das autoridades com ênfase em certas restrições em anos de eleições; além de prever punição para os governantes que descumprissem as novas regras.

Além dos limites de gasto com pessoal como função da receita, a nova lei inovou ao estabelecer limites no interior de cada uma das esferas de governo, dando assim, amparo legal ao

poder executivo de cada instância para satisfazer os limites globais de gasto²⁶. Dessa forma, a implementação de tal lei complementar foi uma importante medida para equilibrar as contas das três esferas de governo.

No mesmo ano, o Tesouro Nacional passou a divulgar o Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública, na qual são divulgadas as metas, prioridades e premissas do Tesouro Nacional na gestão da dívida. O objetivo de tal Plano era melhorar o perfil e reduzir os custos e riscos do financiamento da dívida pública federal. Além disso, esse foi um importante instrumento para demonstrar transparência e dar previsibilidade ao mercado (Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp). Acesso em: Março de 2011)

Ao final de tal ano o crescimento do PIB foi de 4.3%, o IPCA fechou em 5.97%, a taxa de câmbio em R\$/US\$ 1.95 e a taxa Selic em 15.75%. No que tange a área fiscal, o Brasil conseguiu obter um superávit primário de R\$ 38.2 bilhões – 3.25% do PIB.

A dívida pública federal continuou em trajetória ascendente, estando cotada em 48.32% do PIB. O prazo médio da DPMFi, por sua vez, estava em 32.2 meses e os títulos atrelados à Selic passavam a casa dos 50%, enquanto os pré-fixados rondavam em torno dos 15%.

No ano seguinte, 2001, todos os analistas esperavam que o país mantivesse o mesmo ritmo de crescimento econômico. Porém, três acontecimentos mudaram essa expectativa: a crise da Argentina²⁷, a crise de energia elétrica²⁸ e os atentados terroristas de 11 de setembro.

A crise Argentina afetou o Brasil pelo aumento do risco na região, já que muitos investidores estrangeiros não faziam distinção entre os países emergentes. Dessa forma, pelo “contágio” argentino, houve uma redução na entrada de capitais estrangeiros no país.

²⁶ Os tetos de gasto com pessoal, definidos como um percentual da receita corrente líquida (RCL), passam a ser: na esfera do governo central, 50% da RCL (sendo, 2.5% para o legislativo; 6% para o judiciário; e 41.5% para o executivo); na esfera estadual, 60% da RCL (sendo, 3% para o legislativo; 6% para o judiciário; e 51% para o executivo) e, por fim, na esfera municipal, 60% da RCL (sendo, 6% para o legislativo e 54% para o executivo).

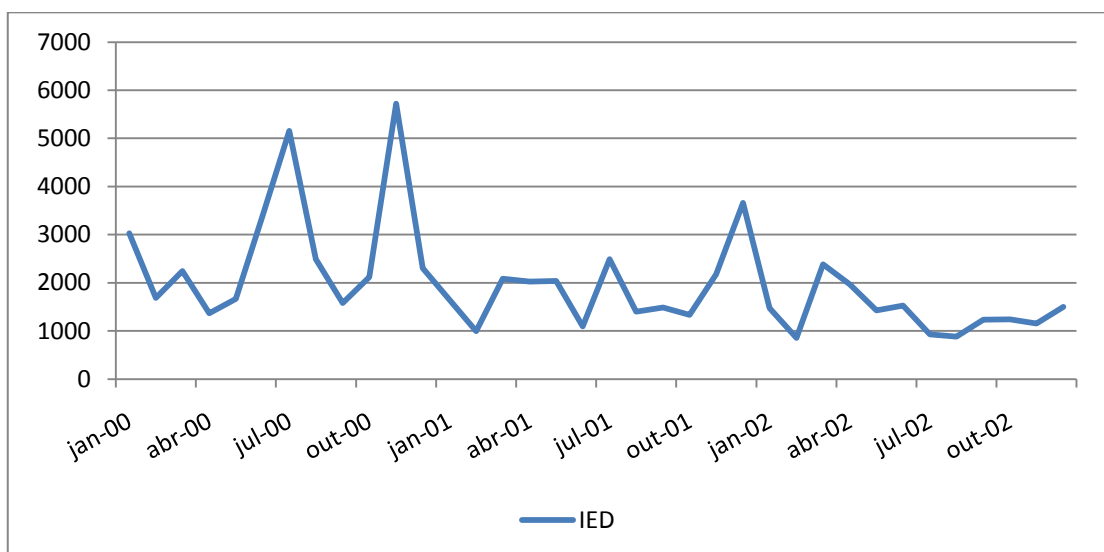
²⁷ A crise da Argentina já vinha se arrastando durante toda a década de 1990, porém a situação se agravou quando o Brasil desvalorizou o Real em 1999. Em 2001, tal crise já era eminente e os investidores estrangeiros retiravam em massa o dinheiro do país. Em setembro do mesmo ano, a Argentina decretou moratória da dívida externa e seu presidente, Fernando de La Rúa, renunciou ao cargo.

²⁸ A principal causa da crise de energia elétrica foi a escassez de chuvas nos reservatórios de água das hidroelétricas das regiões Sudeste e Centro-oeste do país. O Brasil não tinha oferta de energia suficiente para suprir seu crescimento, já que não haviam sido feitos novos investimentos pelo governo em geração e distribuição de energia elétrica. Por sorte, no final de 2001 as chuvas foram intensas, normalizando o nível de águas dos reservatórios. Dessa forma, o governo deu fim ao racionamento em fevereiro de 2002.

Por sua vez, a crise de energia elétrica afetou diretamente a produção do país. Como o governo, inicialmente, previa a privatização das hidroelétricas, acabou não investindo na ampliação da oferta de energia. Porém, tais privatizações não ocorreram e com o passar do tempo a demanda por energia foi aumentando até chegar ao ponto em que havia desequilíbrio entre oferta e demanda. Dessa forma, o governo viu-se obrigado a impor a todos os consumidores um corte de 20% em relação à demanda energética do ano anterior, para evitar cortes temporários de energia (Giambiagi *et al*, 2005).

Os atentados terroristas às Torres Gêmeas em 11 de setembro, por fim, abalaram drasticamente os mercados financeiros no mundo inteiro. Logo, o fluxo de capitais estrangeiros que já estava decrescente piorou ainda mais, aumentando a aversão ao risco. A trajetória completa do IED entre os anos 2000 e 2002 é apresentada pelo Gráfico 4, sendo importante frisar que houve uma grande queda – cerca de 80% – desses investimentos entre o final do ano 2000 e o início do ano 2002.

Gráfico 4 – Investimento Externo Direto (em milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

Apesar de toda a adversidade, o PIB cresceu 1.3% em 2001 e o Brasil conseguiu cumprir sua meta de superávit primário, obtendo R\$43.7 bilhões (3.35% do PIB). Porém o IPCA ficou em

7.67%, acima da meta de inflação do ano²⁹. A taxa Selic em 19% a.a., e a taxa de câmbio em R\$/US\$ 2.32.

Devido a tal cenário, houve um retardamento no que se diz respeito a indexação dos títulos: 52.7% atrelados à Selic e 7.8% pré-fixados, representando uma aumento de 0.3% e uma queda de 7.5%, respectivamente, quando comparados ao ano anterior.

O último ano de governo do FHC também foi bastante conturbado, já que o país enfrentava enormes dificuldades na administração da economia do país.

No que se refere à conjuntura econômica internacional, houve dois fatores que influenciaram muito a economia brasileira: o aumento das tensões no Oriente Médio, que levou a uma alta nos preços do petróleo no mercado internacional; e o agravamento da crise da Argentina, que dificultava a entrada de capitais no Brasil.

No ambiente interno, a grande incerteza surgiu com o desenrolar do processo eleitoral, quando o candidato da então esquerda, Luís Inácio Lula da Silva, apareceu liderando todas as pesquisas de intenção de voto para Presidência da República. A incerteza que surgiu nos investidores era sobre o rumo da política econômica a ser adotada a partir de 2003, pois Lula e seu partido, o PT, defenderam, durante muitos anos, diretrizes econômicas diferentes das adotadas por FHC, como, por exemplo, o não pagamento da dívida externa brasileira³⁰.

Vale ressaltar que em janeiro de 2002, o Tesouro Nacional em parceria com a Caixa Econômica Federal e com a CBLC³¹ lançou o programa Tesouro Direto. Trata-se de um programa de venda de títulos públicos federais via internet, voltado para pessoas físicas.

Com todas estas variáveis, a economia brasileira chegou ao final de 2002 com um crescimento do PIB de 2.7% e superávit primário de 3.89% do PIB. Porém, alguns indicadores não foram tão animadores: o IPCA fechou o ano em 12.5%, muito acima da meta³². A taxa Selic

²⁹ A meta de inflação em 2001 era de 4%, com limite inferior de 2% e limite superior de 6%.

³⁰ Lula em debate na TV Record em 2002 disse que o país: “não pode continuar sendo vítima da insanidade de uma política econômica que só pensa no pagamento de juros e não pensa no pagamento de salários”. Já Guido Mantega, também em 2002, falou sobre o superávit primário de 3.75% do PIB para 2003: “é um obstáculo para o país aumentar seus gastos sociais. Por isso, vamos reabrir a discussão do superávit primário com o FMI. Se nós baixarmos nossos gastos com juros, o superávit pode ser menor”. (*O Globo*, 24/08/2002)

³¹ Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.

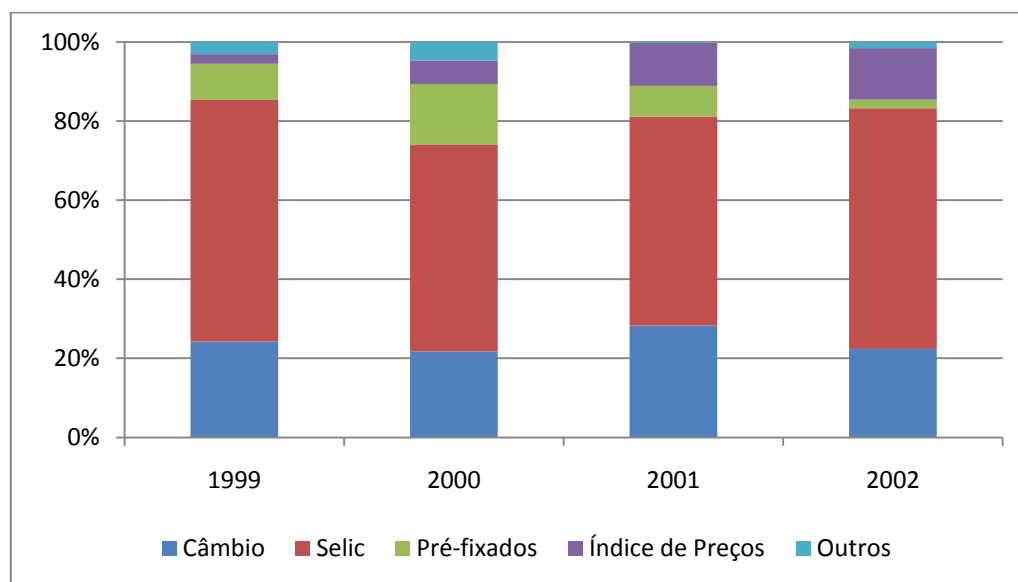
³² A meta de inflação em 2002 era de 3.5%.

chegou a 25% a.a. e o Real não parava de se desvalorizar, tendo em dezembro de 2002 a cotação de R\$/US\$ 3.53.

Em relação à dívida pública, o estoque da Dívida Líquida do Setor Público em mercado em dezembro de 2002 era de R\$826.957 milhões, representando 56% do PIB. Houve uma significativa deterioração do perfil da DPMFi, com títulos prefixados representando apenas 1.5% da dívida, e os títulos indexados a taxa Selic chegando a 46%. Além disso, também houve retrocesso no prazo médio da Dívida Mobiliária Federal interna, encerrando o ano em 35.3 meses.

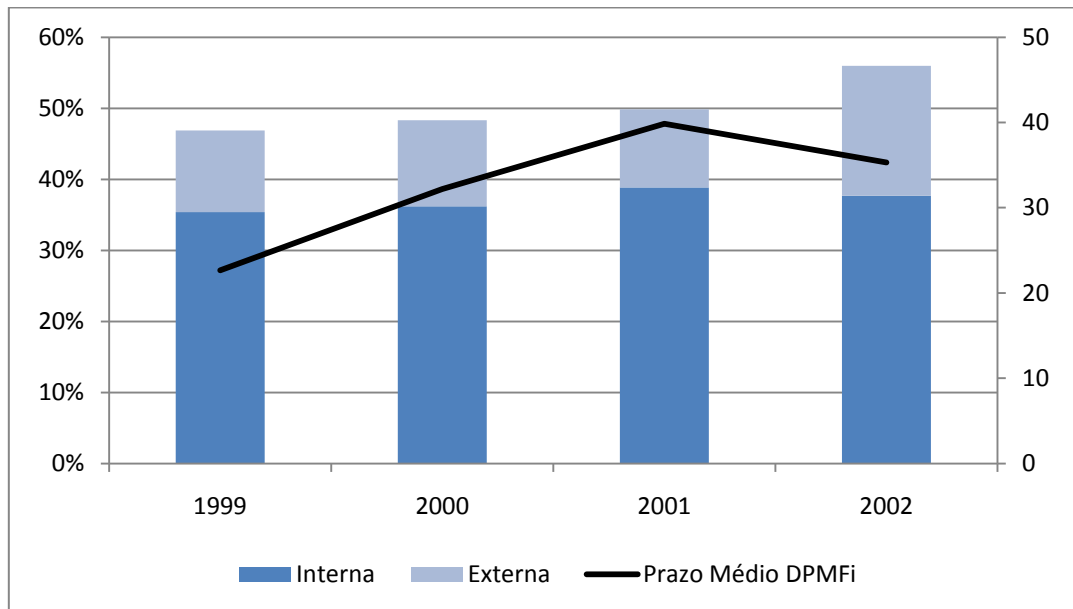
Os dados divulgados nessa seção, ou seja, entre os anos 1999 e 2002, sobre a dívida pública federal, estão retratados nos gráficos que seguem, 5 e 6, respectivamente.

Gráfico 5 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (1999-2002)



Fonte: Banco Central do Brasil

Os títulos indexados ao câmbio tiveram uma média de pouco mais de 20% no período, com um crescimento principalmente em 2001, quando o real apresentou uma grande desvalorização perante o dólar. Os títulos pré-fixados também diminuíram, mostrando que os investidores poderiam obter maiores rendimentos com os títulos indexados à taxa Selic, que estava em ascensão. Já os indexados à índices de preço foram percentualmente reduzidos devido ao maior controle inflacionário.

Gráfico 6 – DPMi e DPMe (em %PIB) e Prazo Médio da DPMFi (1999-2002)

Fonte: Banco Central do Brasil

Houve uma clara ascensão da dívida pública no período analisado, principalmente da dívida externa em 2002, quando o cenário internacional era de desconfiança – por isso, a queda nas reservas internacionais – e o Brasil precisou da ajuda do FMI para fechar suas contas. Com relação ao prazo médio da dívida, houve uma melhora até 2001 e no ano seguinte devido as diversas crises abordadas obteve-se uma retração.

2.3. O segundo governo FHC e a teoria econômica

Diante do que foi abordado nesse capítulo, pode-se afirmar que as práticas adotadas durante o segundo governo de Fernando Henrique Cardoso tendem à aproximar-se das ideias Ricardianas.

Nota-se que em dado período o maior objetivo do governo foi implantar uma política de austeridade fiscal que pudesse reduzir as despesas em todas as esferas públicas de forma a refletir em uma melhora da trajetória da relação dívida/PIB. Para isso, foi consolidado o tripé que deu base econômica a tal governo: metas de inflação, câmbio flutuante e superávits primários.

Essa política se distingue das ideias keynesianas que, no caso de cenário recessivo, defenderia a interferência estatal com um aumento no déficit público por medidas como redução de impostos e aumento de crédito. Dessa forma, a demanda efetiva seria estimulada e, a partir

daí, abrir-se-ia espaço para uma melhora econômica, impulsionada principalmente pelo avanço dos postos de trabalho.

CAPÍTULO III – GOVERNO LULA (2003-2009)

3.1. O primeiro governo Lula (2003-2006)³³

Após quatro tentativas³⁴, Luís Inácio da Silva, finalmente conseguiu chegar ao cargo de presidente da república em 1º de janeiro de 2003. Seu discurso eleitoral era de se realizar um governo mais social, com mudanças inclusive na condução da política econômica. Justamente por causa desta ideologia política, diferente do governo anterior, que o Brasil enfrentou dificuldades ao longo de 2002, com o Risco País³⁵ atingindo patamares altíssimos³⁶; fuga de capitais estrangeiros; o Real perdendo muito valor frente ao dólar americano³⁷; aceleração inflacionária; taxa de juros básica da economia em níveis muito elevados³⁸; e, por fim, o crescimento³⁹ da dívida pública brasileira e a deterioração de sua qualidade, sendo ela composta basicamente por títulos indexados à taxa Selic e à taxa de câmbio. (Giambiagi, 2006)

Devido à incerteza que rondava o governo desde antes de sua posse, algumas medidas foram tomadas para mostrar ao mercado que o Governo Lula iria ser bem diferente do discurso de quando o PT era oposição. As medidas foram:

- a) Nomeação de Antônio Palocci – que era visto, pela a maioria dos analistas, como adepto da continuação da política de fortes superávits primários – para Ministro da Fazenda;
- b) Nomeação de Henrique Meirelles – ex-presidente mundial do Bank Boston – para presidente do Banco Central;
- c) Anuncio de metas de inflação de 8.5% e 5.5% para os anos de 2003 e 2004, respectivamente, representando uma forte redução em relação aos 12.5% de 2002;

³³ Grande parte dos dados que constam em tal sessão foi retirado dos Relatórios Anuais de 2003, 2004, 2005 e 2006 que estão disponíveis no site do Banco Central.

³⁴ Lula se candidatou a presidente nos anos: 1989, 1994, 1998 e 2002

³⁵ O Risco País é uma denominação para o índice EMBI+, Emerging Markets Bond Index Plus. É um índice calculado pelo Banco J.P. Morgan e que mede o prêmio de risco que um país emergente tem que pagar, acima do ativo livre de risco do mercado – no caso, considera-se os Bônus do Tesouro Americano – para que seus títulos sejam atraentes.

³⁶ No contexto, o Risco País chegou a patamares superiores a dois mil pontos.

³⁷ Em setembro de 2002, a cotação chegou a R\$ 3,89 para cada dólar americano.

³⁸ A taxa básica de juros foi muito elevada devido, principalmente, a dois motivos: forte desvalorização do Real e acentuada alta da inflação, que chegou a 3% a.m. no final de 2002.

³⁹ Em 2001, a dívida estava em 52% do PIB e em 2002 fechou em 56%.

- d) O Copom⁴⁰ elevou a taxa Selic logo nas duas primeiras reuniões em 2003;
- e) Submissão de duas propostas de Emenda Constitucional ao Congresso, referentes à previdência social e ao sistema tributário. No caso da reforma previdenciária, aprovou-se a taxação dos inativos; adotou-se idade mínima de aposentadoria de 55 anos para as mulheres e de 60 anos para os homens; e aumentou-se o teto de benefícios do INSS⁴¹. No que tange a reforma do sistema tributário, renovou-se a DRU, permitindo ao governo uma certa margem de manobra para não ser tão limitado pelo peso das vinculações; prorrogou-se a CPMF de 0.38% sobre as transações financeiras até 2007; e, posteriormente implementou-se a mudança na modalidade de cobrança do Confins⁴² para substituir a taxação sobre o faturamento pela tributação do valor adicionado, tornando-se um poderoso instrumento de elevação da arrecadação a partir de 2004.
- f) Definiu o superávit primário em 4.25% do PIB para os anos de 2003 à 2006.

Com isso, aos poucos, a confiança dos investidores foi voltando ao normal e o risco-país retornara a níveis do início de 2002.

A tese das autoridades era que o

“Brasil, para que possa retomar o crescimento econômico em bases sustentáveis, tem que sair da armadilha construída pelo alto valor da dívida e outros passivos públicos ... o primeiro compromisso da política econômica do novo governo é a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa história econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas... para isso, são necessárias medidas que produzam superávits primários, neste e nos próximos exercícios, suficientes para reduzir a relação dívida/PIB e, portanto, os gastos futuros com o serviço da dívida.” (Política: Econômica e Reformas Estruturais, 2003, p.8)

Sendo assim, segundo Lopreato (2006), a estratégia de política econômica não sofreu reparos e não deu atenção aos desequilíbrios provocados pelas relações com juros e câmbio. Além dele, o economista Sicsú afirmou que

“O governo Lula não foi apenas um governo eleito em 2002 pela esquerda a naufragar. Eleito pela esquerda, governou como direita: conservador na política e liberal na

⁴⁰ COPOM é o Comitê de Política Monetária.

⁴¹ INSS é a sigla para Instituto Nacional de Seguro Social.

⁴² Confins é a sigla para Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.

economia. A prática política e os objetivos econômicos, excetuando-se detalhes secundários, foram exatamente os mesmos dos conservadores que governaram o país durante anos.” (Sicsú, Avaliando o desempenho do PT e do governo Lula, p. 289)

Dessa forma, a continuidade da proposta não deixou alternativa senão elevar o superávit primário e reafirmar o comprometimento da solvência da dívida. A visão de que o ajuste fiscal definitivo é um pressuposto prévio à redução da taxa de juros e do risco-país foi amplamente aceito no discurso do Governo Lula e incorporado aos documentos oficiais.

Outros aspectos da evolução fiscal recente, como a expansão da carga tributária, o modesto avanço nos investimentos públicos e a retomada do patamar de gastos após a forte contração de 2003, realçam a semelhança àqueles que nortearam o governo FHC; enquanto a maior ênfase em gastos sociais, sobretudo, o Bolsa-Família, delineia a diferença mais palpável entre os governos.

Além de dadas medidas ortodoxas, é importante citar que Lula renovou o acordo com o FMI, até o final de 2004, mantendo o esquema de comprovação regular do cumprimento das metas fiscais e todo o arcabouço normal dos acordos com a instituição. Porém, diferentemente dos acordos anteriores, os recursos advindos do FMI não foram usados, sendo assim, serviu apenas como uma reserva de prevenção contra possíveis crises.

O primeiro ano de governo petista encerrou da seguinte maneira: crescimento de 1.1% do PIB; superávit primário de 4.25% do PIB – ou seja, ultrapassando a meta; melhoras nos índices de inflação, com o IPCA em 9.3%⁴³. A taxa básica de juros recuou, chegando a 16.5% ao final do ano e a taxa de câmbio também apresentou declínio, terminando em R\$/US\$ 2.88.

Com relação à dívida pública⁴⁴, seu estoque em mercado representou 54.67% do PIB, pouco menor que em 2002⁴⁵. O perfil da DPMFi apresentou melhoras, com os títulos prefixados ficando acima dos 10% da dívida, porém, os atrelados à Selic continuaram na casa dos 51%.

⁴³ Com a contaminação de preços associada à desvalorização cambial, a inflação dos primeiros meses de 2003 chegou a atingir 17%. Somente a partir do segundo semestre do ano houve uma tendência declinante, ajudada, também, pelas ótimas condições de liquidez no contexto internacional, face às baixíssimas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, em torno de 1% a.a.

⁴⁴ Vale notar, que em 2003, o Tesouro Nacional emitiu pela primeira vez títulos prefixados com pagamento de cupom de juros, as NTNs série F, com vencimento em 4 anos.

⁴⁵ Em 2002 o estoque estava em 55.96% do PIB.

Em 2004, o ano já teve início com uma novidade: o Tesouro Nacional, em mais uma medida para aumentar a transparência e a previsibilidade da sua atuação, apresentou ao mercado o Relatório Anual da Dívida. Esse documento faz uma análise retrospectiva do gerenciamento da DPF do ano que passou. Dessa forma, o Plano Anual de Financiamento da Dívida, ficou com o único objetivo de apresentar o planejamento e as metas da gestão da DPF para o ano posterior. Além disso, a partir de tal ano, o Banco Central transferiu – por meio de um Acordo de Transição – a responsabilidade de emissão de títulos da dívida externa para o Tesouro Nacional.

Com a intenção de elevar a liquidez dos títulos públicos federais e ajudar no desenvolvimento do mercado de capitais, o governo criou a Conta Investimento – que isenta o investidor de pagar a CPMF – e implementou a tributação de imposto de renda decrescente sobre aplicações financeiras⁴⁶.

Ao final do ano, tivemos melhoras em muitos indicadores econômicos brasileiros: o PIB crescera 5.7% e o superávit primário chegou à 4.6% do PIB. Por sua vez, o IPCA ficou em 7.5%; a taxa Selic em 17.75% a.a.; e a taxa de câmbio em R\$/US\$ 2.65.

O estoque da dívida pública em mercado ficou por volta de R\$ 1 bilhão, recuando para 51.67% do PIB. O perfil da DPMFi continuou em uma trajetória positiva, com títulos prefixados chegando a 17%, os indexados a taxa de câmbio recuando apenas para 2.3% da dívida e, também, um pequeno recuo nos títulos indexados à taxa Selic, 49.5%.

O ano de 2005 foi bastante conturbado em termos políticos, com denúncias de corrupção⁴⁷ que chegaram até os ministros da Casa Civil e da Fazenda, gerando uma queda na credibilidade do governo Lula (Sicsú, 2005). Porém, a crise política não afetou diretamente a política econômica. Dessa forma, o país continuou seguindo a sua trajetória de evolução dos indicadores fiscais e monetários.

Além disso, houve duas importantes antecipações de pagamento da dívida que, por sua vez, fizeram melhorar a credibilidade brasileira no mercado financeiro mundial: o pagamento

⁴⁶ Lei número 11.033 de 21 de dezembro de 2004 (22.5% para aplicações até 180 dias; 20% para aplicações de 181 até 360 dias; 17.5% para aplicações de 361 dias até 720 dias; e 15% para aplicações com prazo acima de 720 dias)

⁴⁷ Em 2005 tivemos a maior crise sobre corrupção no Governo Lula: o esquema ficou conhecido com “mensalão”. O ex-deputado Roberto Jefferson fez a denúncia que existia uma mesada de R\$ 30.000,00 para parlamentares aliados e que o dinheiro para esse pagamento era oriundo de empresas privadas e estatais. Ele acusou o então Ministro da Casa Civil, José Dirceu, de ser o chefe do esquema. Ainda em 2005, houve denúncias que envolveram o Ministro da Fazenda, Antônio Palocci, e o Ministro Chefe de Comunicação da presidência da república, Luiz Gushiken. Por fim, todos foram afastados dos seus cargos no governo Lula.

antecipado da dívida com o Clube de Paris e a antecipação do pagamento dos empréstimos com o FMI.

Retornando ao assunto dos indicadores da economia brasileira, o PIB cresceu 2.9% em 2005 e o superávit primário fechou em 4.84% do PIB. O IPCA, por sua vez ficou dentro da meta de inflação, em 5.69%. A taxa Selic encerrou em 18% a.a. e a relação R\$/US\$ em 2.34.

O estoque de dívida pública federal em mercado foi de 53.74%, sinalizando um acréscimo em comparação ao ano anterior. Os títulos prefixados avançaram ainda mais na composição da DPMFi, chegando a 26.6%, enquanto aos indexados ao câmbio e à Selic recuaram para 0.6% e 49%, respectivamente. Já o prazo médio da DPMFi também recuou, atingindo 27.5 meses.

O crescimento do superávit primário entre os anos de 2003 e 2005 foi em decorrência da combinação da existência de níveis tanto de receitas quanto de despesas maiores como proporção do PIB em relação à média dos anos anteriores. Segundo Giambiagi (2006), no caso da receita, houve um grande incremento da carga tributária causado pela elevação da Cofins em 2004 e, principalmente, o forte aumento da tributação sobre as pessoas jurídicas via Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), em 2005. No que diz respeito às despesas, os fatores condicionantes para o seu acréscimo foram: o aumento da despesa primária total do Governo Central de 21.6% do PIB em 2002 para 22.6% do PIB em 2005; o peso crescente das despesas com INSS, que aumentaram de 6.5% do PIB em 2002 para 7.6% do PIB em 2005; e o maior peso das “outras receitas de custeio de capital” (OCC), que passou de 5.4% do PIB em 2002 para 5.9% do PIB em 2005. A seguir, a Tabela 6 apresenta os dados completos de referido triênio, além de informações das contas do governo anterior para caráter de comparação.

Tabela 6 - Resultado Primário do Governo (em % PIB)

Composição	1999-2002	2002	2003	2004	2005
Receita Bruta	22.43	23.91	23.06	23.75	25.26
Tesouro/Bacen	17.28	18.63	17.87	18.44	19.65
INSS	5.15	5.28	5.19	5.31	5.61
(-) Transf. estados/munic.	3.81	4.17	3.87	3.82	4.34
Receita Líquida	18.62	19.74	19.19	19.93	20.92
Despesas Primárias	16.59	17.39	16.67	17.13	18.21
Pessoal	5.24	5.45	5.02	4.74	4.77
Benefícios INSS	6.20	6.54	6.88	7.12	7.55
Outras despesas (OCC)	5.15	5.40	4.77	5.27	5.89
Superávit Primário	2.10	2.40	2.20	2.80	2.70
Gasto Primário Total	20.40	21.56	20.54	20.95	22.55

Fonte: Giambiagi (2006) e Relatório Anual do BCB (Anos: 2003, 2004 e 2005)

No ano de 2006, último do primeiro governo Lula, repetem-se alguns fatos: escândalos políticos⁴⁸ e melhoras no campo econômico. No que diz respeito à crise política, dessa vez, Antonio Palocci não conseguiu se manter no cargo de ministro da Casa Civil e, em seu lugar, assumiu o economista Guido Mantega.

A princípio essa medida provocou certo receio no mercado financeiro, pois muitos analistas acreditavam que essa troca de cargos poderia acarretar em uma mudança na condução da política econômica. Porém, fato é que o Brasil continuou sua política de austeridade fiscal e metas de inflação, chegando ao final do ano com um ótimo resultado econômico.

Cabe destacar que, em 2006, pela primeira vez em muitos anos, as Reservas Internacionais brasileiras superaram os valores da dívida pública externa, dando assim uma maior credibilidade e um menor risco para a economia do país.

Ao final do ano, os resultados econômicos foram: crescimento de 3.7% do PIB; superávit primário de 3.8% do PIB (sendo o do governo central de 2.1%); a inflação medida pelo IPCA foi de 3.14%; a taxa básica de juros encerrou o ano em 13.25% a.a.; e a taxa de câmbio em R\$/US\$ 2.14.

Sobre a dívida pública, o estoque de DPF em mercado em dezembro de 2006 atingiu R\$ 1.244.414,48 bilhões, recuando para 52.5% do PIB. A composição da DPMFi apresentou

⁴⁸ Refere-se a quebra ilegal do sigilo bancário do caseiro Fernando Costa (que, por sua vez era testemunha de acusação em um processo contra Palocci).

expressiva melhora, com títulos prefixados chegando a 35.8% da dívida total e os indexados à Selic recuando para menores níveis dos últimos 8 anos, ficando em 42.3%. O prazo médio da DPMFi voltou a subir, atingindo 31.06 meses, após 4 anos seguidos de queda.

Para melhor entendimento da trajetória econômica do período, estão inseridos abaixo gráficos e tabelas que contém todos os dados relevantes a serem analisados:

Tabela 7 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (2003-2006)

Discriminação	2003		2004		2005		2006	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
NFSP nominal ⁴⁹	79 032	4.6	47 144	2.4	63 641	3.0	69 883	3.0
Superávit Primário do Setor Público	66 173	3.9	81 112	4.2	93 505	4.4	90 144	3.9
<i>Governo Central</i>	38 744	2.3	52 385	2.7	55 741	2.6	51 352	2.2
<i>Governos Regionais</i>	13 822	0.8	17 482	0.9	21 323	1.0	19 715	0.8
<i>Empresas Estatais</i>	13 608	0.8	11 245	0.6	16 440	0.8	19 077	0.8
Juros Nominais	145 205	8.5	128 256	6.6	157 146	7.3	160 027	6.9

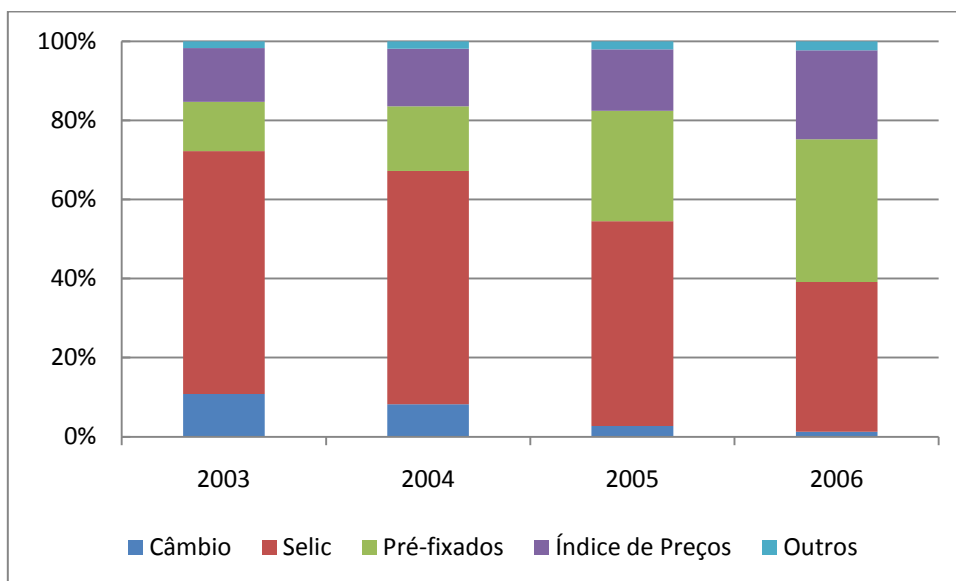
Fonte: Banco Central do Brasil

A NFSP nominal apresentou uma queda no período devido ao aumento das receitas, a partir de 2004 principalmente, com as alterações na legislação do PIS e da Cofins, e também com a melhora do nível da atividade econômica. O superávit primário do setor público manteve-se em trajetória ascendente até 2005, revertendo em 2006 por causa do aumento tanto do déficit do INSS quanto das despesas do Tesouro Nacional. Os juros nominais, por sua vez, tiveram uma queda considerável de 2 p.p. em 2004, devido a redução na meta da taxa Selic e da relação dívida/PIB no ano.

Os gráficos apresentados a seguir, 7 e 8, sintetizam os dados já mencionados relativos à dívida pública federal no primeiro governo de Lula.

⁴⁹ NFSP nominal = G – T + iB, sendo G = total dos gastos públicos não financeiros; T = total da arrecadação não financeira ; i = taxa de juros nominal, que inclui a correção monetária; B = estoque da dívida pública (Lopes; Vasconcellos, 2006).

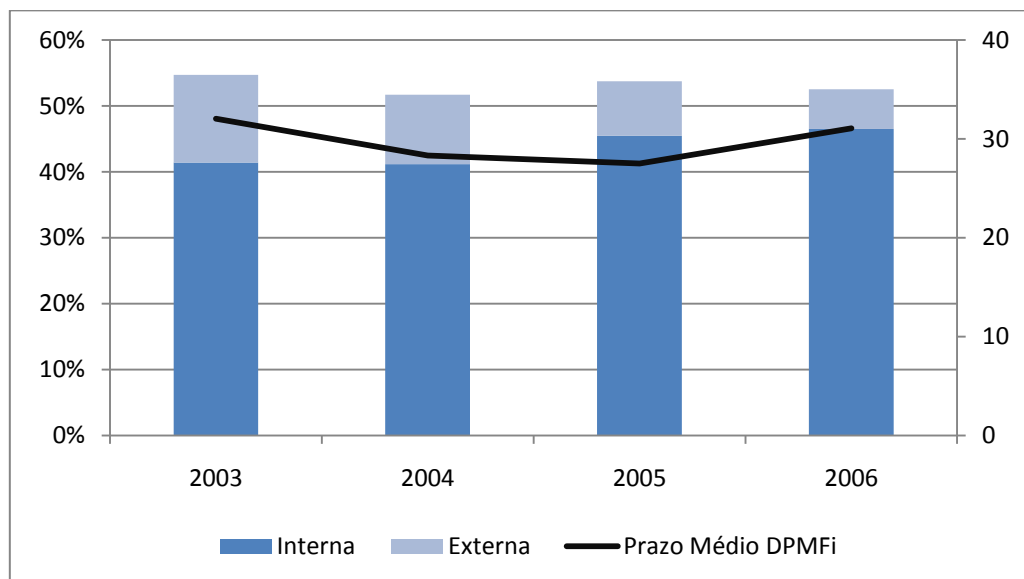
Gráfico 7 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (2003-2006)



Fonte: Banco Central do Brasil

Com a melhora da economia, abriu-se espaço para o crescimento da demanda por títulos pré-fixados e os indexados à Selic e ao câmbio perderam participação – a tendência é de queda da taxa Selic e a o real se valorizou em relação ao dólar. Os títulos indexados ao índice de preços, por sua vez, se elevaram, já que a inflação começou a dar sinais de crescimento.

Gráfico 8 – DPFi e DPFe (em %PIB) e Prazo Médio da DPFMi (meses) (2003-2006)

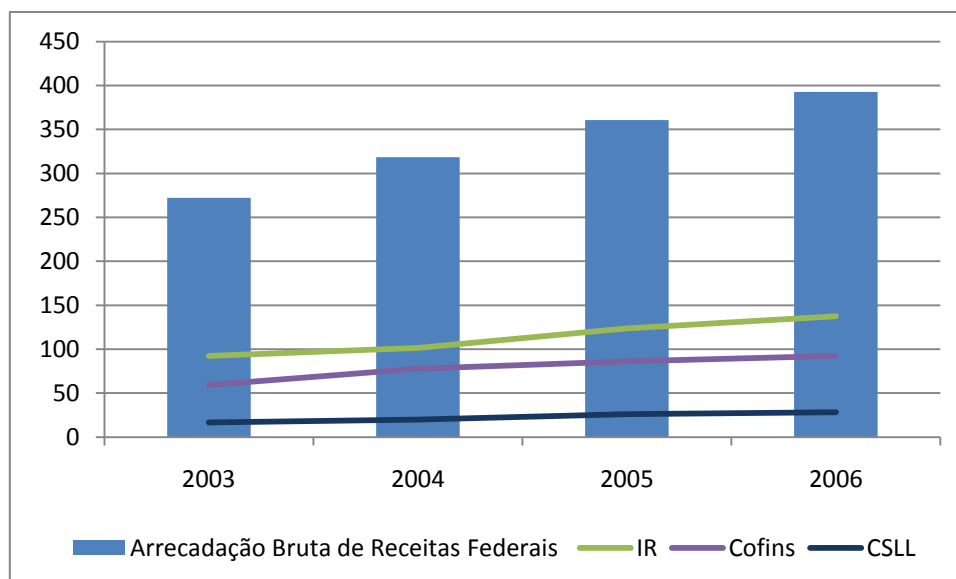


Fonte: Banco Central do Brasil

A trajetória da dívida pública foi decrescente com relação à externa e a dívida externa teve queda nos dois primeiros anos e um aumento nos dois últimos. No que diz respeito ao prazo médio da dívida pública interna, o intervalo do período se concentrou entre 27 e 32 meses.

O Gráfico 9, por sua vez, apresenta o aumento da arrecadação bruta do governo juntamente com a demonstração da trajetória crescente de três importantes tributos.

Gráfico 9 – Arrecadação Bruta de Receitas Federais e Trajetória dos Principais Impostos em bilhões (2003-2006)



Fonte: Banco Central do Brasil

Por fim, a carga tributária entre 2003-2006 elevou-se consideravelmente, com destaque para o crescimento do imposto de renda (IR) e do Cofins.

3.2. O segundo governo Lula (2007-2009)⁵⁰

O presidente Luis Inácio da Silva venceu as eleições contra o candidato do PSDB, Geraldo Alckmin, com cerca de 60% dos votos no segundo turno. Sendo assim, o mandato de Lula duraria até o final de 2010, porém, presente trabalho só irá abordar essa trajetória até 2009.

Logo no início de 2007, o governo divulgou o Programa de Aceleração de Crescimento (PAC), que constitui um plano estratégico que tem por objetivo, no prazo de quatro anos, recuperar a infraestrutura e aumentar o ritmo de expansão da economia. O valor destinado para o investimento no PAC chegou a R\$ 16.5 bilhões do Orçamento Geral da União.

Refletindo um maior dinamismo apresentado pela economia no período, a arrecadação de impostos mostrou-se crescente com um aumento real de 11% quando comparado ao ano anterior. O imposto de maior destaque foi o Imposto de Renda para pessoas físicas (IRPF), apresentando uma variação de 54.2%, resultado associado, principalmente, à ganhos de capital decorrentes da alienação de bens duráveis e à ganhos líquidos em operações de bolsa⁵¹.

No que diz respeito aos resultados econômicos, os dados são: o PIB teve uma variação positiva de 5.4%, o IPCA continuou em 4.5% e superávit primário de 3.9%. A taxa Selic, por sua vez, apresentou uma queda considerável, terminando o ano com a média de 11.8%.

O estoque da dívida em mercado teve uma queda, equivalendo à 50.5% do PIB. A composição da dívida, também refletindo a melhora da economia, se alterou: mais títulos pré-fixados, menos títulos indexados à Selic e ao câmbio. Além disso, houve uma elevação no prazo médio da dívida, passou de 31 meses em 2006 para 36.5 meses em 2007.

O ano de 2008 começou com a queda de uma das fontes de receita, a CPMF⁵². Para neutralizar, em parte, a perda de receita fiscal – cerca de R\$ 40 bilhões – foram anunciadas duas medidas: elevação da alíquota da CSLL (de 9% para 15%); e a elevação das alíquotas de IOF incidentes sobre operações de crédito para pessoas físicas, e sobre operações de câmbio e seguros. Com isso, o governo conseguiu arrecadar aproximadamente R\$ 10 bilhões.

⁵⁰ Grande parte dos dados que constam em tal sessão foi retirado dos Relatórios Anuais de 2007, 2008 e 2009 que estão disponíveis no site do Banco Central.

⁵¹ No ano de 2007, o índice IBOV teve alta acumulada de 43.7%.

⁵² A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira teve vigência até 31 de dezembro de 2007.

Como em meados de setembro eclodiu a crise do *subprime* que atingira, como um todo, o mercado financeiro internacional, o governo anunciou no final do ano três medidas de redução de impostos, com impacto fiscal projetado para 2009 de R\$ 8.4 bilhões. Sendo assim, foram criadas duas alíquotas intermediárias, de 7.5% e de 22.5%, na tabela do IRPF; adicionalmente foram reduzidos o IPI incidente sobre carros e caminhões novos; além da queda da alíquota do IOF sobre empréstimos para pessoas físicas.

Por fim, os resultados econômicos foram: superávit primário de 4.1%; variação do PIB de 5.1%; a alta dos preços aumentou para 5.9% e a taxa Selic teve média de 12.5%.

Os dados relativos à dívida mobiliária resumem-se em uma expressiva queda da relação dívida/PIB para 46.4%, além disso, houve uma queda na demanda – de cerca de 37% para 32% – por títulos pré-fixados e um pequeno aumento nos indexados à taxa Selic. Os títulos indexados ao IPCA, por sua vez, obtiveram uma grande demanda, refletindo, dessa forma, a continuidade da estratégia adotada para a melhoria da estrutura da dívida pública, com impactos favoráveis sobre o grau de exposição da dívida aos riscos de mercado.

Devido à inesperada crise no mercado financeiro no ano anterior, em 2009 a meta de 3.8% de superávit primário teve que ser revista, passando para 2.5% do PIB, sendo distribuído da seguinte forma: 1.4% para o Governo Federal; 0.2% para as empresas estatais; e 0.9% para os governos regionais. Além disso, ainda em razão do novo cenário, as estimativas de receitas do Orçamento da União tornaram-se inconsistentes com o ambiente recessivo apresentado na economia mundial. Dessa forma, foi editado, em janeiro, um decreto versando sobre as previsões atualizadas da arrecadação de impostos e contribuições federais e anunciando, em caráter preventivo, um contingenciamento de R\$32.2 bilhões nas despesas do Poder Executivo.

No que diz respeito às medidas de incentivo fiscal temporário, foram editados diversos normativos dispendo sobre desoneração tributária, com ênfase para isenção ou redução de alíquotas do IPI incidentes sobre produtos de linha branca de eletrodomésticos, automóveis, produtos da construção civil, móveis e bens de capital.

No campo social, o governo autorizou no final do mês de dezembro o reajuste do salário mínimo, passando de R\$465,00 para R\$510,00 – ou seja, o aumento real foi de 5.64%.

Os resultados econômicos foram: superávit primário de 2.06% que atende à meta ajustada para o ano, quando descontados os investimentos do PAC (cerca de 0.57% do PIB). O PIB, depois de muitos anos, obteve queda de 0.2%; e o índice de preços medido pelo IPCA permaneceu em 4.31%.

A dívida pública em mercado chegou a 47.4% do PIB, com seu estoque avaliado em R\$1.4 bilhões. A participação dos títulos pré-fixados aumentou para 33.7%, enquanto os indexados à Selic mantiveram-se na casa dos 35% e os indexados à índices de preço reduziram-se 0.7 p.p. Por fim, o prazo médio de financiamento da dívida atingiu 40,4 meses – 0.4 mês abaixo do intervalo definido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2009.

Para melhor entendimento do que aconteceu no período que compreende os anos de 2007, 2008 e 2009, convém analisar a Tabela 8:

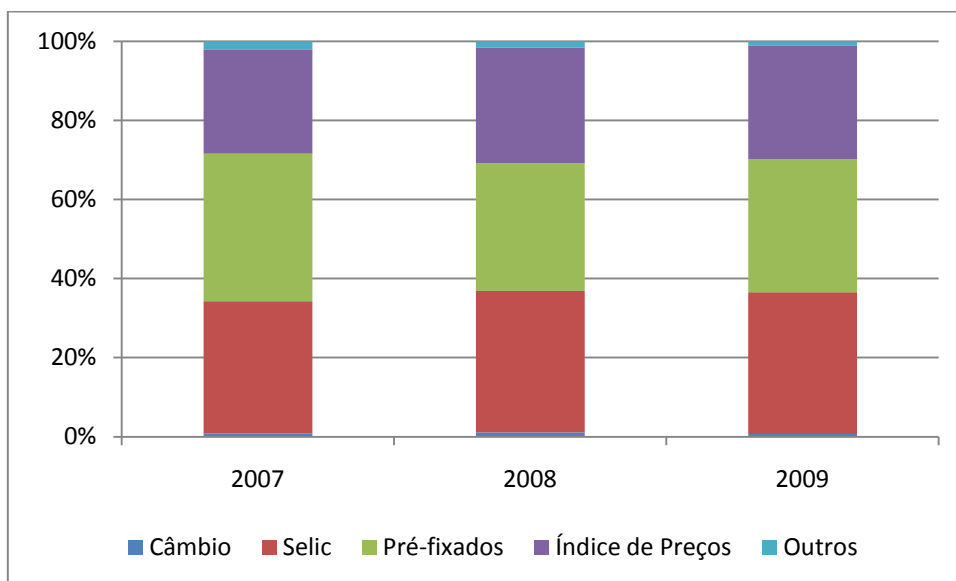
Tabela 8 - Necessidades de Financiamento do Setor Público (2007-2009)

Discriminação	2007		2008		2009	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
NFSP nominal	71 492	2.7	57 240	1.9	104 622	3.3
Superávit Primário do Setor Público	89 730	3.4	106 420	3.5	64 517	2.1
<i>Governo Central</i>	59 439	2.2	71 308	2.4	42 443	1.4
<i>Governos Regionais</i>	29 934	1.1	30 575	1.1	21 002	0.7
<i>Empresas Estatais</i>	358	0.0	4 538	0.2	1 072	0.0
Juros Nominais	161 222	6.1	163 660	5.4	169 139	5.4

Fonte: Banco Central

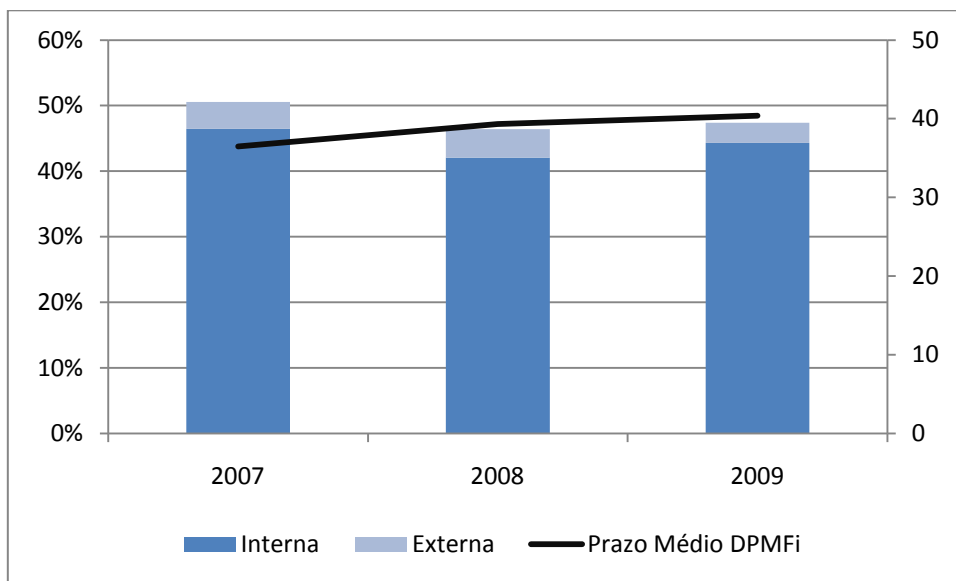
Com respeito ao NFSP nominal, houve uma grande distorção no ano de 2009 que, como já abordado, foi o ano em que vários ajustes foram feitos para que o Brasil pudesse “sobreviver” à crise. A queda das receitas tributárias foi o principal motivo para a elevação da NFSP. Além disso, tal queda também foi responsável por um superávit primário menor que nos anos anteriores.

Os gráficos que seguem, 10 e 11, abordam de forma sintética sobre os dados relativos à dívida pública federal no triênio em questão.

Gráfico 10 – Participação da Dívida Pública Federal por indexador (2007-2009)

Fonte: Banco Central do Brasil

Os títulos indexados ao câmbio praticamente se extinguiram devido ao controle cambial representado pela valorização do real frente ao dólar. Houve uma redução dos títulos atrelados à Selic – tendência de queda da taxa – e os títulos pré-fixados e os indexados aos índices de preço obtiveram uma importante participação, principalmente esse último, devido ao constante aumento inflacionário.

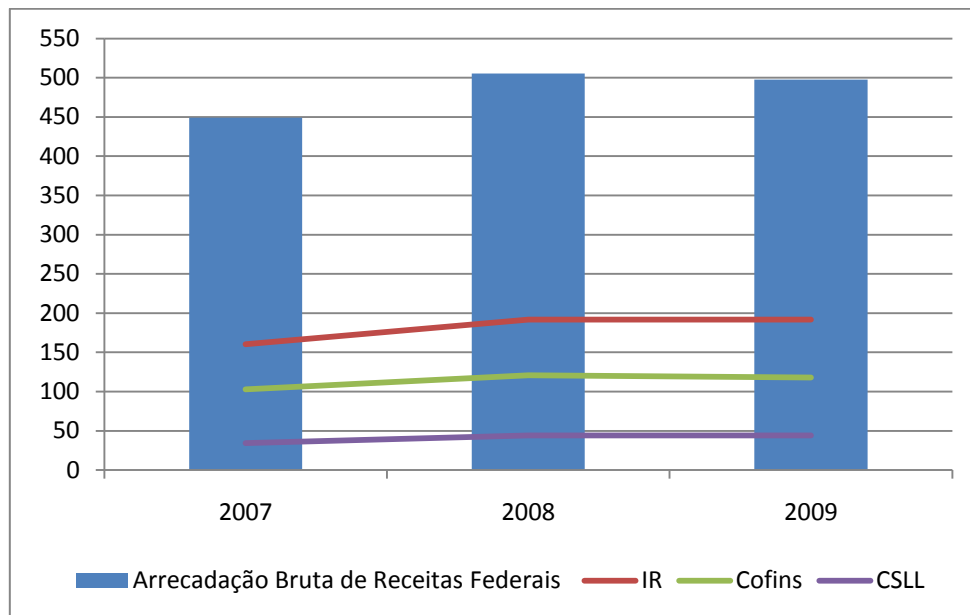
Gráfico 11 – DPFi e DPFe (em %PIB) e Prazo Médio da DPFMi (meses) (2007-2009)

Fonte: Banco Central do Brasil

No período analisado houve uma tendência a queda tanto da dívida pública interna quanto da externa. O prazo médio da DPMFi elevou-se devido ao bom momento vivido pela economia.

Por fim, o Gráfico 12 apresenta o quanto o governo obteve de arrecadação bruta, além da demonstração da trajetória de três importantes tributos.

Gráfico 12 – Arrecadação Bruta de Receitas Federais e Trajetória dos Principais Impostos em bilhões (2007-2009)



Fonte: Banco Central do Brasil

A política de aumento de impostos continuou, porém em 2009, devido à crise nos mercados financeiros no ano anterior, o governo se viu obrigado a reduzir alguns impostos para estimular a demanda interna. Com isso, a arrecadação do ano de 2009 foi inferior ao de 2008.

3.3. O governo Lula e a teoria econômica

Diante do exposto, pode-se afirmar que o governo Lula, a princípio, deu continuidade à política iniciada pelo presidente anterior, ou seja, nos moldes Ricardianos. Dessa forma, a política fiscal manteve-se como controladora da demanda agregada e, ao mesmo tempo, comprometia-se com a sustentabilidade da dívida pública.

Porém, tal cenário mudou no final de 2008 com a crise internacional dos mercados financeiros. Devido a isso, o governo teve que afrouxar a carga de alguns tributos com a intenção de estimular a demanda, sendo assim foi adotada uma política anticíclica que a teoria keynesiana

defende. Segundo seus seguidores, o déficit público é o principal instrumento de política econômica para amenizar os efeitos do ciclo e, por isso, durante uma recessão o governo deve intervir reduzindo impostos, provendo a expansão do crédito e o aumento dos gastos, realizando investimentos capazes de estimular a economia.

CONCLUSÃO

O trabalho procurou analisar a interação entre o enfoque teórico da política fiscal com o que realmente acontece na prática. Como mostrado, existem duas principais visões no plano teórico: keynesiana e novo-clássica. Devido à necessidade de adaptar a condução da política macroeconômica à estratégia de desenvolvimento atrelado ao movimento de globalização, desde 1970 até os dias atuais, a teoria elaborada por Robert Barro tornou-se o *mainstream* da política econômica. Dessa forma, os agentes passaram a se comprometer com regras e ações consistentes inter-temporalmente com o objetivo de dar credibilidade e estabelecer uma boa reputação, criando, assim, um quadro estável capaz de servir de guia aos investidores na tomada de decisões.

O governo de FHC inaugurou a ideia de sustentabilidade da dívida pública, quando a perspectiva de insolvência cresceu com a crise cambial de 1999. O compromisso com a evolução da dívida pública modificou a condução do processo orçamentário e o valor do superávit primário passou a ser a meta central do governo.

O novo regime fiscal foi consagrado com sucesso. Prova disso foi à plena aceitação e manutenção de tal modelo no governo Lula que, a princípio, mostrava-se contra a política do governo anterior. Porém, com a crise internacional de 2008 tal governo instaurou premissas abordadas pelos defensores das práticas keynesianas ao estimular a demanda agregada via redução de tributos e aumento do crédito.

Contudo, nos onze anos analisados no presente trabalho, a teoria mais relevante foi a Ricardiana. Dessa forma, a consolidação fiscal tornou-se o principal caminho na busca de estabilidade e credibilidade da política econômica e, por outro lado, a política monetária, baseada nas metas de inflação, tem como único objetivo de manter o controle dos níveis de preços.

No entanto, vale ressaltar que a corrente heterodoxa – representada por Lopreato – afirma que essa forma de reger a economia apresenta, atualmente, sinais de esgotamento: o grande e contínuo aumento da carga tributária; a elevação da dívida pública; e a rigidez na manipulação da peça orçamentária. Além disso, o autor também faz uma importante crítica ao afirmar que a política fiscal deve ir além de “simples guardião das condições de valorização do capital privado”, mostrando, assim, a relevância do papel do Estado no bem-estar da economia.

As perspectivas para o futuro são de que a política econômica continue sendo baseada no tripé “metas de inflação - câmbio flutuante - superávits primários”, instaurada no governo FHC, porém mantendo os gastos no âmbito social, com programas assistenciais como o “Bolsa Família” e o “Minha Casa, Minha Vida”, ambos iniciados no governo Lula.

No que diz respeito à gerência da dívida pública federal, a tarefa do governo consiste em continuar reduzindo a trajetória da relação dívida/PIB e, para isso, as ações defendidas pelos neoclássicos são tidas como fundamentais. Além disso, é importante frisar que existe a possibilidade de um ajuste mais rigoroso das contas públicas, já que o governo anterior elevou de forma considerável seus gastos, principalmente no custeio de pessoal.

BIBLIOGRAFIA

ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. **Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. 475 p.

AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999 – origens e consequências**. Texto para discussão n. 77. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. 40 p.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004. 624 p.

CARVALHO, F. J. C., et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007. 385 p.

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. In: Carneiro, R., et. al. **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo, 2006, p. 173-205.

GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 425 p.

GIAMBIAGI, F. **Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002**. Texto para discussão n. 93. Rio de Janeiro: BNDES, 2002. 51 p.

GIAMBIAGI, F. **A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?** Texto para discussão n. 1169. Rio de Janeiro: BNDES, 2006. 52 p.

HERMANN, J. **A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**. Cadernos Adenauer, Ano III, n. 4, Novembro, p. 41-70.

HERMANN, J. **Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo” fiscal dos anos 1990-2000**. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Salvador, BA, Dezembro, 2006.

LOPES, L. M.; VASCONCELLOS, M. A. S. **Manual de Macroeconomia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 392 p.

LOPREATO, F. L. C. **Um olhar sobre a política fiscal recente**. Texto para discussão n. 111. São Paulo: IE/UNICAMP, 2002. 29 p.

LOPREATO, F. L. C. **Novos Tempos**. Texto para discussão n. 113. São Paulo: IE/UNICAMP, 2003. 28 p.

LOPREATO, F. L. C. Política Fiscal: mudanças e perspectivas. In: Carneiro, R., et. al. **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo, 2006, p. 207-229.

LOPREATO, F. L. C. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional**. Texto para discussão n. 119. São Paulo: IE/UNICAMP, 2006. 28 p.

LOPREATO, F. L. C. **Problemas de gestão da dívida pública brasileira**. Texto para discussão n. 139. São Paulo: IE/UNICAMP, 2008. 36 p.

LUCAS, R. E. **Expectations and neutrality of money**. Journal of Economic Theory. April 1972.

MANKIWI, G. **Princípios de Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Cengage Language, 2004. 578 p.

OKUN, A. "Monetary Policy, Debt Management, and Interest Rates: a Quantitive Appraisal" In: D. D. Hester e J. Tobin. **Finacial Markets and Economic Activity**. New York, 1967.

RIBEIRO, R. **Política Fiscal no Brasil: algumas lições do período presente (1995-2006)**. 2007. 129 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2007.

SICSÚ, J. Avaliando o desempenho do PT e do governo Lula (2003-2006). Quem perdeu? Quem ganhou? In: PAULA, João Antonio de. **Adeus ao Desenvolvimento: A opção do governo Lula**. São Paulo, 2005, p. 287- 305.

SICSÚ, J. **A tese de independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método Cukierman à história do FED**. Est. Econ. São Paulo, v.26, n.1, Jan-Abr 1996, p. 21-49.

SILVA, A., et. al. **Dívida Pública:** a experiência brasileira. 1. ed. Brasília, 2009. 465 p.

ANEXO ESTATÍSTICO:

A.1. Tabela dos indicadores econômicos: Dívida Pública Federal – Interna, Externa e Total –; PIB; Relação Dívida/PIB; e Prazo Médio da DPF em meses (1999-2009)

Ano	DPF Interna	DPF Externa	DPF Total	PIB	Divida/PIB	Prazo Médio DPF (meses)
1999	R\$ 376.965,62	R\$122.088,19	R\$ 499.053,81	R\$1.064.999,71	46,86%	22,68
2000	R\$ 427.090,12	R\$142.794,02	R\$ 569.884,14	R\$1.179.482,00	48,32%	32,20
2001	R\$ 505.989,27	R\$142.794,02	R\$ 675.372,99	R\$1.302.136,00	51,87%	39,84
2002	R\$ 557.204,59	R\$269.752,54	R\$ 826.957,13	R\$1.477.822,00	55,96%	35,32
2003	R\$ 703.319,99	R\$226.053,18	R\$ 929.373,16	R\$1.699.948,00	54,67%	32,04
2004	R\$ 799.178,96	R\$203.943,50	R\$1.003.122,46	R\$1.941.498,00	51,67%	28,29
2005	R\$ 976.439,07	R\$177.473,93	R\$1.153.913,00	R\$2.147.239,00	53,74%	27,49
2006	R\$1.100.959,61	R\$143.454,87	R\$1.244.414,48	R\$2.369.484,00	52,52%	31,06
2007	R\$1.236.540,42	R\$108.884,10	R\$1.345.424,52	R\$2.661.344,00	50,55%	36,47
2008	R\$1.275.081,38	R\$132.512,25	R\$1.407.593,63	R\$3.031.864,00	46,43%	39,34
2009	R\$1.410.877,98	R\$ 98.974,39	R\$1.509.852,36	R\$3.185.125,37	47,40%	40,40

Fonte: Banco Central do Brasil e Tesouro Nacional

A.2. Tabela das Receitas Totais e principais impostos – IR, Cofins e CSLL (2003-2009)

Ano	Receita Total	IR	Cofins	CSLL
2003	272,245	92,433	59,233	16,613
2004	318,347	101,386	77,918	19,957
2005	360,682	123,747	86,315	25,919
2006	392,542	137,375	92,34	28,116
2007	448,921	160,286	102,838	34,485
2008	505,198	191,755	120,8	43,972
2009	497,619	191,598	117,887	44,238

Fonte: Banco Central do Brasil

A.3. Tabela contendo Taxa Selic; IPCA; e Juros Reais (1999-2009)

Ano	Taxa Selic	IPCA	Juros Reais
1999	27,5	8,6	18,9
2000	17,5	5,8	11,7
2001	17,7	7,4	10,2
2002	19,5	12,5	7,0
2003	22,9	9,3	13,6
2004	16,3	7,6	8,7
2005	19,1	5,7	13,4
2006	15,0	3,1	11,9
2007	11,9	4,4	7,5
2008	12,5	5,9	6,6
2009	9,7	4,3	5,4

Fonte: IpeaData