

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**

**O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: IMPACTOS DA POLÍTICA  
MONETÁRIA SOBRE A FISCAL NO PERÍODO 2000-2012**

**Artigo apresentado como parte do título  
de Bacharel em Economia, no Curso de  
Graduação em Ciências Econômicas,  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da  
Universidade Federal do Paraná.**

**Aluno: Shelbert Braz**

**Orientador: Prof.Dr.Marcelo Curado**

**CURITIBA – 2014**

**Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito necessário para a obtenção do título de bacharel em economia.**

Artigo apresentado em 28/10/2014.

Banca composta por:

---

Orientador: Professor Dr. Marcelo Luiz Curado

---

1º Examinador: Professor Dr. José Guilherme Silva Vieira

---

2º Examinador Professor Dr. José Vladimir Freitas da Fonseca

---

Coordenador: Prof. Dr. Marco Antônio Ribas Cavalieri

Nota: \_\_\_\_\_

Situação: \_\_\_\_\_

\*Shelbert Braz

## Resumo

O presente trabalho possui o objetivo de analisar o impacto do Sistema de Metas de Inflação no Brasil sobre as contas públicas nos dois últimos governos. Desse modo, visa demonstrar de que forma a política monetária contracionista adotada pelo COPOM atingiu seu mecanismo de controle demanda agregada, contemplando seu impacto fiscal, em termos de aumento da DLSP em proporção do PIB, e e as NFSP, no conceito nominal.

**Palavras-chave:** Sistema de Metas de Inflação, Política Fiscal, Dívida Pública.

## Abstract

The present work has the objective of analyzing the impact of Inflation Targeting System in Brazil on public accounts in the past two governments. Thus aims to demonstrate how the contractionary monetary policy adopted by COPOM reached its control mechanism of aggregate demand contemplating its fiscal impact, in terms of increasing the Public Debt - DLSP, according method of calculation in Brazil.

**Keywords:** Inflation Targeting, Fiscal Policy, Public Debt System.

\*Aluno do curso de Graduação em Economia

Universidade Federal do Paraná.

Email: [shbraz.adv@hotmail.com](mailto:shbraz.adv@hotmail.com)

## 1 INTRODUÇÃO

Após muitos anos de instabilidade macroeconômica, como a verificada no decorrer dos anos 1980, e após a consolidação do Plano Real e a adoção do Sistema de Metas de Inflação, o Brasil passou a experimentar uma significativa melhora em alguns dos seus indicadores e gozando de uma relativa estabilidade. Isso pode ser constatado pela relativa queda do desemprego, inflação mais baixa, aumento do consumo das famílias (classe C e D)<sup>1</sup>, redução do nível de pobreza extrema, aumento significativo das reservas cambiais, melhora no Investimento Estrangeiro Direto, dentre outros. Entretanto, o país ainda carrega o elevado peso de uma das mais altas taxas de juros reais do mundo, o mais baixo nível de crescimento do PIB real entre os países emergentes e ainda alto nível de dívida pública em proporção do PIB, com alto custo de carregamento.<sup>2</sup>

Traçando um breve histórico, recorda-se que após o ataque especulativo à moeda brasileira e sua consequente má desvalorização no início de 1999, o Brasil deixou de adotar o regime de bandas cambiais como âncora nominal para o controle do nível de preços e o governo passou a assumir um comportamento sustentado na tríade: câmbio flutuante; altos *superávits* primários; e metas inflacionárias baixas (e decrescentes), cujos efeitos provocaram sérias discussões, tanto no âmbito acadêmico como na mídia especializada em economia.

O ponto central da crítica à política monetária vigente começou a ser construída com mais veemência após a adoção de instrumentos contracionistas, que de um lado controlavam a inflação, por outro foram interpretados como determinantes para frear o crescimento econômico. Pois o Banco Central juntamente com o COPOM (Comitê de Política Monetária), se utilizou da política contracionista antiinflacionária,

---

1 Estudos do economista Marcelo Nery, da Fundação Getúlio Vargas, no livro "A nova classe média", pela editora da FGV, demonstram que houve relativa melhora no ganho de renda real das classes C e D.

2 Apesar de que atualmente está em 35% do PIB a DLSP, muitos países possuem suas dívidas acima de 100%. Mas como se verá adiante, a metodologia do FMI é diferente da do Tesouro Nacional.

via altas taxas de juros (Selic<sup>3</sup>) como instrumento estabilizador do nível de preços,<sup>4</sup> tendo por mecanismo o Sistema de Metas para a Inflação, já adotado com certo sucesso em alguns países, como Canadá, Nova Zelândia, Noruega, Suécia, Espanha, entre outros.

Em contrapartida – e numa posição bem mais confortável -, pode-se afirmar, mediante os lucros obtidos pelo setor financeiro, que os grandes bancos surfaram nas melhores ondas da política monetária vigente, pois as altas taxas de juros atraíram sobremaneira capitais de curto prazo, para aplicação em títulos públicos pós-fixados e indexados à taxa Selic, fazendo diminuir o volume de crédito disponível para o setor produtivo, - e o que lhes foi melhor, sem risco de inadimplência.

O objetivo deste trabalho é estudar os impactos decorrentes da política monetária sobre a fiscal, tendo por base de estudo o mecanismo de controle da demanda agregada por intermédio do Sistema de Metas para a Inflação (*Inflation Targeting*) analisando os efeitos na Dívida Pública no período contemplado entre 2000 e 2012.

Além dessa introdução, o artigo se encontra organizado da seguinte maneira: na seção 2, o trabalho fará uma breve abordagem do referencial teórico sobre o Sistema de Metas de Inflação encontrado na literatura de macroeconomia, bem como contextualiza a necessidade de se adotar uma medida realmente eficaz de estabilização de preços. Também serão abordados alguns exemplos internacionais que contribuíram significativamente para que o regime de metas inflacionárias fosse implantado no Brasil, já que ficou provada a fragilidade das bandas cambiais como âncora nominal para o controle do nível de preços, dada a instabilidade do sistema financeiro internacional, – muito mais pós-globalização.

Em seguida, na seção 3, serão contemplados os principais efeitos dessas medidas sobre a dívida pública – analisando a evolução da relação Dívida Líquida/PIB, as Necessidades de Financiamentos do Setor Público-NFSP, bem como a interação na composição da Dívida Pública Federal no período, já que houve uma significativa

---

3 SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

4 De acordo com a literatura de macroeconomia estabilidade macroeconômica é mais abrangente que estabilidade de preços, por contemplar mais variáveis importantes.

mudança no seu perfil. Também se apresentará a sua “composição ótima”, de acordo com a visão do Tesouro Nacional, que seria compatível em termos de solvência e sustentabilidade com o ritmo da economia brasileira. Na quarta seção serão apresentadas algumas simulações entre algumas variáveis (crescimento real do PIB, juros reais e superávit primário, para se entender o esforço fiscal e as interações entre os juros e as contas públicas. Na quinta e última seção serão feitas as considerações finais em termos dos resultados apresentados em decorrência da condução de tais políticas adotadas (monetária e fiscal).

## **2 A ADOÇÃO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL**

O regime de metas inflacionárias surgiu pela necessidade de se adotar um modelo de contração da demanda e estabilidade de preços devido aos insucessos históricos de políticas de choques heterodoxos já experimentados nos anos 1980, com sucessivos planos econômicos (planos Cruzado, Bresser, Collor, Verão). Era época da famigerada *inflação inercial*, e da política de choques, que abalaram a estrutura econômico-financeira e social com seus “componentes psicológicos”, agindo em histerese, moldando o comportamento da economia brasileira naquele período, com altíssima inflação, gerando graves distorções de preços relativos, escassez de produtos, e principalmente “estagflação”, etc.<sup>5</sup>

De acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2008), no ano 1989 a inflação chegou ao patamar de 1.863% ao ano, quando também as taxas de juros nominais chegaram a 2.506%a.a. E se levar em conta os juros reais, em 1992, o Brasil apresentou o patamar nada cômodo de 40% ao ano.

Portanto, após a adoção do plano real, em 1994, e a gradual estabilidade que começava a se desenhar pela política macroeconômica, o governo ainda tentava o controle da inflação através do câmbio, por intermédio de bandas cambiais, estipulando um piso e um teto para a paridade da moeda brasileira em relação ao dólar. Com esse mecanismo permaneceu até o ataque especulativo ao real e a sua

---

<sup>5</sup> A esse respeito com maior profundidade recomenda-se o livro “Economia Brasileira Contemporânea”, de Amaury Patrick Gremaud e Marco Antônio Sandoval de Vasconcellos, Ed. Atlas, 7ª edição.

consequente desvalorização no início de 1999, quando o governo, por meio do Banco Central, passou a adotar o regime de câmbio flutuante, mudando o regime de controle do nível de preços por meio de taxas de juros, isto é, com a adoção do sistema de metas Inflacionárias.<sup>6</sup>

Houve certo consenso entre os *policymakers* brasileiros e o Fundo Monetário Internacional-FMI a respeito de que a inflação em patamares baixos e estáveis seria o objetivo primário no longo prazo, de política monetária, e o Sistema de Metas para a Inflação foi considerado como um instrumento eficaz para orientar a política monetária.

O regime de Metas para a Inflação foi instituído pelo Decreto Presidencial 3088, em 1999 e regulamentado no âmbito administrativo pelo Conselho Monetário Nacional por meio da Resolução 2615, sendo escolhido o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, do IBGE, como índice oficial para nortear as metas estipuladas pelo CMN e que seriam buscadas pelo COPOM periodicamente.<sup>7</sup>

Em particular, o SMI foi visto como se propiciasse uma âncora nominal, de modo que também objetivasse, no longo prazo, mais transparência para uma melhor condução da política monetária, facilitando a sua comunicação, compreensão, avaliação e orientação de política eficaz por focar a atenção dos formuladores de políticas sobre as consequências de longo prazo. Como se vê sobre o consenso geral a que se chegou por parte dos formuladores de política monetária no Brasil à época, em reunião com integrantes do FMI - em Bogdanski et al (2000):

*“Low and stable inflation was singled out as the primary long-run objective of monetary policy, and inflation targeting was regarded as an effective*

---

6 De acordo com o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Socioeconômicos - Dieese, o processo de especulação financeira, iniciado em julho de 1998, foi caracterizado por volumosas saídas de reservas internacionais. As medidas governamentais em reação a esse processo envolveram a oficialização de acordos do governo brasileiro com um consórcio de instituições e monitoramento do Fundo Monetário Internacional (FMI), de modo a garantir, com recursos de empréstimos dessas instituições, a recomposição das reservas; a tentativa de criação de um sistema de bandas cambiais; a passagem de três presidentes pelo Banco Central, em menos de dois meses; a má desvalorização da moeda brasileira, no final do mês de janeiro de 1999; e, finalmente, a instituição, em caráter oficial, do sistema de livre flutuação da taxa de câmbio (Dieese, 2000).

7 Algumas críticas vindas do meio acadêmico, citadas no início deste artigo, referem-se ao fato de que esse índice adotado pelo Banco Central, o “IPCA cheio”, considera também aqueles preços administrados por contratos, que não sofrem impactos da política monetária. Por exemplo: tarifas de energia elétrica, contas de água e luz, tarifas públicas etc.

*framework for guiding monetary policy. In particular, inflation targeting was seen as providing a nominal anchor both for monetary policy and inflation expectations, making this anchor identical to the long-run objective of monetary policy; providing more transparency and accountability to the design and implementation of monetary policy; facilitating its communication, understanding, and assessment; and providing effective policy guidance by focusing policymakers' attention on the long-run consequences of short-term policy actions.” (Brazil – Selected Issues and Statistical Appendix – International Monetary Fund, July 16th, 1999).<sup>8</sup>*

Mas essa política monetária contracionista trouxe consigo sérios debates a respeito da própria teoria econômica que dá lastro a conduções de tais políticas. Como em Bresser e Nakano, (2002) – citado por Oreiro e Curado (2005), ao falar em "problema dos juros", estamos nos referindo à manutenção da taxa de juros real, no Brasil, em patamares elevadíssimos do ponto de vista internacional. (...) a economia brasileira apresenta taxas de juros reais muito mais altas do que a de países que possuem o mesmo *rating* de risco, tal como elaborado pelas agências internacionais de risco.<sup>9</sup>

As reuniões periódicas do COPOM, com anúncio de elevar a taxa básica de juros causou reações e críticas adversas, principalmente pelo fato de que os bancos foram excessivamente privilegiados, ao rolar a dívida do governo, em detrimento do setor produtivo da economia, sendo a indústria afetada sobremaneira por conta disso.

O professor Bresser, em *Macroeconomia da Estagnação*<sup>10</sup>(2007), sobre as taxas de juros, rebate as argumentações sobre os motivos dos juros altos: i) devido à taxa de risco-Brasil; II) aumento da taxa para aumentar a poupança brasileira; iii) faltam reformas; iv) problema fiscal. Segundo o autor, o que realmente onera a dívida pública

---

<sup>8</sup> *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Joel Bogdanski, Alexandre Antonio Tombini, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang . Texto nº1 para Discussão, do Banco Central; (2000, p.10).

<sup>9</sup> Principalmente a Standard & Poors.

<sup>10</sup> *Macroeconomia da Estagnação - Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994-Capítulo 7- Taxas de Juros*. Ed.34. O livro de Luiz Carlos Bresser Pereira, nas palavras da própria editora, faz uma poderosa crítica ao pensamento hegemônico que se expressa, em escala global no campo da economia, pelas políticas ortodoxas convencionais. Tendo se posicionado contra o consenso de Washington já no início da década de 1990, Bresser-Pereira agora aponta enfaticamente para a necessidade de retomada do crescimento econômico brasileiro, rompendo com o conjunto de diagnósticos, recomendações e pressões que os países ricos fazem aos países em desenvolvimento. O autor identifica o círculo vicioso que emperra a economia brasileira, ao mesmo tempo em que indica os caminhos para a sua superação através de um modelo econômico original, que ele denomina novo desenvolvimentismo.

são os juros altos, pois a maior parte dos títulos da dívida pública brasileira, em vez de juros de longo prazo (Risco - Brasil), está indexada pelos juros de curto prazo, a Selic. A armadilha na qual a economia brasileira se encontra, presa às altas taxas de juros e à apreciação do câmbio, interessa apenas aos rentistas, ao setor financeiro, às multinacionais e ao hegemom (EUA) que, com o seu poder ideológico, impõe o seu *confidence building*.<sup>11</sup>

Numa explicação conceitual e precisa, pode-se dizer que um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinada (Svensson, 1998; Bernanke et al., 1999; Bogdanski; Tombini; Werlang, 2000; Mendonça, 2001).

No que tange à política macroeconômica adotada pelo governo, o principal mecanismo e instrumento balizador é a curva expectacional de Phillips, base da *função de reação* do Banco Central, em que se tomam por base as variações entre juros e a respectiva resposta no nível da inflação.

Como frisa SICSU (2002)<sup>12</sup>, os defensores da adoção de metas de inflação acreditam que a política monetária não é um instrumento que possa estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego. Apoiam suas crenças na hipótese da existência da “taxa natural de desemprego”, na curva expectacional de Phillips e no chamado viés inflacionário. Postulam que uma política monetária que aumente a liquidez da economia (e/ou reduza os juros) objetivando estimular o crescimento somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes.

Alguns autores, como Kydland e Prescott (1994), consideram que nem sequer efeitos passageiros seriam produzidos, somente inflação seria gerada. Assim sendo, a política monetária não deve ser utilizada para apoiar o crescimento econômico de um país. Caso uma política monetária ativista fosse implementada, estaria verdadeiramente sendo inócua no curto prazo, e adicionalmente, estaria dificultando

---

11 “Construção de confiança” de acordo com o critério e modelo do capital financeiro norteamericano.

12 *ibidem*

o crescimento no longo prazo, pois estaria gerando um ambiente de inflação.

O modelo teórico adotado pelo Banco Central se baseia fundamentalmente na Curva expectacional de Phillips – <sup>13</sup> que genericamente informa ao governo os resultados da política monetária no País, que nada mais é do que informá-lo quando deve aumentar ou diminuir as taxas de juros, tendo por base a evolução da inflação.

Um ponto importante que cabe destacar é que a instituição de metas de inflação traz ao público mais transparência, o que por sua vez, dá certa credibilidade ao Banco Central quanto à condução da política monetária. Além disso, reduz a incerteza do mercado, quanto à tomada de decisões com relação a investimento, conduzindo a inflação à sua taxa “natural” (Bernanke et al., 1999).

Por outro lado, a implementação de sistema de metas inflacionárias pode trazer algumas desvantagens. De acordo com Canuto (1999), os gestores de metas de inflação se defrontam com alguns erros de previsões, dada à instabilidade financeira dos mercados, às turbulências do cenário internacional, possíveis choques de oferta e demanda. Além disso, existem *gaps* temporais entre as medidas tomadas pelo Banco Central e sua efetividade no campo real da economia. E por fim, uma busca excessiva por baixos níveis de inflação acarreta uma elevação também excessiva dos juros, de modo que possa haver variação entre o produto efetivo e o potencial, prejudicando o crescimento da economia.

Contudo, deve-se frisar que houve abandono por parte dos bancos centrais internacionais do **regime das metas monetárias**<sup>14</sup>, por meio do controle na emissão da quantidade de moeda, pela própria observação de pouca relação da quantidade de moeda emitida e o nível de preços efetivamente constatado (Mankiw, 2009). Dessa forma, o Banco Central, em vez de procurar controlar a quantidade de moeda, deve procurar se atentar a taxa de juros efetiva e a taxa de juros de equilíbrio (Blinder, 1998).

---

13 A Curva de Philips original, de acordo com Mankiw (2009), baseava-se na relação de inflação de salários e nível de desemprego, sendo posteriormente em seu aperfeiçoamento sendo verificada a relação do nível geral de preços e desemprego, e por fim, incorporando-se o papel das expectativas, por isso denominada de curva “expectacional”, por contemplar o papel das expectativas.

14 O Sistema de Metas Monetárias obteve relativo sucesso na Suíça antes do segundo choque do petróleo e na Alemanha (antes da reunificação); por outro lado não obteve relação explicativa entre aumento dos agregados monetários nos EUA, Reino Unido e Canadá. Para maiores informações ver artigo de Frederich Mishkin: *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries*. Columbia University, Janeiro, 2000.

Por essa ótica, se a taxa de juros real estiver acima da taxa de juros de equilíbrio há uma perda social em termos de nível de atividade econômica.<sup>15</sup> Sendo o oposto também verdadeiro, se a taxa de juros de equilíbrio estiver abaixo da taxa de juros efetiva, haverá uma aceleração do nível de atividade econômica, gerando inflação.

A crítica vinda de centros acadêmicos estaciona nesse ponto em que a taxa de juros brasileira poderia estar acima da taxa de juros de equilíbrio, e com isso o crescimento da economia estaria sendo prejudicado. Além disso, o fato de grande parte da dívida pública do governo ter sido atrelada a papéis corrigidos pela Selic, o governo estaria preso a uma armadilha dos juros altos, como supracitado pelo professor Bresser.

De acordo com Curado e Oreiro (2005), embora o controle inflacionário seja uma condição necessária para o desenvolvimento, não é suficiente, já que o regime de metas precisa de uma discussão sobre uma perspectiva mais ampla, inclusive com reconhecidos centros acadêmicos de economia, e que inclua o conceito de estabilidade macroeconômica, incorporando além das discussões sobre a inflação, as interações entre a política monetária e a fiscal. Além disso é ressaltado o próprio modelo de governança da política monetária, por ser muito concentrado em poucos agentes do governo.

No que tange ao impacto fiscal sobre as contas públicas, estes se tornam mais visíveis quando se analisa que o governo buscou elevados *superávits* primários para suprir o *déficit* no conceito nominal. Em outras palavras, o esforço fiscal para reduzir gastos, aumentar a arrecadação para pagamentos do serviço da dívida. Para Bresser (2007)<sup>16</sup>, o modelo adotado pelo Brasil, de crescer com poupança externa, apreciação cambial e elevadas taxas de juros é um modelo que leva ao descontrole e da própria perda do sentido de Nação, que levou a uma estagnação econômica. O professor Bresser faz severas críticas ao fato de que a apreciação cambial deteriorou a balança

---

15 Na explicação dos livros-textos de macroeconomia, como em Mankiw, 2009, o abandono das metas monetárias se deu por conta de se verificar uma relação muito pequena entre o aumento dos agregados monetários e o nível de inflação, de modo que não se justificavam mais manter a crença nessa relação, por haver um descompasso entre o aumento da quantidade de moeda, sua velocidade de circulação e o nível de preços. Ao se perguntar ao Presidente do Banco Central do Canadá por quê o banco havia abandonado os agregados monetários, ele respondeu: " nós não abandonamos, eles nos abandonaram..."(Mishkin,2000).

16 Ibidem,2007.

comercial, tão dependente da exportação.

Os elementos teóricos que caracterizam o regime de metas são três principais: i) a taxa “natural” de desemprego, ii) a curva expectacional de Phillips; iii) e o viés inflacionário. Na visão de Carvalho (2000), usa-se a expressão “natural” para desagregar as causas monetárias, das institucionais e estruturais, o que caracteriza, como já supracitado, a economia operando a pleno emprego quando a taxa natural se encontra no mesmo ponto do emprego efetivo.

A curva de Phillips original, que foi adaptada por Friedman e Phelps<sup>17</sup> apud Dornbush e Fisher (1991) mostra a relação existente entre taxa de inflação e o desemprego [ $g_w = -\lambda (\mu - \mu^*)$ ]. Após a adaptação, incorporou-se a inflação futura, ou seja, com expectativas [ $g_w = \pi^e - \lambda (\mu - \mu^*)$ ]. No modelo  $g_w$  demonstra a taxa de crescimento dos salários,  $\pi^e$  refere-se à inflação esperada e  $\lambda$  é um parâmetro que mensura a diferença na taxa de desemprego ( $\mu$  é a taxa de desemprego efetiva e  $\mu^*$  a taxa de desemprego natural). Quando  $\mu^*$  é igual a  $\mu$ , significa dizer que o nível de desemprego efetivo está igual ao desemprego natural.

O instrumento básico que norteia a política monetária do Banco Central é o aumento da taxa de juros para contrair a demanda, ainda que a inflação não seja de demanda. A *função de reação* do Banco Central, mostrada por HALDANE e SALMON (citado por SICSU, 2000) é o parâmetro utilizado pelo BACEN para conduzir a Política Monetária. Tal equação é exposta a seguir:  $\Delta i_t = \beta(\Delta p_{t-1} - MI)$  ou  $\Delta i_t = \alpha[ E_{t-1}^{BC} (\Delta p_{t+1}) - MI ]$  em que  $i$  é a taxa de juros,  $p$  o nível de preços,  $E^{BC}$  é a expectativa dos *policy makers* e  $MI$  é a meta em que  $\alpha$  e  $\beta$  são coeficientes maiores do que zero ( $\alpha > 0$  e  $\beta > 0$ ).

Enfatiza o autor que tal poder, embora limitado, pode ser maior ou menor, isto dependerá da regra de política monetária que a *função de reação* do banco central especificar. Com base nas críticas advindas de muitos intelectuais e a da mídia especializada, passou-se a aceitar o modelo keynesiano para explicar a inflação, mesmo porque vários tipos de inflação não são de demanda - e para ser instrumento de críticas ao modelo vigente, que desprezava principalmente o papel dos preços administrados por contrato, computando-o na composição do Índice de Preço ao

---

17 FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. American Economic review, março, 1968 e PHELPS, E. Phillips curve, expectation of inflation, and optimal unemployment over time. Econômica, 1967.

Consumidor Amplo - IPCA, e, por conseguinte, aumentando-se os juros para uma variável exógena ao modelo, isto é, que não poderia ser afetada pela política monetária. E o ponto central desta crítica é que a economia brasileira estaria deixando de crescer por causa dos juros altos, prejudicando o investimento e o total de crédito disponível para o setor produtivo.

**Tabela1 – Taxa de Crescimento do PIB Real do Brasil e alguns Países 1999-2011 em %**

Países	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
África do Sul	3,0	1,9	3,5	4,9	5,0	5,1	3,1	-1,8	2,8	3,1
Brasil	1,0	-0,2	5,1	2,3	3,7	5,4	5,1	-0,6 <sup>18</sup>	7,5	2,7
Coreia do Sul	6,2	3,1	4,6	4,0	4,8	5,0	2,2	0,2	6,1	3,6
China	8,0	8,0	9,1	9,1	10,2	11,9	9,0	9,1	10,3	9,2
Rússia	4,2	7,3	6,7	6,4	6,7	8,1	5,6	-7,9	4,0	4,3
<b>Crescimento Médio no Período</b>										
Brasil										3,30
Países Selecionados										6,29

Fonte: IBGE e Indexmundi/ Elab. Própria

Mas cabe frisar que embora o sistema de metas de inflação via taxa de juros possa ser eficiente no combate à inflação, pelo fato de haver um *trade-off* entre inflação e desemprego, ao menos no curto prazo, essa relação é inexistente no caso de choques de oferta, como p.ex. um aumento do preço do petróleo, como frisa Blanchard, 2008.<sup>19</sup> Assim, alguns bancos centrais como o da Nova Zelândia, preferem expurgar do cálculo de inflação alguns bens e serviços afetados por esses choques (Curado e Oreiro, 2005).<sup>20</sup>

Outro problema apontado pelos autores se refere ao papel das expectativas, que

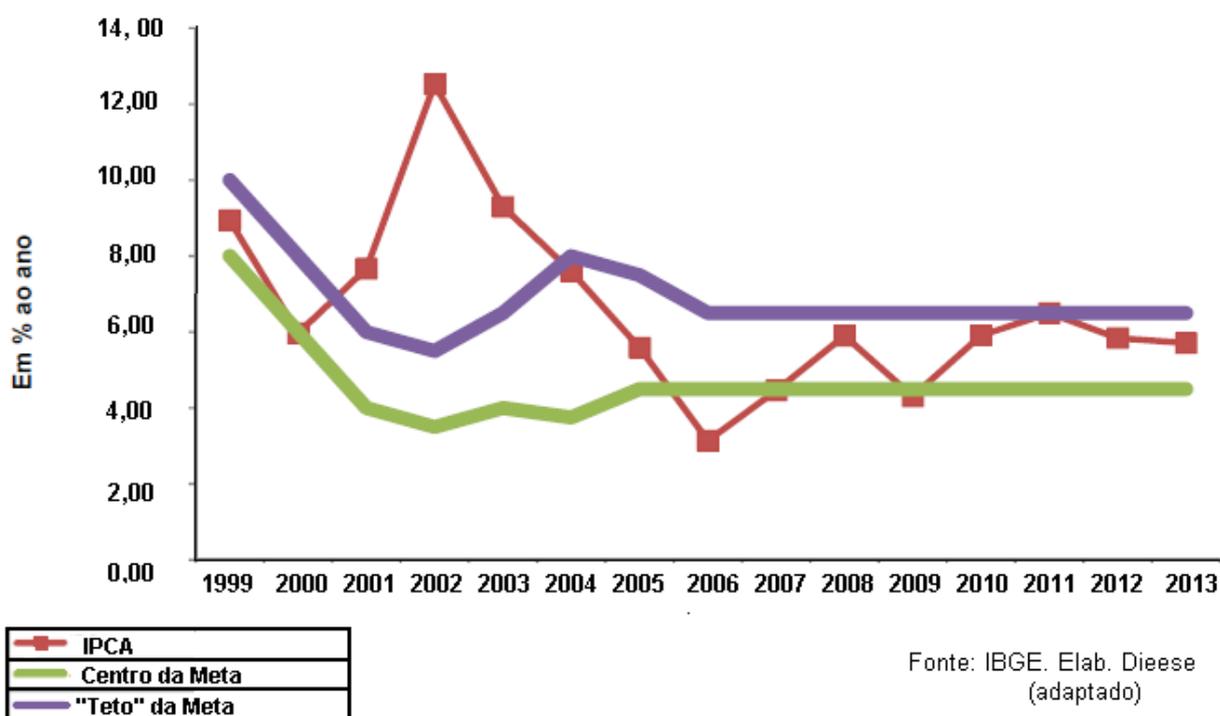
18 Alguns dados sobre o (de)crescimento do PIB em 2009 apontam -0,3%IBGE, deflator IPCA, outros 0,6%.

19 Livro-texto Macroeconomia, em outras edições mais recentes, idem.

20 O sistema de metas de inflação na Nova Zelândia é previsto na própria Constituição do país. E o presidente do Banco Central é demitido se não conseguir manter a meta naquele período. Frederich Mishkin - "From monetary targeting to Inflation Targeting: lessons from industrialized countries", Columbia University, NBER, 2000.

formadas por alguns poucos agentes, em grande medida por departamento de análise financeira do mercado financeiro, em sua maioria bancos, dado o poder de influência desse setor na formação das expectativas, pode criar um viés para cima, e forçar uma alta nas taxas de juros, por conta de seu próprio interesse. Além disso, pelo fato de o COPOM buscar índices declinantes de inflação, força-se naturalmente o país a conviver com taxas de juros sempre em patamares altos.<sup>21</sup>

**Gráfico 1 - Comportamento do IPCA, Centro e “Teto” das Metas de Inflação 1999-2013.**



Por este prisma, as metas de inflação suscitaram alguns pontos negativos em termos de custo social, pois além do fraco crescimento da economia e elevados gastos

21 A teoria keynesiana acredita que a política monetária possui um papel fundamental sobre a economia e que realmente pode afetá-la. Haja vista que o mundo real é tomado por incertezas, e por conta disso, a moeda não é simplesmente um meio de troca, e sim, também, um “ativo de valor” que proporciona segurança aos seus detentores em certas circunstâncias. Assim, justificam-se a poupança e o investimento. No que tange à inflação e ao desemprego, Keynes (1972, p.15) afirma que não é necessário compararmos um mal com o outro. Mas que é necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados. James Tobin (1996) também argumenta na mesma linha, no sentido de que as autoridades monetárias não deveriam, em verdade, não podem fugir da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Mas esclarece que, para evitar mal-entendido, afirma com toda clareza que não está advogando contra a preocupação com a inflação.

com juros da dívida, o governo deixou de investir em educação, segurança, saneamento e em outros setores públicos essenciais à população, principalmente na infraestrutura, que atualmente é um dos fatores responsável pelo encarecimento das mercadorias. O governo ainda precisou de ajustes orçamentários para atender às normas do FMI, e assim, fazer transparecer confiança aos credores internacionais. Mas de acordo com o Tesouro Nacional essa confiança aumentou gradativamente no decorrer do governo, na medida em que passou a fase de insegurança pelo fato de ser eleito um presidente de esquerda, os investidores em títulos da dívida passaram a dar preferências por vários títulos brasileiros – e nas avaliações de risco o Brasil passou a obter significativa melhora no perfil de seus papéis por estar a caminho de alcançar o grau de investimento conforme índices calculados pelas agências internacionais de risco<sup>22</sup>.

A partir de 2003 a previsão era de se economizar 70 bilhões de reais anuais até 2007 para pagamento dos juros da dívida, ou seja, um *superávit* primário superior à previsão dos gastos sociais. Tal meta estava fundamentada na Lei 10.933/04 que instituiu o Plano Plurianual, no qual se estabeleceu o aperto fiscal para o período 2004/2007. (Tesouro Nacional, 2002) <sup>23</sup>

Aliado a isso, começou a ganhar força a proposta do professor Delfim Neto para se obter *déficit* nominal zero, ou seja, a partir do momento em que se igualasse o nível dos juros da dívida com o *superávit* primário, o governo ficaria menos dependente de conseguir novos empréstimos para pagar essa diferença restante atualmente. Dessa forma, tornando-se mais independente de tomar novos empréstimos dos bancos e outras instituições financeiras, o governo poderia praticar taxas de juros mais baixas. Com taxas de juros reais mais baixas, o setor produtivo retomaria ao crescimento.

Diante disso, gradualmente o governo tem se mantido na busca de conseguir altos *superávits*, como é explicado pelo próprio Tesouro Nacional (2008). O problema se encontra no custo social a ser pago em termos de redução nos investimentos em

---

22 A agência de *ratings* Mood's é uma das agências que mensuram o risco de se investir em determinado país, caso o país esteja com a sua melhor classificação o país recebe o "grau de investimento", caso esteja abaixo de sua classificação recebe o "grau de especulação" (Tesouro Nacional, 2005).

23 Vale comentar que de acordo com a publicação "Dívida Pública: a experiência Brasileira", do próprio Tesouro Nacional, o Brasil apresentava risco de default na dívida pública em 2002, antes da eleição presidencial, pela s agências classificadoras de risco, tendo de aumentar o prazo de maturação dos títulos e juros para se tornarem atrativos.

educação<sup>24</sup>, saúde, previdência, saneamento, e principalmente em infraestrutura, que deveria ser uma das grandes preocupações do presente governo.<sup>25</sup> Por outro lado a pergunta que fica é: e se os juros internacionais voltarem a subir por qualquer motivo outro, e o Brasil precisar novamente aumentar os juros domésticos para não deixar haver uma fuga de capitais,<sup>26</sup> não voltaria novamente ao mesmo lugar freando o crescimento da economia, que já é baixo, e transmitindo por derivação os efeitos da política monetária sobre a fiscal? Para responder a essa pergunta se faz necessário conhecer o perfil da dívida brasileira e de que forma é impactada pela política de juros.

### 3 IMPACTO DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A FISCAL

Pelo fato de o grande problema do governo vigente durante o sistema de metas de inflação não ter sido a Dívida Pública Federal Externa, já que o governo por meio do Tesouro Nacional conseguiu de certa forma estancar esse capítulo da economia brasileira, este trabalho se foca na dívida pública interna, que ocupou grande destaque no período de SMI.

Mas vale ressaltar o papel de algumas medidas institucionais que foram fundamentais para a condução da política fiscal: começando pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LC 101/2000), que de certa forma, exigiu maior responsabilidade dos estados e municípios, o Plano Plurianual (PPA), a Lei de

---

24 O governo investe em média 8,5% do PIB em educação (em 2003, já chegou a pagar mais do que isso em juros da dívida). Em 2013, no Exame internacional do PISA saiu a classificação do Brasil no *ranking* de educação para estudantes até 15 anos em ciências e matemática. Pois bem, uma das sete maiores economias do mundo está na nada honrosa classificação de 53º lugar, entre os 65 países participantes...

25 Ao se “regulamentar permissivamente” o setor financeiro, abriram-se também brechas para se “legalizar” um termo chamado “juros de mercado”, mesmo sendo um setor de oligopólio, isto é, o Congresso com a votação de tal Emenda, concedeu a permissão para bancos praticarem, “taxas de livre mercado”, com grande poder de barganha diante da população, das empresas e do próprio governo. Isso ficou evidente com decisões de Tribunais Superiores, amparados pela EC/40 2002, com a revogação dos incisos do Art.192 da Constituição Federal. A esse respeito consultar uma Constituição Federal anterior 2003 e comparar com uma atualizada, pós EC40.

26 A revogação do Art.192 da CF/1988, com a institucionalização da EC/40 2003 possui pouco destaque nos artigos de economia e mesmo de direito. O fato é que o setor bancário é setor de oligopolio, mas praticam juros livremente, ao belprazer do mercado, pois não há um teto regulador, a não ser uma pouca concorrência, que somados aos *spreads* bancários e o risco de inadimplência tornam muito altos ao tomador de empréstimos.

Diretrizes Orçamentárias (LDO) <sup>27</sup> e a Lei de Orçamento Anual (LOA), que na visão do Tesouro Nacional (2008), são leis interdependentes, na medida em que atuam conjuntamente para o equilíbrio fiscal e para uma melhor qualidade do gasto público. Dessa forma algumas medidas institucionais atuaram em conjunto com a política monetária e fiscal, enquanto o governo buscava por meio das metas inflacionárias a estabilidade.

Antes de tecer comentários à dívida pública, vale argumentar que o endividamento público é um instrumento fundamental, é essencial para a distribuição intertemporal ótima das políticas públicas, pois é imprescindível para suprir o lapso temporal entre a arrecadação e a alocação dos recursos públicos (Da Costa, Carlos Eugênio E.L., 2008).<sup>28</sup> É por meio dele que a provisão dos bens públicos pode ser dissociada da arrecadação. Porém, é necessário que a política fiscal tenha que ser crível, solvente e sustentável, para que a economia não sofra com suas medidas. E não há como desvincular a sustentabilidade da dívida do tamanho e da taxa de crescimento da economia, bem como de sua parcela indexada aos juros.<sup>29</sup>

Para tanto, é cabível analisar a restrição orçamentária do governo. Como explica o referido autor, a Dívida Pública evolui de acordo com a seguinte relação  $B_{t+1} = (1+rt)B_t + G_{t+1} - T_{t+1}$ , em que  $B_t$  é o valor da dívida do governo no momento  $t$ ,  $rt$  é a taxa de juros em  $t$ , e  $T_t$  e  $G_t$  são as receitas e as despesas do governo, respectivamente, no tempo  $t$ . E essa identidade permanece em  $t+2$ ,  $t+3...$  e  $t+s...$  etc.

---

27 A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) é o instrumento por meio do qual o governo estabelece as principais diretrizes e metas da Administração Pública para o prazo de um exercício. Ela estabelece um elo entre o Plano Plurianual de Ação Governamental e a Lei Orçamentária Anual, uma vez que reforça quais programas relacionados no PPAG terão prioridade na programação e execução orçamentária. Conforme disposto na Constituição Federal, compete à LDO traçar diretrizes para a elaboração da Lei Orçamentária Anual do exercício subsequente a sua aprovação, assegurar o equilíbrio fiscal das contas públicas, dispor sobre alteração na legislação tributária e estabelecer a política de aplicação das agências financeiras de fomento. Fora as exigências constitucionais, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) ampliou as atribuições da LDO conferindo-lhe o papel de apresentar os resultados fiscais de médio prazo para a administração pública. O projeto de Lei da LDO, que contém a consolidação das propostas parciais de cada Poder (Legislativo, Judiciário, Ministério Público, e Defensoria Pública), é elaborado pelo chefe do Poder Executivo auxiliado por seu corpo técnico da Secretária de Estado de Planejamento e Gestão. Ele deve ser encaminhado à Assembléia Legislativa do Estado até o dia 15 de maio para ser aprovado na primeira sessão legislativa (site do Ministério do Planejamento, [www.planejamento.gov.br](http://www.planejamento.gov.br)).

28 Para um estudo mais completo e detalhado da Dívida Pública, recomenda-se o livro "Dívida Pública: a experiência brasileira", 2008, livro escrito por vários autores, sendo alguns servidores diretos do Tesouro Nacional e outros do Banco Mundial.

29 Em se tratando de Dívida Pública Externa também é necessário analisar a taxa de câmbio, ou mesmo na dívida interna quando há muita participação de títulos cambiais.

Dessa forma, utiliza-se  $r_t$  para designar a taxa de juros de um título comprado em  $t$ , que será resgatado no tempo  $t+1$ . Por conseguinte,  $G_t - T_t$  representa o *déficit* primário (Da Costa, Carlos Eugênio E.L., 2008).

É de praxe se analisar a relação dívida/PIB de um país, para que se consiga perceber o *superávit* necessário e a própria capacidade de essa economia gerar tal *superávit*. Dessa forma cabe aplicar a fórmula  $0 = (R_t - Y_t) / (1 + y_t) B + G_{t+1} - T_{t+1} \rightarrow T_{t+1} - G_{t+1} = (r_t - Y_t) / (1 + Y_t) b$ . O lado direito da expressão dá o *superávit* como proporção do PIB necessário para estabilizar a relação Dívida/PIB em função da relação da Dívida/PIB atual, da taxa de juros e da taxa de crescimento da economia (Da Costa, 2008).<sup>30</sup>

Por esse prisma, hipoteticamente se pode calcular para um país cuja relação Dívida/PIB seja 40%, cujas taxas de juros sejam 6% e cuja taxa de crescimento dessa economia seja de 5%, o *superávit* primário necessário para a estabilização da relação dívida/PIB. De modo que  $(r_t - y_t) \times b_t = (0,06 - 0,05) \times 0,4 = 0,04$ . Em outras palavras, 4% do PIB<sup>31</sup>. Com essa simples análise o governo pode fazer seu orçamento anual sem se descuidar da sustentabilidade da dívida em relação ao PIB. Além desse parâmetro de análise, há outros estudos que mesclam esses instrumentos, fazendo adaptações das ferramentas de gerenciamento de risco *Value-at-Risk (VaR)* e *Cost-at-Risk (CaR)*, como formas alternativas de apresentar a relação DP/PIB que não impliquem necessariamente a constância dessa relação, mas sim sua dinâmica no tempo (Da Costa, 2008).<sup>32</sup>

Na lição do professor Ilan Goldfajn (2005), o governo é considerado solvente se o valor presente descontado (VPD) de seus gastos primários correntes e futuros não for maior que o VPD da trajetória de suas receitas correntes e futuras, líquidas de qualquer endividamento inicial. E que a posição da dívida de um governo é

---

30 Para uma simulação mais detalhada a esse respeito recomenda-se o estudo realizado pelo ex-Diretor do Banco Central e professor da PUC-RJ, Ilan Goldfajn, no texto sobre a dívida pública "Há razões para duvidar de que a Dívida Pública no Brasil é sustentável?", Cadernos de Altos Estudos, Tesouro Nacional, 2005, em que apresenta simulações com taxa de câmbio, taxas de juros, crescimento do PIB e combinações dessas variáveis.

31 O *superávit* perseguido pelo governo para pagar juros da dívida ultrapassou 8,5% do PIB em 2003 (Tesouro Nacional, 2008).

32 Barnhil e Kopits (2003), "Assessing Fiscal sustainability under uncertainty", IMF working paper, International Monetary Fund, 2003.

considerada sustentável se satisfizer o valor presente da restrição orçamentária sem uma correção maior no futuro, a qual poderia não ser factível ou desejável, por razões econômicas ou políticas. Na mesma linha, o *superávit* primário requerido seria dado por  $s \geq (r-g)*d/(1+g)$ , em que  $r$  seria a taxa de juros real,  $d$  o montante da dívida e  $g$  a taxa de crescimento do PIB.

Em trabalho realizado por Garcia e Rigobon(2005),<sup>33</sup> procura-se estudar a sustentabilidade da dívida mediante a perspectiva do gerenciamento de risco (*risk management*) pelo fato de que uma variável poderia influenciar a outra e uma visão da dinâmica da dívida sobre o cenário de risco seria, na visão dos autores, mais contundentes. Para tanto utiliza um vetor auto-regressivo (VAR) juntamente com simulações de Monte Carlo, a fim de analisar a trajetória dinâmica da dívida no tempo, sua sustentabilidade com a percepção de risco de mercado dada pelo *Spread* dos títulos soberanos do Brasil (EMBI<sup>34</sup> *Spread*).

Entretanto, a Dívida Pública em proporção do PIB foi um dos mais polêmicos temas no período em análise, pelo fato de que foi indexada, em grande medida, à taxa Selic nas operações de compra-venda de títulos públicos (operações de *open market*), e por ter apresentado risco de *default* em 2002, antes da eleição presidencial e aumentar consideravelmente em 2003/2004.

De acordo com Cesar Mattos (2005), quando a dívida se eleva muito, a estratégia de financiamento dos déficits fiscais via emissão de dívida vai se tornando cada vez mais difícil. Se a autoridade fiscal puder forçar a autoridade monetária a emitir moeda para financiar os déficits do governo sem emissão de mais dívida, isso acarreta inflação. Conclui-se que a inflação pode se tornar um fenômeno, em última análise, mais fiscal do que propriamente monetário, o que está de acordo à visão de Sargent e Wallace (1981).

O comportamento da dívida brasileira chamou a atenção da mídia especializada e da academia nos centros de economia do Brasil e até de outros países, como estudo

---

33 O trabalho "A Risk Management Approach to Emerging Markets Sovereign Debt Sustainability With An Application to Brazilian Data / Uma abordagem baseada no conceito de Risco à Análise da Sustentabilidade da Dívida Pública com aplicação de dados brasileiros" pode ser encontrado no próprio site do professor da PUC-Rio Marcio Garcia ou no site do NBER, em inglês. Apesar de que este trabalho é contestado por Ilan Goldfajn pela falta de clareza nas variáveis e nos critérios adotados.

34 Emerging Markets Bond Index –Calculado pelo Banco JPMorgan.

elaborado pelo professor Blanchard, do Massachusetts Institute of Technology (MIT).

Por conta disso, o governo se tornou refém de sua própria política, na medida em que a alta na taxa Selic efetuada pelo Banco Central para conter a inflação, era imediatamente transmitida nas contas públicas, quando de sua indexação à mesma Selic, como as Letras Financeiras do Tesouro-LFT's, que chegaram a ocupar a maior parte da carteira de títulos públicos. Dados do próprio Tesouro Nacional ilustram isso ao demonstrar graficamente que em 2003 as LFT's eram mais de 50% da composição da DPMFi, exatamente na época da maior alta dos juros constatada no período. E ainda de acordo com dados divulgados pelo jornal Folha de S.Paulo, 2005, com dados do Banco Mundial, o Brasil ocupava o primeiro lugar do mundo em taxas de juros reais, no patamar de quase 14% - o dobro da taxa do segundo colocado, a Turquia.

De acordo com tese de doutoramento de Manoel Carlos Castro Pires (2008)<sup>35</sup>, citando Beviláqua, Mesquita e Minella (2007), a dominância fiscal e a existência de dívida pública indexada à Selic são responsáveis, dentre outros fatores, pela ineficácia da política monetária. E cabe ressaltar uma advertência do professor de economia do Massachusetts Institute of Technology (MIT), Olivier Blanchard (2004), ao se referir à dominância fiscal, argumenta no sentido de que elevações nos juros aumentam o risco pelos papéis da dívida e, por conseguinte, estimula retirada de capitais do país, fazendo a moeda doméstica se desvalorizar, e, com isso, gera mais inflação.

Para o professor de economia da Universidade de São Paulo e ex-ministro do Planejamento, João Sayad (2005)<sup>36</sup>, o “feitiço virou contra o feiticeiro”, pois a dívida pública que foi desenhada para conter a inflação no financiamento do déficit público, faz o papel inverso causando inflação e instabilidade, já que transformou-se em supermoeda e concorrente com o investimento, sendo o centro da instabilidade brasileira.

Ainda de acordo com Manoel Carlos (2008), citando Pérsio Arida (2006), as LFT's foram criadas na iminência da crise do setor financeiro, que ocorreria após o congelamento de preços em 1986, pois a indexação de títulos aos índices de preços

---

35 Interação entre política monetária e fiscal em modelos robustos a pequenas amostras, tese de doutorado defendida na UNB em que o autor estuda o efeito-riqueza na transmissão da política monetária.

36 Cadernos de Altos Estudos, publicação do Tesouro Nacional, 2005.

estava restrita aos títulos com prazo superior a um ano. E os títulos inferiores a um ano não sofreriam nenhuma indexação, e por conta disso, foram resgatados. Em suma, de acordo com Persio Arida e Lara Resende (2006), citado no mesmo trabalho de Manoel Carlos Pires (2008), esses títulos foram criados para recompor as perdas com a inflação alta no curto prazo.<sup>37</sup>

Pode-se constatar que houve grande acréscimo no estoque da dívida pública, indexada à taxa Selic, a ponto de chegar a mais de 60% em proporção do PIB no período inicial do Sistema de Metas de Inflação.<sup>38</sup> Portanto, não há como negar que os avolumados ganhos do setor financeiro coincidem com a época de maiores taxas de juros reais no País nesse período, quando também se avolumou o montante da dívida pública em proporção do PIB real (Bacen, 2005)- e uma grande parte da dívida atrelada ao câmbio por conta da desvalorização cambial, principalmente devido à retirada de recursos externos de investidores estrangeiros. E não por mera coincidência, os dados do Tesouro Nacional, 2008, demonstram que as instituições financeiras são as maiores detentoras dos títulos públicos atreladas à Selic.

A metodologia adotada para se analisar a dívida em proporção do PIB obedece alguns critérios, como se apresentam nos indicadores Fiscais do Banco Central (2012)<sup>39</sup>. O resultado nominal é o conceito fiscal mais amplo e representa a diferença entre o fluxo agregado de receitas totais (inclusive de aplicações financeiras) e de despesas totais (inclusive despesas com juros), num determinado período. Essa diferença corresponde à Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). Já o resultado operacional corresponde ao resultado nominal – excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida (Banco Central, 2012).<sup>40</sup>

---

37 De fato, o Tesouro Nacional (2005) no Caderno de Altos Estudos confirma que alguns títulos deixaram de ser corrigidos de maneira unilateral pelo governo, na era Collor, como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN's, exatamente quando houve os recordes históricos de níveis de inflação na economia brasileira, ultrapassando a 80% ao mês e 1000% ao ano. A partir de então se começou a ideia (e a necessidade) de se fazer correção de títulos no curto prazo.

38 Parte da dívida do governo com a sociedade civil se tornou em morosos processos judiciais (realmente de extensa longanimidade), e em muitos casos tornaram-se títulos precatórios, com parcelamento para dez anos, como prescreve o Art.100,e EC62, da Constituição Federal.

39 Indicadores Fiscais. Perguntas Mais Frequentes do Bacen. jan. 2012.

40 Com relação ao conceito de resultado operacional, este demonstra maior relevância em países de inflação alta (como o Brasil antes do Plano Real, sujeito à "inflação inercial"), uma vez que exclui o impacto da inflação sobre a necessidade de financiamento do setor público. A função da atualização monetária é simplesmente repor a parcela do estoque da dívida desvalorizada pela variação dos preços. Em países com baixa inflação, onde o fator correção monetária não

O resultado primário corresponde ao resultado nominal - excluída a parcela referente aos juros nominais (juros reais mais a atualização monetária) - incidentes sobre a dívida líquida. Sendo assim, o resultado primário, por não considerar a apropriação de juros sobre a dívida existente, evidencia o esforço fiscal do setor público livre da “carga” dos *déficits* incorridos no passado, já que as despesas líquidas com juros (também chamada carga de juros) dependem do estoque total da dívida pública e das taxas de juros que incidem sobre esse estoque. Se o setor público gasta menos do que arrecada desconsiderando a apropriação de juros sobre a dívida existente, há *superávit* primário - ocorrendo o contrário, incorre-se em *déficit* (Banco Central, 2012).

**Tabela 2: Resultados Nominal, Primário e NFSP em % PIB**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Resultado Primário	3,27	3,72	3,79	3,20	3,31	3,42	2,00	2,70	3,11	2,38
(+) Juros Nominais	8,51	6,62	7,36	6,83	6,11	5,46	5,28	5,18	5,71	4,86
(=) NFSP	5,24	2,90	3,58	3,63	2,80	2,04	3,28	2,48	2,61	2,47

Fonte: Banco Central do Brasil

Porém, analisando todo o período, desde o fim do governo FHC e os dois governos da era Lula, é perceptível uma melhora gradual com relação aos resultados primário e nominal, tendo em vista que no início dos anos 2000 o esforço fiscal para pagar os juros da dívida implicou, de certa forma, um “mutirão social”, pois a carga tributária <sup>41</sup>estava escandalosamente alta, para qualquer padrão de país emergente (acima de 38%/PIB)<sup>42</sup>, e os investimentos em setores estratégicos, bem distante de um país como p.ex. a Coreia do Sul. <sup>43</sup>

Como já supracitado, a proposta do professor Delfim Netto<sup>44</sup> cogitava buscar o

---

possui tanta relevância, o conceito de resultado operacional perde expressividade e tende a ser próximo do resultado nominal (BACEN, 2012).

41 A respeito da arrecadação ótima do governo, ver a teoria da “Curva de Laffer” nos manuais de Macroeconomia.

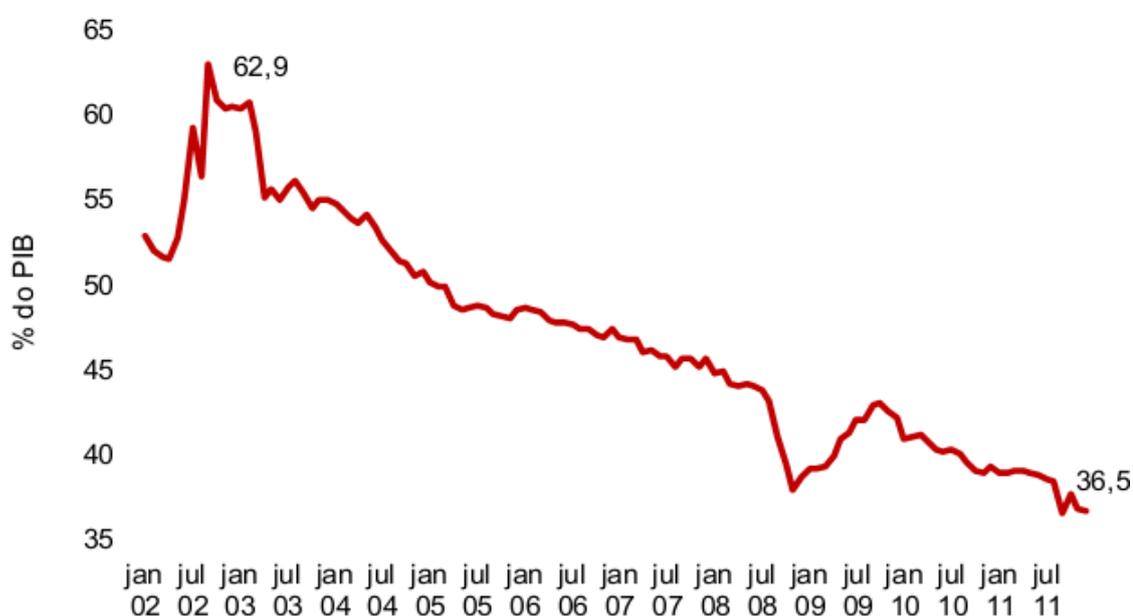
42 Secretaria da Receita Federal.

43 Aliás, indicadores como: taxa de crescimento da economia, nível de crédito e investimento em % do PIB, o Brasil está com bem menos que a metade da Coreia do Sul.

44 Professor Delfim Netto deu várias declarações para a imprensa, como a Folha de S.Paulo em 2004, a respeito de se buscar o “déficit nominal zero”.

“déficit nominal zero”, a partir da metade do primeiro mandato do governo Lula, a fim de que se pudesse manter a administração da dívida, e com isso o governo estaria numa busca desenfreada de conseguir elevados *superávits* primários, tendo como efeito colateral cortes significativos em setores essenciais da sociedade, em gastos correntes, além de aumento da tributação, como foi o caso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

**Gráfico 2- Dívida Líquida do Setor Público 2002-2011**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

E de fato, alguns cortes no orçamento implicaram um sacrifício social, “demarcando o território” por uma política fiscal excessivamente contracionista, mas que foi pouco atenuada no final do período, com a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados-*IPI*<sup>45</sup> e expansão do crédito imobiliário (Banco Central, 2013).

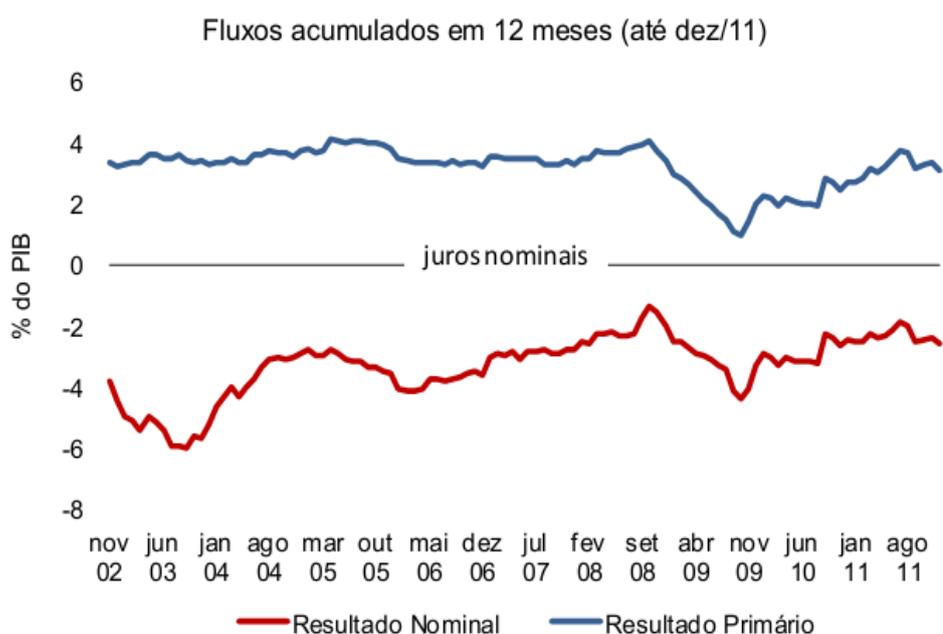
Apenas a título de informação conceitual, a Dívida Bruta do Governo Geral é a dívida total do setor público, incluindo as três esferas do governo (União, Estados e Municípios). Já a dívida líquida, que é índice mais utilizado pelo mercado, é a diferença entre o total devido pelos governos (federal, estadual e municipal) e todos os créditos

<sup>45</sup> Embora o crédito imobiliário seja muito aquém de países desenvolvidos em relação ao PIB, de acordo com dados do Banco Central, em proporção do PIB, o Brasil apresenta 2%, enquanto essa relação é de 68% nos EUA, 75% no Reino Unido, 45% na Alemanha e 20% no Chile.

que o setor público tem a receber. Como já supracitado, na composição do resultado primário excluem-se os juros da dívida, enquanto no resultado nominal incluem-se tais juros.

Em outubro de 2009, a dívida bruta estava em R\$ 1,98 trilhão (62% do PIB), quando o Brasil começou a sofrer alguns impactos da crise financeira nos EUA, deflagrada um ano antes. Neste ano a Dívida Bruta do Setor Público atingiu o elevado patamar de 62% do PIB (Tesouro Nacional, 2010).

**Gráfico 3 - Resultado Primário, Resultado Nominal e Juros Nominais**



Fonte: Banco Central do Brasil

Quando se verifica Dívida Bruta e Dívida Líquida, este último é o indicador mais utilizado pelo mercado, na medida em que o primeiro computa apenas a dívida do governo sem considerar os ganhos, isto é, analisa o governo apenas na condição de devedor enquanto a DLSP analisa os débitos e créditos do governo, como p.ex. juros a receber com concessões de empréstimos via BNDES, dentre outras concessões.

Em 2011 o Brasil passou a demonstrar sinal de recuperação com uma nova tendência para redução da DLSP, embora seja cedo para prever números estatísticos precisos, uma vez que as obras para a Copa do Mundo e Jogos Olímpicos devem estar afetando significativamente os gastos/arrecadação do Governo, na maior parte atribuído aos empréstimos concedidos ao BNDES e as Reservas Internacionais

(Tesouro Nacional, setembro de 2011).

Conforme informações da própria Secretaria do Tesouro Nacional, a Dívida Líquida <sup>46</sup>do Setor Público em proporção do PIB mostra como se encontra o grau de endividamento do governo. Até então os maiores patamares haviam sido encontrados em 2002/2003, quando a relação dívida/PIB estava na casa dos 60%, - e a Dívida Bruta em 62%. O mínimo dos últimos anos da DLSP se verificou em novembro de 2008, com uma relação de 36% em proporção do PIB, e atualmente em 34,5%.

Fazendo uma pequena comparação internacional, contudo, encontramos evidentemente vários países endividados por motivos outros que não necessariamente se utilizem de regime de metas de inflação, nem com títulos atrelados a taxa básica de juros. Alguns com dívida astronômica, como é o caso do Japão, que de acordo com dados da *Economist Intelligence Unit* <sup>47</sup>, ultrapassa o patamar de 200% do seu próprio Produto Interno Bruto; assim também a Grécia, pela atual vulnerabilidade econômica atual, também possui dívida na casa dos 150% do PIB, e mesmo a Itália, possui nível de dívida acima de 110% do PIB, que pela metodologia utilizada pelo Tesouro Nacional, a depender de suas taxas de juros e nível de crescimento econômico, poderiam ser consideradas insustentáveis. Porém é preciso salientar que o FMI não utiliza e não aceita a metodologia de se considerar apenas a dívida líquida como parâmetro, e nessa comparação, a brasileira voltaria a girar em torno de 60%, pois se deveria utilizar a Dívida Bruta.

Embora o Brasil esteja com nível de dívida abaixo desses países, está acima de todos os países emergentes, como exemplo a Coreia do Sul (22% do PIB) e a Rússia (8,15% do PIB) que também pertence ao BRIC's<sup>48</sup>. Em relação ao serviço da dívida, isto é, os gastos com juros, o Brasil ocupa o segundo lugar (4,90% do PIB), atrás apenas da Grécia (6,50% do PIB). Mesmo assim, o Japão, cuja dívida total já ultrapassa duas vezes o seu próprio PIB, prevê gastos com juros em torno de 1% do

---

46 Por questão conceitual e metodológica Dívida Líquida é o melhor indicador para contemplar o nível de endividamento do governo porque considera, grosso modo, o "patrimônio líquido" do governo.

47 Segundo dados da Economist Intelligence Unit (EIU) sobre 25 países mais a União Europeia para 2010 e 2011 (para a revista The Economist).

48 O BRIC's compreende um conjunto de países emergentes: Brasil, Rússia, Índia e China. Atualmente África do Sul também. Um editorial de economia da TV CNN em agosto 2013 lançou uma pergunta: (numa tradução livre), "Será que o B do Bric's realmente existe? - chamando a atenção para o pequeno crescimento da economia brasileira que não se sustentaria, na sua visão, como país emergente na comparação com outros países.

PIB (EIU, 2011).

No caso dos Estados Unidos, cujo déficit orçamentário é pauta recorrente dos artigos acadêmicos no país e na mídia especializada em economia, o endividamento atual é de US\$ 14,3 trilhões, esse valor representaria em 2011, 68,3% do PIB do país, e os gastos com juros (em 2011) teriam consumido 1,4% da produção anual de riquezas americana.<sup>49</sup> Portanto, na comparação internacional o Brasil é um dos países que mais gastam com juros da dívida, o que prova uma assimetria em relação a outras metodologias de indexação de títulos de dívida por parte de outros governos.

Mesmo porque se pode raciocinar de forma inversa, na medida em que se pode também chegar à conclusão que, pelo fato de esses países gastarem menos com pagamento de juros é que estão com a dívida alta em proporção do PIB. Porém isso dependeria do *quantum* da dívida desses países é atrelada aos juros domésticos, pois se a maior parte for atrelada ao câmbio (principalmente dívida externa), os juros podem não assumir o maior peso e sim a depreciação/desvalorização de suas moedas, ou ainda poderia ser uma combinação desses dois indicadores combinado com outros, como p.ex. inadimplência.

De acordo com os Relatórios do Banco Central, o outro fator condicionante do aumento da dívida bruta tem se dado com o mecanismo de entrada de reservas, para aplicações em títulos internacionais, que são um crédito do governo. Tal mecanismo tem se verificado na compra de dólares, quando o Banco Central precisa de reais captados com emissões de títulos do Tesouro, gerando assim uma dívida equivalente. Porém, a rentabilidade das reservas tem sido inferior ao custo para sua captação, em parte por conta da relativa apreciação cambial da moeda brasileira frente ao dólar, - a moeda doméstica ainda se encontra “fortalecida” com juros altos, na perseguição das metas inflacionárias. Fato que se verificou inclusive nas transações correntes, com o consequente impacto na balança comercial, derivado da apreciação cambial nas exportações.

Mas não se pode atribuir integralmente aos juros a apreciação do câmbio, pois se deve frisar que parte da apreciação cambial também pode ser atribuída à própria

---

<sup>49</sup> Embora os dados do EIU/Economist apresentem essa relação para os EUA, a dívida atual americana está acima de 100% do PIB. Ainda vale destacar que em muitas estudos macroeconômicos os EUA utilizam o PNB (Produto Nacional Bruto) em vez do Produto Interno Bruto-PIB.

depreciação do dólar, devido à dívida norte americana, fazendo com que os EUA espalhassem pelo globo excesso de dólares, refinanciando também sua dívida astronômica, além dos exorbitantes valores já gastos com a guerra no Oriente Médio.<sup>50</sup>

Embora as reservas internacionais proporcionem segurança macroeconômica, porque se tornam uma blindagem para a economia brasileira, essa perda chegou a 44 bilhões de reais no primeiro semestre de 2011, de acordo com o CMN, devido ao custo da operação para manter as reservas, e como já citado, também pela apreciação cambial (principalmente em relação ao dólar na cesta de moedas). Mesmo assim o BACEN admitiu ter obtido lucro de 12 bilhões de reais neste mesmo semestre (em 2011), e as reservas internacionais estavam na casa de 353 bilhões de dólares (BACEN, 2011).<sup>51</sup>

À medida que as taxas de juros seguem um comportamento descendente, também se percebe uma mudança gradual na composição do estoque da dívida, já que aumentou a participação de papéis indexados a índices prefixados e níveis de preços e concomitantemente se reduziu a participação referente a papéis atrelados a taxas flutuantes (Selic), assim como os indexados ao câmbio.

Os títulos prefixados são mais protegidos quanto a choques de oferta enquanto os atrelados a índices de preços, a flutuações na demanda. E, por conta da gradual redução da Selic a partir da segunda metade da última década, possibilitou-se reduzir a dívida pública e, ao mesmo tempo, reduzir consequentemente a participação de papéis de curto prazo, com vencimento posfixado - já que a sinalização da inflação tenderia a uma queda gradual, necessitando de menos elevação nos juros.

Percebe-se pela tabela uma gradual mudança no perfil de composição da dívida, na medida em que papéis prefixados e atrelados a índices de preços passam a aumentar sua participação, e papéis indexados à Selic passam a ter uma participação menor, assim como aqueles indexados ao câmbio, reduzindo a exposição a riscos

---

50 Para explicação mais detalhada em relação aos impactos e dos efeitos do gasto público norte-americano com a guerra no Iraque e a conseqüente depreciação do dólar, ver Henrique Tomé da Costa Mata e Bouzid Izerrougene: "Desequilíbrios Norte-americanos: Novas Práticas Comerciais e Enfraquecimento do Dólar", revista Contexto Internacional, Rio de Janeiro, vol. 31, no 1, janeiro/abril 2009, p. 159-188.

51 Dados do Relatório do BACEN em 2011.

cambiais. E em tempos de juros menores, a participação dos prefixados aumentou consideravelmente.

**Tabela 3 – Participação dos Títulos indexados à Selic na DPMFi - 2004-2011**

Indicadores em %	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011**5
Estoque da DPF (em R\$ Tri)	1,01	1,16	1,24	1,33	1,40	1,50	1,70	1,80
Prefixados	6,0	23,9	32,5	35,1	29,9	32,2	36,6	35,2
Índices de Preço	11,9	13,2	19,9	24,1	26,6	26,7	26,6	28,4
<b>Taxa Flutuante</b>	<b>47,8</b>	<b>45,6</b>	<b>35,4</b>	<b>32,6</b>	<b>33,9</b>	<b>34,5</b>	<b>31,6</b>	<b>31,7</b>
Câmbio	24,2	17,3	12,2	8,2	9,7	6,6	5,1	4,6
Prazo Médio (anos)	2,9	2,8	3,0	3,5	3,5	3,7	3,5	3,7
% Vincendo em 12 meses	39,3	36,3	32,4	28,2	25,4	23,9	24,9	25,0

\*até set.2011

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

De acordo com as estimativas da própria Secretaria do Tesouro Nacional, o “nível ótimo” de composição da dívida estaria conforme o quadro acima, composta majoritariamente por papéis com índice prefixado (numa faixa entre 40% e 50%), os atrelados aos índices de preços (IGP-M, IGP-DI) deveriam permanecer entre 30% e 35%. Já os títulos indexados à Selic (flutuante) deveriam permanecer entre 10% e 20%, com menos dependência de compra de papéis com curto prazo sujeito a flutuações de preços num ambiente de inflação alta e possível elevação de juros.

Na comparação com a outra tabela acima, em que se mostra a composição atual, efetivamente falta um caminho a se percorrer, pois os papéis indexados à Selic estão na casa dos 30%, o dobro do que seria o “nível ótimo” de composição nessa modalidade. Para isso, os juros reais precisariam ser ainda bem menores para que houvesse uma melhor composição no estoque de dívida. Mas vale ressaltar que houve considerável avanço quanto à composição dos papéis atrelados ao câmbio, com menor exposição cambial, e que esses títulos já estariam, pela visão do Tesouro Nacional na sua “composição ótima”. De acordo com a visão do Tesouro Nacional

52 \*incluem-se as dívida interna (R\$1,723,9 bilhões) e externa (R\$ 84,8 bilhões).

(2008), houve resgate antecipado de vários papéis atrelados ao câmbio.

**Tabela 4 - Estimativa de “Composição Ótima” da DPF na visão da STN**

<b>Composição</b>	<b>Mínima</b>	<b>Máxima</b>
Prefixados	40%	50%
Índices de Preço	30%	35%
<b>Selic</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>
Câmbio	5%	10%
Total	100%	100%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Para o professor Bresser (2007)<sup>53</sup> sobre o desequilíbrio fiscal, não concorda com os argumentos da ortodoxia convencional de que o desequilíbrio fiscal é o principal responsável pelos juros altos. Segundo Bresser, o impasse dos juros não pode ser explicado, apenas, pelos gastos sociais, nem mesmo pela captura do Estado por corruptos. Os juros altos são, na verdade, a principal causa do desequilíbrio fiscal, e interessam somente aos rentistas, que recebem recursos da sociedade como um todo. O superávit primário que vem sendo obtido pelo governo, além de diminuir os investimentos públicos em áreas sociais importantes, não soluciona o problema da dívida pública. O principal problema é a incidência de altos juros sobre a dívida, correspondendo a 7% do PIB e 20% da receita do Estado, e não os gastos sociais - finaliza.

Isso já é de senso comum entre os economistas acadêmicos, mas a própria trajetória demonstrada em gráficos e números estatísticos podem facilmente comprovar os motivos pelos quais as interações entre a política monetária e a fiscal trouxeram sérios debates, sendo o foco o baixo crescimento econômico e nível de dívida em proporção do PIB à base da condução e um regime de metas inflacionárias, com perseguição de elevados *superávits* primários para pagamento de juros da dívida. Como se pode traduzir nas palavras do professor Bresser, em Modelo

---

53 Ibidem, 2007.

macroeconômico, nono capítulo, *apud* Leandro Bruno Santos<sup>54</sup> (2007), no qual apresenta uma síntese do “perverso” sistema macroeconômico que se configurou no país desde 1994, sendo os juros altos e a baixa taxa de câmbio os responsáveis pela inviabilidade na elevação da taxa de acumulação e pela retomada do crescimento econômico. O país se encontra preso na armadilha dos juros altos e do câmbio, que pode ser representada desta forma: Banco central reduz os juros → deprecia o câmbio → aumenta a inflação → o Banco Central por causa de suas metas de inflação, eleva novamente as taxas de juros. Essa política é ineficiente para combater a inflação e responsável pelo aumento do déficit público, na medida em que usa como principal arma o aumento das taxas de juros. Devido a essa armadilha, o crescimento econômico do Brasil tem sido caracterizado, metaforicamente, de “voo de galinha”, pois logo que a economia levanta voo, volta a cair.

Para Fábio Giambiagi (2011),<sup>55</sup> é natural que, se há uma maior despesa de juros, se eleve o tom das críticas à política econômica, como tinha ocorrido novamente este ano, antes da queda recente das taxas. Segundo Giambiagi, a despesa de juros chegou a um máximo da ordem de 9% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2003, caindo depois, tanto pela redução dos juros como pela menor dívida pública, para 5% nos últimos três anos, esperando-se que no ano em curso (em 2011) se situe perto de 6%. É natural indagar que proporção tal despesa poderá ter nos próximos anos. É importante, porém, chamar a atenção para o fato de que a Selic não é a única variável que afeta a despesa de juros (...).

Ainda de acordo com Giambiagi,<sup>56</sup> a dívida mostra os diferentes conceitos de taxa de juros relevantes na discussão do custo da dívida pública. A primeira taxa é a velha e conhecida Selic. A segunda é a remuneração acumulada em doze meses do estoque de Letras do Tesouro Nacional (LTN), que são tipicamente títulos prefixados de curto prazo, sensíveis à Selic. Na continuação, mostram-se as taxas das Notas do Tesouro Nacional (NTN) das séries B e F, títulos esses que correspondem

---

54 Doutorando do programa de Pós Graduação em Geografia da FCT/UNESP, Campus de Presidente Prudente, Resenha BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. Macroeconomia da estagnação. Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós 1994. São Paulo: Editora 34, 2007, p. 325. Geografia em Atos, n. 8, v.1. UNESP, Presidente Prudente, 2008.

55 O custo da dívida pública - FABIO GIAMBIAGI; Valor Econômico - 07/12/2011 .

56 Fabio Giambiagi, economista, coorganizador do livro "Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2010" (Editora Campus), também autor de Finanças Públicas, em co-autoria com Ana Cláudia Além, Ed. Campus, 1999, Prêmio Jabuti, 2000.

respectivamente às remunerações pós-fixada em função da evolução do IPCA (NTN-B) e prefixada (NTN-F), no caso destes com prazo longo - nos últimos anos, o papel mais longo tem sido o título de 2021. Posteriormente, apresenta-se a taxa ponderada da dívida pública mobiliária federal interna em poder do público e, finalmente, a taxa de juros implícita da dívida líquida do setor público - interna e total.

(...) como a Selic indexa as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), mas estas representam apenas uma parte da dívida pública, as parcelas prefixada e indexada a índices de preços da dívida pública pressionaram a composição do custo total. Em 2010, por exemplo, a Selic foi de 9,8%, mas as LTNs tiveram remuneração de 11,1%, as NTN-Fs de 12,5% e as NTN-Bs de 13,6%. Como resultado desse mix, o custo da dívida mobiliária foi de 11,8%, bastante superior ao da Selic.

Prossegue o autor argumentando no sentido de que é na comparação entre a Selic e o custo implícito da dívida líquida, porém, que se observa o diferencial maior. Pois em 2010 a taxa de juros implícita da dívida total foi de 14,9%, muito superior ao da dívida mobiliária. Giambiagi, hipoteticamente, chama atenção de que:

“(...) para entender isso, deve-se imaginar que um governo tenha uma dívida bruta de 130 e ativos de 30 e, para facilitar, vamos supor inicialmente que tanto a taxa de juros que ele paga como a que recebe pelos ativos seja de 10%. Portanto, a despesa líquida de juros é de  $(13-3) = 10$  e, como a dívida líquida é de 100, a taxa de juros implícita  $(10/100)$  também é de 10%. Vamos supor agora, porém, que a taxa de juros da dívida bruta continue sendo de 10%, mas a taxa que ele recebe pelos ativos seja de 5%. Agora o governo paga 13 de juros, mas recebe apenas 1,5, o que significa que a despesa líquida é de 11,5, implicando uma taxa de juros implícita de 11,5% e não mais de 10%”<sup>57</sup>.

O economista ainda alega que com nosso setor público, está ocorrendo algo parecido. Diz que o governo já tinha dois ativos que rendiam pouco - reservas internacionais e FAT<sup>58</sup> - e nos últimos tempos aconteceram três coisas. Primeiro, adicionou-se a eles um terceiro ativo importante - o crédito às instituições financeiras oficiais - que era irrelevante até 2007 e soma hoje mais de 7% do PIB. Segundo, as reservas aumentaram muito. E terceiro, a remuneração das reservas passou a ser

---

<sup>57</sup> *ibidem*, 2011.

<sup>58</sup> Fundo de Amparo ao Trabalhador.

irrisória. Em consequência, o descasamento entre a Selic e o custo da dívida líquida tornou-se significativo. Em resumo, diz Giambiagi que a Selic é apenas uma parte da equação do custo da dívida.

#### 4 A SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA E AS INTERAÇÕES ENTRE POLÍTICA MONETÁRIA E A FISCAL

Abaixo procuramos fazer algumas simulações dinâmicas de cenários de combinações de taxas de juros reais e crescimento real do PIB, com três níveis dívida, para encontrar os pontos de sustentabilidade da dívida pública, isto é, o esforço fiscal necessário que se requer para mantê-la sustentável, com a parte sacrificada do PIB em *superávit* primário para pagar o serviço da dívida. Assim, começando com nível DLSP 57% do PIB, como se verificava em 2003 e início de 2004, quando a DLSP atingiu os maiores níveis em proporção do Produto Interno Bruto.

Após isso, utilizamos os dados vigentes em 2014, no cenário atual, em que a DLSP encontra-se em 34,5% do PIB. E por fim, utilizamos um cenário hipotético em que a DLSP se encontraria a 18% do PIB para se obter uma ideia de como seria a esse nível um cenário de crescimento econômico e o esforço fiscal necessário e as taxas de juros reais praticadas, e também para se analisar o todo, o comportamento da dinâmica da dívida em proporção do PIB.

Para se calcular a sustentabilidade da DLSP, utiliza-se como metodologia a fórmula  $S = (D^*(r-g) + e)$  em que **S** é igual ao *superávit* primário, obtido em função da  $D^*$  (Dívida Líquida do Setor Público), taxas de juros reais (**r**) e nível real de crescimento do PIB (**g**), somando-se aos “esqueletos” (**e**) - passivos contingentes.

Verifica-se que nesse patamar de dívida em 57% do PIB, há um esforço fiscal de pelo menos 4,17% do PIB, podendo o governo praticar taxas de juros de até 8% (juros reais), caso a economia crescesse a pelo menos 2%. E para essa mesma taxa de juros, caso em que economia passasse a crescer a uma taxa de 5%, poderia obter um sacrifício menor para *superávit* primário. Entretanto, deve-se notar que o governo preocupado com as metas inflacionárias permaneceu com juros altos, como supracitado neste trabalho.

#### 4.1 Cenário 1: DLSP em 57% PIB, como verificado em alguns meses de 2003/2004:

**Tabela 5 - O esforço fiscal necessário (superávit primário) em % do PIB para a sustentabilidade da dívida, dado o nível de DLSP em 57% do PIB.<sup>59</sup>**

PIB JUROS	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
5,0%	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75	0,47	0,18	-0,11	-0,39	-0,68
5,5%	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75	0,47	0,18	-0,11	-0,39
6,0%	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75	0,47	0,18	-0,11
6,5%	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75	0,47	0,18
7,0%	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75	0,47
7,5%	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32	1,04	0,75
8,0%	<b>4,17</b>	<b>3,89</b>	<b>3,60</b>	<b>3,32</b>	<b>3,03</b>	<b>2,75</b>	<b>2,46</b>	<b>2,18</b>	<b>1,89</b>	<b>1,61</b>	<b>1,32</b>	<b>1,04</b>
8,5%	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61	1,32
9,0%	4,74	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89	1,61
9,5%	5,03	4,74	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18	1,89
10,0%	5,31	5,03	4,74	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75	2,46	2,18
11,0%	5,88	5,60	5,31	5,03	4,74	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32	3,03	2,75
12,0%	6,45	6,17	5,88	5,60	5,31	5,03	4,74	4,46	4,17	3,89	3,60	3,32

Fonte: dados da Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE- elab. Própria.

A área hachurada na tabela indica combinações juros e crescimento econômico sob os quais a dívida seria insustentável dado o nível vigente de 57% do PIB. Assim também com outros cenários a seguir a parte hachurada indica combinações de política monetária com a fiscal que fariam com que a DLSP fosse insustentável dado o nível de dívida. Isto é, o esforço fiscal seria insuficiente para garantir a estabilidade da dívida na proporção do Produto Interno Bruto.

Cabe apontar uma tese que já foi apontada aqui neste trabalho de alguns economistas como o professor Blanchard, do MIT, sobre a dominância fiscal. Na visão dessa tese, advoga-se que, como grande parte da dívida pública brasileira encontra-se indexada à taxa Selic<sup>60</sup>, toda elevação de juro básico levaria a um crescimento não-desprezível do endividamento público. Por conta disso, um aperto monetário excessivo elevaria o risco de *default*, e via equação de arbitragem financeira, causaria uma depreciação da moeda nacional. Também as expectativas de inflação cresceriam após o aperto monetário, por conta da suspeita de que um endividamento muito alto poderá, ao menos em parte, ser monetizado futuramente. E com uma expectativa de

59 Combinações de Taxa de Crescimento Real do PIB em % (horizontal) e Juros reais % (vertical)

60 Já houve significativa redução dos papéis atrelados à Selic e ao câmbio na composição da dívida.

inflação mais alta, obter-se-ia em consequência uma depreciação da taxa de câmbio nominal. Em suma, uma elevação dos juros traria consequentemente uma depreciação (e não apreciação) do câmbio futuro. Nessa linha de pensamento também se encontra o professor José Alexandre Scheinkmann, da Universidade de Princeton, como citado por Gonçalves e Guimarães, 2007, em *"Monetary policy and the exchange rate in Brazil"*.<sup>61</sup>

A essa conclusão também se chegou em estudo de Gonçalves e Guimarães, 2007, como nas próprias palavras dos autores:

“... usando dados de janeiro de 2000 até agosto de 2005 de contratos de juros futuros e preço do dólar, nos perguntamos: qual o efeito sobre a taxa de câmbio de mudanças na taxa de juros? Interessantemente, nossos resultados indicam que quando o Banco Central aperta a política monetária mais do que o mercado estava prevendo, a taxa de câmbio tende a se depreciar, **contrariando, portanto, a lógica convencional de “sobe juros, câmbio aprecia, inflação declina”**. A influencia negativa das surpresas nas taxas de juros no câmbio corrobora a tese de dominância fiscal na economia brasileira”.

No entanto, advertem os autores que vale uma observação importante, dado que o referido trabalho é realizado com base em pequenas oscilações de juros e câmbio nas vizinhanças da reunião do Copom, seria incorreto extrapolar suas conclusões para grandes mudanças nas taxas de juros. Com efeito, acreditam que grandes quedas da taxa Selic levariam a uma depreciação de nossa moeda. Sustentam que apesar disto, em tal análise acreditam que “na margem”, para pequenas variações dos juros, e tendo como base o elevado patamar de juro real vigente desde 2000, apertos adicionais da política monetária não contribuiriam para o processo de apreciação cambial e, portanto, via este canal, não colaborariam para a queda da inflação.

---

61 Para estudos mais detalhados sobre os cálculos sobre os impactos dos juros ver a técnica estatística desenvolvida pelo economista Roberto Rigobon, do MIT, capaz de identificar os impactos de decisões de política monetária sobre a taxa de câmbio Rigobon, R., 2003, *Identification through heteroskedasticity*, Review of Economics and Statistics 85.

No segundo cenário, observa-se um nível de DLSP em 34,5% do PIB, e com isso o governo possuindo um maior grau de liberdade que em 2003/2004, e dependendo de esforço fiscal um pouco menor, com de pelo menos 2,5% do PIB.

#### 4.2 Cenário 2: DLSP em 34,5% PIB, como verificado atualmente em 2014:

**Tabela 6 - O esforço fiscal necessário para a sustentabilidade da dívida, dado nível de DLSP em 34,5% do PIB.<sup>62</sup>**

PIB JUROS	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
5,0%	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92	0,75	0,58	0,41	0,23	0,06	-0,1
5,5%	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92	0,75	0,58	0,41	0,23	0,06
6,0%	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92	0,75	0,58	0,41	0,23
6,5%	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92	0,75	0,58	0,41
7,0%	<b>2,48</b>	<b>2,30</b>	<b>2,13</b>	<b>1,96</b>	<b>1,79</b>	<b>1,61</b>	<b>1,44</b>	<b>1,27</b>	<b>1,10</b>	<b>0,92</b>	<b>0,75</b>	<b>0,58</b>
7,5%	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92	0,75
8,0%	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10	0,92
8,5%	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27	1,10
9,0%	3,17	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44	1,27
9,5%	3,34	3,17	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61	1,44
10,0%	3,51	3,34	3,17	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96	1,79	1,61
11,0%	3,86	3,68	3,51	3,34	3,17	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30	2,13	1,96
12,0%	4,20	4,03	3,86	3,68	3,51	3,34	3,17	2,99	2,82	2,65	2,48	2,30

Fonte: Dados da Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE; elab. Própria.

Essa projeção foi feita com base nas primeiras previsões do governo com o crescimento a 2,5% no início do ano. Entretanto, essa previsão foi aos poucos perdendo força, caindo durante o segundo trimestre, chegando-se a comentar atualmente que este ano não haverá crescimento econômico, e algumas previsões apontando inclusive para um decréscimo da economia em relação a 2013. Observa-se também que a independência do *superávit* primário, na tabela, encontra-se na parte superior direita, quando se chega ao assim chamado “déficit nominal zero”. Mas para isso, seriam necessários juros reais menores e taxas de crescimento econômico real consistentes acima de 6,5% ao ano – o que seria utópico no cenário atual, cujo crescimento está abaixo de 1% (projeção do governo e do mercado para 2014).

62 Combinações de Taxa de Crescimento Real do PIB em % (horizontal) e Juros reais % (vertical)

E é possível acreditar que os passivos contingentes devam aumentar. Nessas simulações foram estimados a 0,75% do PIB, mas tendo em mente que as ações judiciais envolvendo o FGTS, em nível nacional, que deverão ser julgadas no Supremo Tribunal Federal, poderão fazer aumentar novos “esqueletos” de dívidas passadas, colocando os gastos públicos para serem revistos. É importante acrescentar também que no livro “18 anos de Política Fiscal no Brasil 1991/2008”, 2008, Giambiagi alerta que a própria metodologia de cálculo da Dívida Pública deve ser revista, pois uma metodologia de muitos anos atrás comporta vícios e problemas metodológicos que não se adequam mais ao novo perfil de dívida e necessidades atuais.

Finalmente, observa-se hipoteticamente que com um nível a 18% do PIB, a DLSP teria um patamar sustentável requerendo um *superávit* primário bem menor, podendo o governo praticar combinações de juros e crescimento mais flexíveis, de modo que uma taxa de juros reais de 3% seria possível, e caso fosse possível fazer crescer o PIB a 6,5%, o governo teria sua total independência de *superávit* primário. Ou mesmo que crescendo a uma taxa pouco menor, precisaria de um esforço fiscal bem menor.

É de suma importância lembrar ainda que esse número atual da DLSP em 34,5% do PIB não é o mesmo na avlição do Fundo Monetário Internacional, que analisa o índice da Dívida Bruta, e nesse caso a brasileira estaria com quase o dobro disso. Sendo assim, há discordância de metodologia com a adotada Tesouro Nacional (DLSP), por não aceitar os créditos que o governo tem a receber como compensação no endividamento e no processo de rolagem a dívida, bem como as de empresas estatais e desembolsos do BNDES, por exemplo. Porém, se fosse adotado o critério do FMI, com a Dívida Bruta, o Brasil estaria ainda assim à frente de muitos países no indicador, pois por este critério, a dívida brasileira estaria no patamar de 65% do PIB, - mesmo assim inferior à de países desenvolvidos como Estados Unidos (103% do PIB), Japão (230%), Alemanha (81%) e França (86%), além de vários outros países desenvolvidos e em desenvolvimento, cuja dívida supera o próprio Produto Interno Bruto.

Mas vale argumentar que, de acordo com a teoria econômica, em países em desenvolvimento o custo de carregamento da dívida é maior, pois há que se praticar juros maiores, como é o caso do Brasil, que não possui uma moeda tão forte quanto

à americana. Além disso, quando um país em desenvolvimento apresenta um nível de risco maior, ou mesmo diante de uma crise, há necessidade de se aumentar os juros para não haver fuga de capitais ou mesmo para atrair capitais de curto prazo.

#### 4.3 Cenário 3 (hipotético): DLSP em 18 % PIB:

**Tabela 7 - Esforço fiscal necessário para a sustentabilidade da dívida, dado o nível DLSP hipotético em 18% do PIB.<sup>63</sup>**

PIB JUROS	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
2,0%	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21	0,12	0,03	-0,0	-0,1	-0,2
2,5%	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21	0,12	0,03	-0,0	-0,1
3,0%	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21	0,12	0,03	-0,0
3,5%	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21	0,12	0,03
4,0%	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21	0,12
4,5%	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30	0,21
5,0%	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39	0,30
5,5%	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48	0,39
6,0%	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57	0,48
6,5%	1,56	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66	0,57
7,0%	1,65	1,56	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75	0,66
7,5%	1,74	1,65	1,56	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84	0,75
8,0%	1,83	1,74	1,65	1,56	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02	0,93	0,84
9,0%	2,01	1,92	1,83	1,74	1,65	1,56	1,47	1,38	1,29	1,20	1,11	1,02

Fonte: Dados da Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE; elab. Própria.

No caso brasileiro, porém, o custo com o carregamento da dívida faz do país um dos três países que mais gastam com pagamento desses juros, ficando atrás apenas da Grécia e Líbano, de acordo com o Fundo Monetário Internacional.

Nesse diapasão, percebe-se que a política fiscal tem sido derivada da monetária, pois as metas do nível de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional é que determinam os juros futuros, dependendo da variação do nível de preços dentro da meta estipulada. Por conta deste sistema, a “lição de casa” requerida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) precisou – e precisará ainda - em muitas ocasiões ser revista. Pois levou a um custo social, já que o governo, comprometido com as metas inflacionárias, precisou por um lado aumentar a arrecadação de impostos e cortar

63 Combinações de Taxa de Crescimento Real do PIB em % (horizontal) e Juros reais % (vertical).

gastos, e por outro, necessitou de mais dinheiro emprestado do setor financeiro<sup>64</sup> para pagar os juros da dívida, que não puderam ser integralmente pagos via arrecadação e lucros das estatais. Conseqüentemente, “necessitou” de juros cada vez mais altos para conseguir refinarçar seus déficits, como pode ser visualizando os dados no comportamento da participação dos títulos públicos indexados à Selic no período de análise.

## 5 CONCLUSÃO

Analisando os principais desdobramentos do Sistema de Metas de Inflação sobre a economia brasileira, destacaram-se as críticas a este modelo e os resultados obtidos, bem como a confiabilidade deste sistema, como mecanismo de política macroeconômica de estabilização - prioritariamente para contenção da inflação-, e sobretudo no resultado obtido quando da transmissão dos efeitos da política monetária sobre a fiscal, no nível de dívida em proporção do PIB, perseguido pelo governo na última década.

Vale considerar alguns pontos positivos no decorrer do período 2000-2012. Percebe-se que embora o Brasil esteja relativamente menos vulnerável pelas reservas internacionais, está também um pouco menos exposto ao câmbio no nível de dívida, e com uma melhor composição por papéis atrelados ao nível de preço e pré-fixados. Ainda pôde aumentar a arrecadação com as receitas advindas das empresas estatais, diminuindo o peso da dívida líquida. Além disso, a entrada de capital no setor produtivo tem crescido, com aumento de ativos privados em empresas brasileiras.<sup>65</sup>

Enfim, toda a conjuntura de fatores, ao que parece, por um lado dá ao país uma relativa credibilidade internacional em comparação com tempos de outrora, podendo ser comprovado pelo declínio considerável do risco de *default* da dívida, invertendo a

---

64 De acordo o estudo do Tesouro Nacional “Dívida Pública: A experiência Brasileira”,2008, a maior parte dos detentores de títulos públicos em praticamente todo o período pertence a bancos, outras instituições financeiras e fundos de previdência privada (investidores institucionais).

65 Há uma melhor aceitação da modalidade Private Equity, nas operações de fusões e aquisições, que cresceram consideravelmente, embora ainda aquém de um mercado de capitais desenvolvido, conforme dados da Associação Brasileira de Private Equity-ABVCAP.

percepção do mercado a ponto de as agências internacionais de *ratings* classificarem o Brasil em “grau de investimento”, como destaca o Tesouro Nacional. Também pode-se frisar que o caminho que percorre para autossuficiência em petróleo pode deixar o país mais seguro em relação a um choque de oferta, como um aumento brusco no preço do petróleo por parte dos países exportadores, em decorrência de mais uma guerra no Oriente Médio, gerando inflação pelo lado da oferta. Mas suscita dúvidas por outro lado, como o imperdoável baixo crescimento econômico (o menor dentre os países do BRIC’s – e alto custo da produção pela falta de infra-estrutura adequada).

E retornando ao pequeno crescimento da economia, na comparação com outros países emergentes, que são concorrentes do Brasil no cenário internacional, ficam evidentes as necessidades vitais de investimento público em setores estratégicos, principalmente infraestrutura e indústria tecnológica nacional, assim como melhor nível de taxas de juros para o setor produtivo (que ainda se somam aos *spreads* bancários) e a expansão do crédito sem descontrole da inflação. Também não se pode comemorar a tendência de queda da inflação e dos juros, e, por conseguinte, da dívida, porque simplesmente, dada a taxa de câmbio flutuante e a mobilidade de capitais, uma crise internacional, que eleve os juros internacionais a altos patamares pode desestabilizar a economia brasileira a ponto de precisar novamente elevar a taxa básica de juros, e novamente o ciclo se recomeçar - mesmo porque os títulos públicos indexados à Selic ainda fazem parte da carteira do Tesouro Nacional, e apenas houve uma gradual mudança na composição à medida que é essa a tendência natural quando os juros são menores (menores do que outrora, diga-se, pois ainda são altos na comparação com outros países).

E não se pode esquecer de que ainda há empecilhos como a alta carga de tributação e uma reforma tributária empacada no Congresso – sem previsão de que seja votada nos próximos anos, devido a desentendimentos em vários pontos pelos entes da Federação; além disso há alto custo da Seguridade Social (devendo se agravar com o envelhecimento da população dada a maior expectativa de vida, conforme divulgação pelo IBGE); ainda elevada dívida pública em proporção do PIB (embora em declínio), e principalmente alto custo de carregamento (gastos com juros), dentre outros fatores, que fogem ao escopo deste trabalho.

Pode-se finalmente afirmar que apesar do alto custo de carregamento o

indicador Dívida Pública/PIB tem apresentado queda considerável no fim do período em análise (2012). Não que este índice esteja bom<sup>66</sup>, mas pelo fato de reduzir a quase 50% de seu tamanho inicial demonstra um direcionamento gradual para índices ainda menores e favoráveis. Assim o esforço fiscal tenderia a se reduzir, com menos dependência de se conseguir *superávits* primários para então estancar os juros da dívida interna (se *coeteris paribus...*). E embora o governo tenha expandido sua política assistencialista, vem conseguindo manter a alto custo a meta inflacionária dentro de sua tolerância estimada, porém tangendo quase sempre o teto da meta, - apesar de certo descompasso nos anos iniciais do período.

Diante disso, pode se concluir que embora tenha havido uma estabilidade do nível de preços, a estabilidade macroeconômica é mais abrangente e não se pode conseguí-la somente com política monetária. Portanto, o governo conseguiu um pré-requisito para o caminho do desenvolvimento. A partir de então, cabe demonstrar amadurecimento em termos de condução da sua política macroeconômica: em nível de crescimento do PIB e menores níveis de dívida, melhorando sua composição, com também melhores níveis de gastos públicos e menos exposição a uma política de juros altos, que tem sido o centro da discussão de muitos trabalhos acadêmicos.

---

66 Na lição de Giambiagi, o “nível desejado” de dívida em % do PIB do Brasil seria abaixo de 30%.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, B. et al. **"Inflation Targeting: Lessons from the International Experience"**. Princeton University Press, 1998.in: Mishkin, F. 2000.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. Cambridge, MA. Ed. Pearson Education, 2011. Tradução, Ed.Câmpus, 2000 e Prentice-Hall, 3ª ed.São Paulo,2004.
- BLANCHARD, O. **Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil**. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Disponível em < <http://www.nber.org/papers/w10389>> acesso em 2013.
- BLINDER, A. **Central banking in theory and practice**. Cambridge, Mass. MIT Press,1999,in Curado , M; Oreiro; e MANKIW, G, 2009.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A; WERLANG, S.R. **Implementing inflation targeting in Brasil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (textos para discussão do Banco Central, nº1). Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps01.pdf>. Acesso em 2012 e 2013.
- BRASIL.TESOURO NACIONAL. Secretaria Do Tesouro Nacional. **Uma visão rápida sobre o Brasil**. Base on-line disponível em : <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>> Acesso em 04 nov. 2011.
- BRASIL. BANCO CENTRAL. **Relatórios de Inflação 1999-2005**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em : 17 out. 2007.
- BRASIL. BANCO CENTRAL. **Relatórios de Inflação 2012**. Disponível em:
- BRASIL. TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública Federal: relatório anual 2011**. Disponível em < <http://www3.tesouro.gov.br/>> acesso em dez. 2013.
- <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em : 10 out. 2012.
- BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Boletim de Estatísticas Fiscais**. Disponível em: < <http://www.fazenda.gov.br/>>Acesso em 17 out. 2003.
- BRASIL. COPOM. **Histórico das taxas de juros fixadas pelo COPOM e evolução da taxa SELIC**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>> Acesso em nov. 2007.
- BRASIL. BANCO CENTRAL. **Indicadores Fiscais**. Disponível em <[HTTP://www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)> acesso em dez 2013.
- BRESSER, L.C; NAKANO, Y. **Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade**.

Revista de Economia política, São Paulo, centro de economia política v. 22, nº 3p. 146-180, jul/set.2002.

BRESSER PEREIRA, L.C. (2009). **Crise e Recuperação da Confiança** . Revista de Economia Política 29 (1):133-49.

BRESSER PEREIRA, LC. (2007). **Macroeconomia da Estagnação**. Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. Ed.34. 2007.

CADERNOS DE ALTOS ESTUDOS nº2. **A Dívida Pública Brasileira**. Brasília-DF, Ed. Plenarium, 2005.

CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas**. Campinas: Unicamp,1999. (texto para discussão nº 92) in: Curado e Oreiro,2005. Metas de inflação, uma avaliação do caso brasileiro, 2005.

CASTRO PIRES, M. C. **Interação entre Política Monetária e Fiscal em modelos robustos a pequenas amostras.Tese de doutorado**. Universidade de Brasília, Disponível em : <[repositorio.unb.br/handle/10482/2445](http://repositorio.unb.br/handle/10482/2445)> acesso em nov. dez; 2013.

CURADO, M; OREIRO, J.L. **Metas de Inflação: uma avaliação do caso Brasileiro**. Ind. Econ. Revista Fee, v.33, n.2, p. 127-146, set. 2005.

DAVIDSON, P. **Post keynesian macroeconomic theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.

DE CARVALHO, F. J. C. Políticas Econômicas para Economias Monetárias. In: LIMA, G.; SICSÚ, J. e DE PAULA, L.. F. (orgs.). **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.

DE CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991 e 2009.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT. In BBC-Brasil. **Peso dos juros sobre a dívida brasileira é o maior entre os países do G20**. Disponível em <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2011/07/110727\\_divida\\_brasil\\_juros\\_rw.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2011/07/110727_divida_brasil_juros_rw.shtml)> . acesso em dez.2013.

FERNANDO ALVES, L. XIV Prêmio do Tesouro Nacional: **Composição Ótima da Dívida Pública: uma estratégia de longo prazo**. Monografia Premiada com tema: Política Fiscal e Finanças Públicas, 2009. Disponível em :

[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio\\_TN/XIVPremio/divida/3afdpXIVPTN/monografia\\_Tema1\\_Luiz\\_Fernado.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_TN/XIVPremio/divida/3afdpXIVPTN/monografia_Tema1_Luiz_Fernado.pdf) . Acesso em 04 nov. 2011.

FRIEDMAN, M. **The role of monetaty policy**, American Economic Review, march,

1968, p.1-17.

GIAMBIAGI, FÁBIO *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**, Ed. Elsevier Campus, 2011: in *Valor Econômico*, o custo da dívida pública, 07/12/2011.

GIAMBIAGI, F; Além, A. C. **Finanças Públicas: teoria e Prática no Brasil**, 2008. Ed. Câmpus, 2008.

GIAMBIAGI, F. **18 anos de política Fiscal no Brasil: 1991-2008**. Artigo publicado na revista *Economia Aplicada*, v.12, n.4 p. 535-580, São Paulo, out-dez, 2008.

GUIMARÃES, B; GONÇALVES, C. B. **Monetary policy and the exchange rate in Brazil**, Jan. 2007. Disponível em < [http://www.fea.usp.br/feaecon//media/livros/file\\_62](http://www.fea.usp.br/feaecon//media/livros/file_62) > ; acesso em set.2014.

BRASIL.Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Sistema de Contas Nacionais**. Acesso em vários meses de 2013.

IPEADATA. **Boletins de conjuntura 1999-2005**. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>> Acesso em 18 out. 2007.

IPEADATA. **Boletins de conjuntura do mercado de trabalho 1999-2005**. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>> Acesso em: 17 out. 2007.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. **Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency Of Optimal Plans**. In: PERSON, T.; TABELLINI, G. (orgs.), **Monetary and Fiscal Policy — vol. 1: Credibility**. Cambridge, MA, MIT Press,1994.

MANKIW, G. **Princípios de Macroeconomia**. Ed. Cengage Learning, 2009.

MISHKIN, F. **From the Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries**. Columbia University and National Bureau of Economic Research-NBER, Nova York , Jan. 2000.

PERELMAN, M. **The neglected economics of trust: the Bentham paradox and its implications**. *American Journal of Economics & Sociology* . p. 381-90, 1998.

PHELPS, E. **Philips curve, expectation of inflation, and optimal unemployment over time**. *Econômica*, vol.34, p. 254-281, 1967.

RUDIO, F.V. **Introdução ao Projeto de Pesquisa**, Petrópolis-RJ, Ed.Vozes 2009.

SANTOS L ; in: BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da estagnação. Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós 1994**. São Paulo: Editora 34, 2007, p. 325. In: *Geografia em Atos*, n. 8, v.1.UNESP, Presidente Prudente , 2008.

SICSÚ, J. **Biblioteca Virtual de Economia: Teoria e evidências do regime de metas**

monetárias: algumas observações críticas preliminares, 2000. Disponível em:

<<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/nuca-wp/autor/sicsu4.exe>> Acesso em: 15 out. 2007.

SICSU, J. **Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias**. Revista de economia, vol. 22, nº 1 (85), jan-mar, p. 24-33.

SVENSON, L. E. **Open economy inflation targeting**. Cambridge, MA: NBER, 1998 in: Curado, M; Oreiro J.L,2005; SICSU, J; 2000 e 2002. Disponível em <[http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/Ec%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010\\_files/svensson\\_jie00.pdf](http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/Ec%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010_files/svensson_jie00.pdf)> Acesso em dez. 2013.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. Sistema De Bibliotecas, **Dicas de Normalização**. Disponível em: <<http://www.portal.ufpr.br/>> acesso em dez. 2013.