

BRUNO LAZO DE LA VEGA

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL, SUA INFLUÊNCIA
SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E SEU
IMPACTO FISCAL**

Monografia apresentada para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas no curso de graduação da Universidade Federais do Paraná, setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Professor Marcelo Luiz Curado

**CURITIBA
NOVEMBRO 2007**


Termo de Aprovação

Bruno Lazo de La Vega

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL, SUA INFLUÊNCIA SOBRE
A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E SEU IMPACTO
FISCAL.

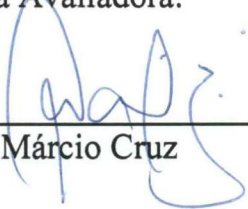
Monografia aprovada para obtenção do título de Graduado em Ciências Econômicas
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador:




Prof. Marcelo Luiz Curado

Banca Avaliadora:



Prof. Márcio Cruz



Prof. Luciano Nakabashi

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	iv
LISTA DE GRÁFICOS	vi
LISTA DE SIGLAS	vii
RESUMO	viii
INTRODUÇÃO	1
1 CONCEITO DE INFLAÇÃO	2
1.1 INFLAÇÃO DE DEMANDA.....	3
1.2 A CURVA DE PHILLIPS E A INFLAÇÃO.....	4
1.3 CURVA DE DEMANDA AGREGADA.....	8
1.4 INFLAÇÃO DE CUSTOS.....	13
1.5 INFLAÇÃO INERCIAL.....	17
1.5.1 Planos de Combate à Inflação no Brasil.....	20
2 CONCEITO DE METAS DE INFLAÇÃO	25
2.1 O CASO BRASILEIRO.....	26
2.2 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS E O CASO BRASILEIRO.....	29
2.2.1 O Caso da Nova Zelândia.....	30
2.2.2 A Experiência Inglesa.....	31
2.2.3 A Experiência Australiana.....	33
2.3 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS X CASO BRASILEIRO.....	35
3 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	38
3.1 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2000.....	39
3.2 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2001.....	42
3.2.1 Plano Anual de Financiamento – 2001.....	44
3.3 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA - ANO 2002.....	47
3.4 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2003.....	51

3.5 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2004.....	54
3.6 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2005.....	57
3.7 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2006.....	60
3.8 EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DA TAXA SELIC NA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2000 A 2006.....	62
4 CONCLUSÃO.....	66
REFERÊNCIAS.....	67

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – METAS PARA INFLAÇÃO AO ANO – BRASIL – 1999-2004.....	27
TABELA 2 – EVOLUÇÃO DO PRODUTO REAL – BRASIL X GRUPOS DE PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO E DESENVOLVIDOS.....	28
TABELA 3 – TAXA DE JUROS – SELIC (%) – BRASIL – 1999/2006.....	29
TABELA 4- COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E TAXA SELIC.....	41
TABELA 5- EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2001.....	45
TABELA 6 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA - 2001 E A TAXA SELIC.....	46
TABELA 7- EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2002.....	49
TABELA 8 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2002 E A TAXA SELIC.....	50
TABELA 9 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2003.....	52
TABELA 10- EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2003 E A TAXA SELIC.....	53
TABELA 11– EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2004.....	55
TABELA 12 - EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2004 E A TAXA SELIC.....	56
TABELA 13– EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2005.....	58
TABELA 14– EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2005 E A TAXA SELIC.....	59

TABELA 15– EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2006.....	60
TABELA 16– EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2006 E A TAXA SELIC.....	61
TABELA 17– EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DA SELIC E DO CÂMBIO NA DPMFi – 2000 A 2006.....	64
TABELA 18– EVOLUÇÃO PERCENTUAL DOS TÍTULOS A VENCER EM DOZE MESES INDEXADOS À TAXA SELIC – 2000 A 2006.....	65

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – CURVA ORIGINAL DE PHILLIPS.....	5
GRÁFICO 2 – CORRELAÇÃO ENTRE A TAXA DE DESMPREGO E A TAXA DE INFLAÇÃO.....	6
GRÁFICO 3 – CURVA DE OFERTA AGREGADA DE CURTO PRAZO.....	9
GRÁFICO 4 – CURVA DE OFERTA AGREGADA DE LONGO PRAZO.....	11
GRÁFICO 5 – CHOQUE DE OFERTA ADVERSO.....	14
GRÁFICO 6 – CRESCIMENTO DO ESTOQUE DA DPMFi (R\$ bi) – 1999 a 2006.....	63

LISTA DE SIGLAS

IPCA	- Índice de Preços ao consumidor amplo
IGPM	- Índice Geral de Preços de Mercado
TR	- Taxa de Referência de juros
PAI	- Programa de Ação Imediata
URV	- Unidade Real de Valor
RBNZ	- <i>Reserve Bank of New Zeland</i>
BOE	- <i>Bank of England</i>
RBA	- <i>Reserve Bank of Austrália</i>
PIB	- Produto Interno Bruto
LTN	- Letras do Tesouro Nacional
LFT	- Letras Financeiras do Tesouro
LFT-B	- Letras Financeiras do Tesouro indexado ao IPCA
NTN	- Notas do Tesouro Nacional
NTN-B	- Notas do Tesouro Nacional indexado ao IPCA
NTN-C	- Notas do Tesouro Nacional indexado ao IGPM
NTN-D	- Notas do Tesouro Nacional indexado pelo câmbio
NTN-E	- Notas do Tesouro Nacional do Banco Central – Série Especial
NTN-F	- Notas do Tesouro Nacional indexado a um índice prefixado
CFT	- Certificado do Financeiro do Tesouro
CFT-A	- Certificado do Financeiro do Tesouro – Série A
PAF	- Plano Anual de Financiamento
DPFi	- Dívida Pública Federal interna
DPMFi	- Dívida Pública Mobiliária Federal interna
DI	- Depósito Interbancário

RESUMO

A Inflação é um fenômeno no qual é caracterizado por um aumento generalizado nos níveis de preços com relação a todos os bens produzidos em uma determinada economia. Existem alguns tipos de inflação que são observados em muitas economias, como a inflação de demanda que pode ser atribuída a um excesso de demanda em relação à produção de bens, inflação de custos, caracterizada por um aumento nos custos do processo produtivo, como insumos e salários e a inflação inercial que trata da indexação dos preços da economia e trata também do conflito distributivo que ocorre entre as firmas e os empregados.

O regime de metas de inflação são ações de política monetária que por meio da taxa básica de juros, chega-se a um nível de preços previamente determinado. Desde 1999 o Brasil adota esse regime, e excetuando-se o ano 2000 quando se atingiu a meta, nos quatro primeiros anos a meta não foi alcançada, porém de 2003 para cá a meta vem sendo cumprida. A taxa de juros é o principal artifício utilizado pelo Governo brasileiro para chegar à meta inflacionária, por exemplo, quando há períodos de grande aquecimento na economia eleva-se a taxa de juros, justamente para conter avanços na demanda agregada e conseqüentemente controlar o nível de inflação.

Porém, essas elevações na taxa Selic, são maléficas ao país com relação ao impacto fiscal. A gestão da Dívida Pública por parte do Governo brasileiro é feita no sentido de diminuir os custos com pagamentos de juros referentes a vencimentos da dívida. A principal finalidade do Governo é alterar os indexadores da dívida pública que oneram em grande medida os seus custos. Indexadores como a Selic e o câmbio, estão cada vez mais diminuindo sua participação na composição da dívida e paralelamente ocorre um aumento nos títulos indexados à índices de preços e títulos prefixados, que apesar de ser fixados à Selic, não variam com o passar do tempo.

INTRODUÇÃO

A política econômica implantada a partir do Plano Real no ano de 1994, foi baseada principalmente na contenção da inflação através da valorização do Real pelo regime de bandas cambiais e pela abertura econômica nacional aos produtos importados. Porém devido ao ataque especulativo sofrido pelo Brasil em janeiro de 1999, o Banco Central teve de alterar o regime de bandas cambiais para o câmbio flutuante. Como a inflação não podia mais ser controlada pelo câmbio, implantou-se no Brasil a partir de julho de 1999 o regime de metas de inflação, no qual a mesma é controlada pela taxa básica de juros.

O objetivo aqui exposto será de analisar qual o impacto fiscal que variações na taxa Selic causam sobre a Dívida Pública Mobiliária Federal interna, pelo fato de a taxa de juros ser um importante instrumento que o governo utiliza para conter aumentos na demanda agregada e conseqüentemente elevações nos níveis de inflação, principalmente quando ocorrem externalidades negativas que afetam a economia interna e causam turbulência entre os investidores externos sobre economias emergentes como a brasileira.

O presente trabalho está dividido da seguinte forma: primeiramente serão apresentados os principais conceitos de inflação, ou seja, os diferentes tipos, como a inflação de demanda, inflação de custos, inércia inflacionária e o conceito da *Curva de Phillips*. No segundo capítulo, será analisada a teoria de metas de inflação e em seguida serão explanadas as experiências internacionais como a neozelandesa, a inglesa e a australiana e por fim a experiência brasileira. Ao final do capítulo será feito um comparativo entre os casos internacionais e o caso brasileiro. No último capítulo será discutido qual a influência que o regime de metas de inflação causa sobre a Dívida Pública, por meio da taxa básica de juros, e qual o impacto fiscal verificado no Brasil após a implantação do regime e a evolução da Dívida Pública Mobiliária Federal interna via emissão de títulos por parte do governo.

1 CONCEITO DE INFLAÇÃO

De acordo com LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), o conceito principal de inflação pode ser atribuído a uma elevação contínua nos níveis de preços, no que tange a todos os bens produzidos em certa economia. O excesso de demanda agregada em relação à oferta e a expansão dos custos componentes da oferta agregada são dois pontos básicos que geram respectivamente inflação de demanda e inflação de custos, que serão analisados em seguida. Com relação à moeda em si, o valor real desta é depreciado devido ao processo inflacionário, sendo assim, considera-se a inflação como um fenômeno monetário.

Considera-se que existe um conflito distributivo na economia e traz à tona um aspecto relevante o qual diz respeito aos agentes econômicos, que devido à disputa entre eles pela distribuição de renda, demonstra a questão básica do fenômeno da inflação. Um exemplo típico do processo inflacionário diz respeito ao desequilíbrio financeiro do setor público que eleva a quantidade de moeda acima da disponibilidade do produto. Outro exemplo trata das relações entre salários e preços de uma dada economia, neste caso os personagens principais são trabalhadores e empresários e a disputa entre ambos pelo produto é o evento que torna instável a relação entre salário e preços. No cenário das relações entre diferentes economias, ou seja, relações internacionais, quando há choques de oferta, o que pode ocorrer é a “importação” ou transferência de inflação de uma economia para outra, normalmente o país mais desenvolvido exporta inflação para o menos desenvolvido.

Conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), quando em uma economia observa-se mais de um destes exemplos citados acima, fica cada vez mais difícil eliminar o problema, normalmente isso é verificado em economias em desenvolvimento. Outros fatores relevantes e influentes no desenvolvimento do processo inflacionário de um país, diz respeito às estruturas de mercado, sejam as mesmas mais oligopolizadas ou mais concorrenciais. As leis trabalhistas também

têm considerável importância no processo inflacionário, ou seja, o papel dos sindicatos em uma economia tem importância relevante nesse processo, pois quanto mais forte for um sindicato de determinada categoria, mais este brigará por reajustes salariais acima dos atuais que estão vigentes na classe, e isso alimenta o processo inflacionário.

Enfim, a inflação traz impactos negativos sobre a economia como um todo. Sobre a distribuição de renda da população o efeito recai principalmente sobre a classe assalariada, reduzindo o seu poder de compra, pois ocorrem distorções no mecanismo de preços relativos, ou seja, há uma ineficiência alocativa; o efeito sobre o mercado de capitais é sentido por meio do desestímulo por parte dos agentes econômicos em efetuar investimentos financeiros; o balanço de pagamentos é afetado pela elevação nos níveis de inflação o que gera um aumento nos preços dos produtos nacionais em relação ao preço dos produtos estrangeiros, com isso há uma queda nos patamares de exportação e um estímulo às importações. Esses são apenas alguns exemplos mais comuns que a inflação causa sobre a economia de um país

1.1 INFLAÇÃO DE DEMANDA

Conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), a inflação de demanda é considerada por muitos como o tipo mais comum, esta se refere ao excesso de demanda agregada em relação à produção de bens e serviços de determinada economia.

A inflação de demanda é estimulada pela elevação das quantidades de bens e serviços que os consumidores estão dispostos a adquirir aos níveis de preços em questão. Em ocasiões em que houvesse aumentos da demanda agregada nos setores que estivessem operando a pleno emprego, conseqüentemente aumentaria o preço dos respectivos produtos, e sendo estes bens intermediários, conseqüentemente

haveria um aumento nos custos de produção para as firmas compradoras destes produtos, provocando assim uma inflação de demanda, mesmo que a plena capacidade não tenha sido alcançada. A política recomendada para combate à inflação de demanda, de acordo com a literatura, tem como base instrumentos que reduzam a procura por bens e serviços, lembrando que a demanda é mais sensível no curto prazo a alterações de política econômica do que a oferta agregada.

O governo pode atuar tanto de forma direta quanto indireta para reduzir os níveis de inflação. Diretamente, a redução dos próprios gastos é um artifício relevante, pois tem efeito imediato e eficaz sobre a demanda agregada, já que o governo é o “maior comprador”. Indiretamente o governo pode atuar, adotando políticas que desestimulem o consumo e o investimento privado, ou até adotar políticas fiscais que aumente a alíquota de impostos tanto sobre bens de consumo, como sobre bens de capital.

1.2 A CURVA DE PHILLIPS E A INFLAÇÃO

De acordo com DORBNBUSCH, FICHER (1991) a Curva de Phillips, elaborada com dados do Reino Unido de 1861 a 1957, é o exame das relações existentes entre a variação de salários nominais e a taxa de desemprego da economia. Existe uma relação inversa entre ambas as variáveis, isso por que quando a taxa de desemprego é aumentada, os níveis de salário nominal tende a cair, ou seja, quanto mais alta a taxa de desemprego, mais baixa será a taxa de inflação salarial.

A curva de Phillips demonstra que para um aumento salarial, a taxa de desemprego tende a cair, fazendo com que o aumento da taxa salarial seja maior, conseqüentemente, os salários começarão a subir, os preços acompanharão esse aumento na mesma medida, até que a economia volte ao pleno emprego dos fatores. Em outras palavras, essa teoria diz que elevações na demanda agregada pressionarão as empresas a produzir mais, que por sua vez irão contratar mais empregados,

levando a uma elevação dos salários e conseqüente queda do desemprego. A seguir serão apresentadas algumas equações a respeito da teoria:

$$gw = \frac{w - w_{-1}}{w - 1} \quad (1)$$

$$gw = -E(u - u^*) \quad (2)$$

Onde; gw = taxa de variação salarial.

w = salário no momento t

w₋₁ = salário no momento t-1

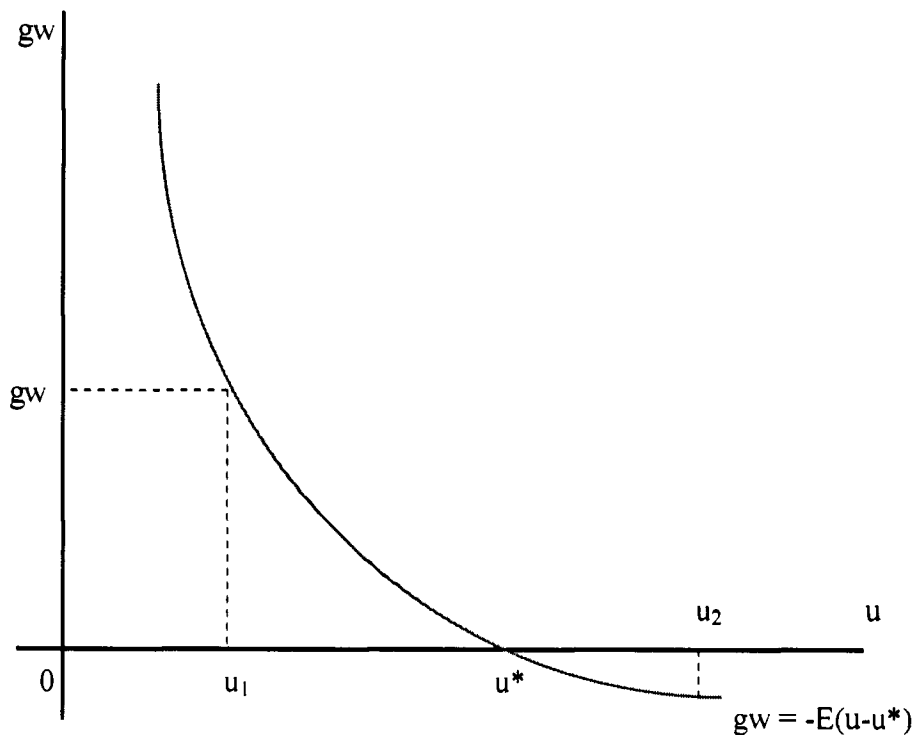
E = sensibilidade desemprego da taxa de variação salarial

u = taxa de desemprego efetiva

u* = taxa de desemprego natural.

A taxa de variação salarial é afetada apenas pelo nível de atividade, que é medida pela taxa de desemprego da economia. A taxa de desemprego natural entende-se como o nível de desemprego normal em determinada economia, de acordo com a alocação dos fatores do processo produtivo e o nível de produção, ou seja, esta é compatível com o pleno emprego dos fatores.

GRÁFICO 1 - CURVA ORIGINAL DE PHILLIPS



FONTE: DORBNBUSCH, FICHER, (1991).

NOTA: Elaboração própria

Onde, em: u_1 = taxa de variação salarial positiva.

u_2 = taxa de variação salarial negativa

Porém, ainda de acordo com DORBNBUSCH, FICHER (1991), há um elevado grau de correlação entre taxa de variação salarial e a taxa de inflação (π) da economia, segue mais algumas equações:

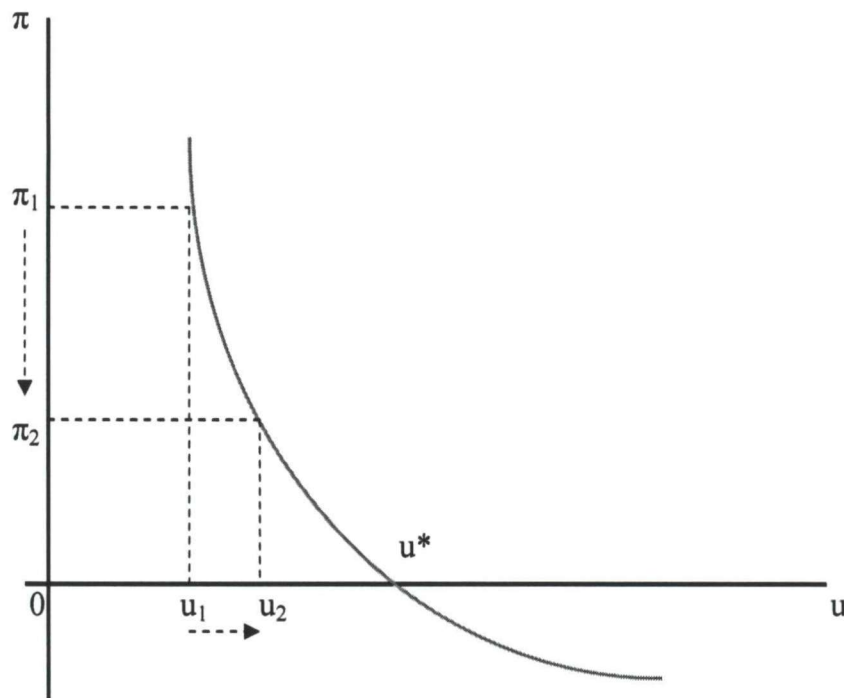
$$\text{Supondo que:} \quad gw = \pi \quad (3)$$

$$gw = -E(u - u^*) \quad (4)$$

$$\pi = -E(u - u^*) \quad (5)$$

Onde: E = sensibilidade desemprego da taxa de variação salarial e apresenta o quanto a taxa de desemprego da economia afeta a variação salarial.

GRÁFICO 2 – CORRELAÇÃO ENTRE A TAXA DE DESEMPREGO E A TAXA DE INFLAÇÃO



FONTE: DORBNBUSCH, FICHER, (1991).

NOTA: Elaboração própria

Onde, se $g_w = -E(u - u^*)$, e $g_w = \pi$, então $\pi = -E(u - u^*)$

A Curva de Phillips torna evidente a existência de uma relação inversa entre a taxa de desemprego da economia e a taxa de inflação. Sendo assim, conclui-se que para se reduzir a taxa de inflação, é necessário a implementação de políticas que reduzam o nível de atividade econômica e conseqüentemente ampliem o nível de desemprego.

De acordo com DORBNBUSCH, FICHER (1991), existe um ponto fundamental que deve ser ressaltado com relação aos preços, pois estes são determinados via *mark-up*, ou seja, os preços das empresas se fundamentam nos

custos da mão-de-obra, sendo mais altos quanto mais alta for a remuneração do trabalhador.

Os trabalhadores estão interessados em manter o poder de compra dos salários reais e pretendem que o salário nominal compense a inflação verificada entre o período em que o salário é determinado e o período em que este é efetivamente pago. As firmas até são capazes de pagar salários nominais mais elevados, desde que consigam vender sua produção por um preço mais alto. Quando salários e preços sobem no mesmo patamar, as empresas e os empregados encontram-se na mesma situação de onde estariam se não existisse a inflação e se o salário real fosse sempre o mesmo. Nesse caso quando a inflação é esperada, a curva de Phillips toma o seguinte formato:

$$g_w = \pi^e + \lambda(Y - Y^*) \quad (6)$$

onde : π^e = taxa esperada de inflação

Y^* = nível de produção de pleno emprego

Y = nível de produção efetiva

A equação acima é conhecida como curva salarial de Phillips com expectativas, onde a certo nível de produção os salários aumentam diretamente proporcional às variações nas taxas de inflação.

1.3 CURVA DE OFERTA AGREGADA

Conforme DORBNBUSCH, FICHER (1991), o conceito da curva de oferta agregada define qual o preço que induz as firmas a determinarem seu nível de produção, logicamente dependendo dos custos de produção inerentes ao processo e principalmente dos lucros que os empresários pretendem obter. Esse trabalho se

concentrará mais na discussão da influência dos preços, salários e inflação no que diz respeito ao conceito de oferta agregada. Partindo da hipótese de que as firmas mantêm um *mark-up* contínuo sobre os salários, implicando que a cada aumento nos preços é igual às elevações salariais, temos:

$$\pi = \frac{(P - P_{-1})}{P_{-1}} \quad (7)$$

Considerando a igualdade (3), onde:

$$gw = \pi$$

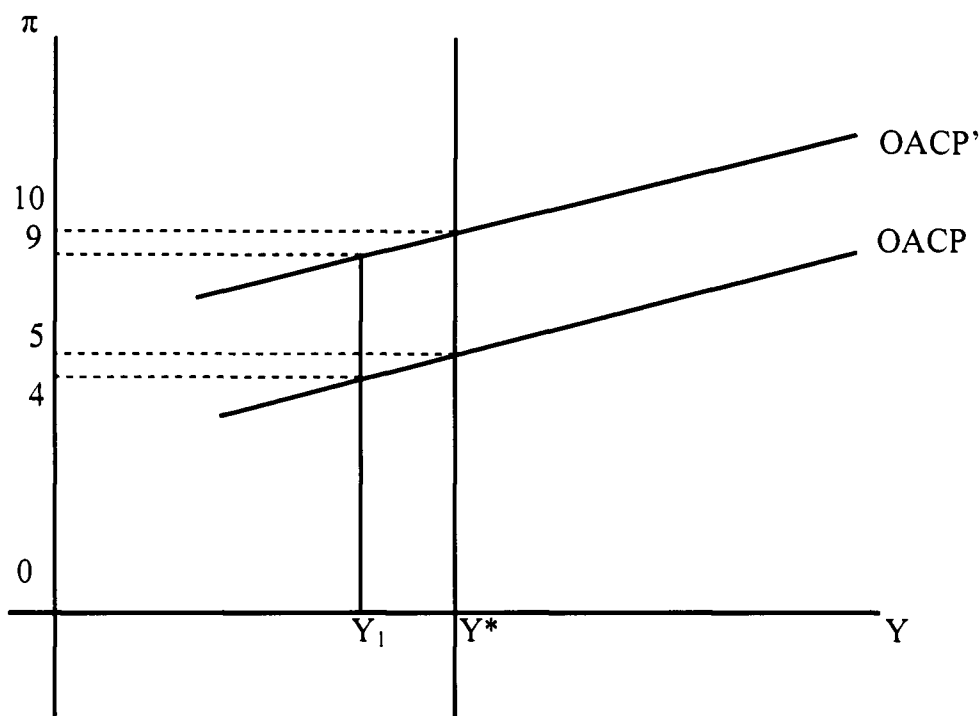
Chegamos por substituição à equação da curva de oferta agregada ampliada com expectativas, que é uma adaptação da equação (6):

$$\pi = \pi^e + \lambda(Y - Y^*) \quad (8)$$

A diferença principal da equação (8) para a equação (6), é a inclusão da taxa esperada de inflação, e mais, a equação acima lida com a taxa de inflação ao invés de lidar com o nível de preços.

A curva de oferta agregada de curto prazo demonstra o nível de inflação variando de acordo com o nível de produção, quanto mais elevado este último, mais alto será o nível de inflação. Isso nada mais é que a consequência de patamares de produção mais altos sobre a taxa de aumento dos salários, e através destes, sobre a taxa de aumento dos preços. Quanto mais alto o nível de inflação, mais alta será a curva de oferta agregada, pelo fato de que a produção é proporcional ao emprego e de que os preços são fixados como um *mark-up* sobre os custos do trabalho. Em cada curva de oferta agregada de curto prazo há um intervalo entre inflação e produção, no gráfico a seguir são demonstradas duas curvas de oferta agregada de curto prazo onde a variação de inflação é de 5% na curva OACP e 10% sobre OACP'. A inclinação das curvas de oferta explica-se pelo fato de uma pequena variação na inflação causa um grande impacto na produção.

GRÁFICO 3 – CURVA DE OFERTA AGREGADA DE CURTO PRAZO



FONTE: DORBNBUSCH, FICHER, (1991).

Onde: Y = Produção

π = Inflação

OACP = Curva de oferta agregada de curto prazo momento 1

OACP' = Curva de oferta agregada de curto prazo momento 2

Y^* = Nível de produção no momento 1

Y_1 = Nível de produção no momento 2

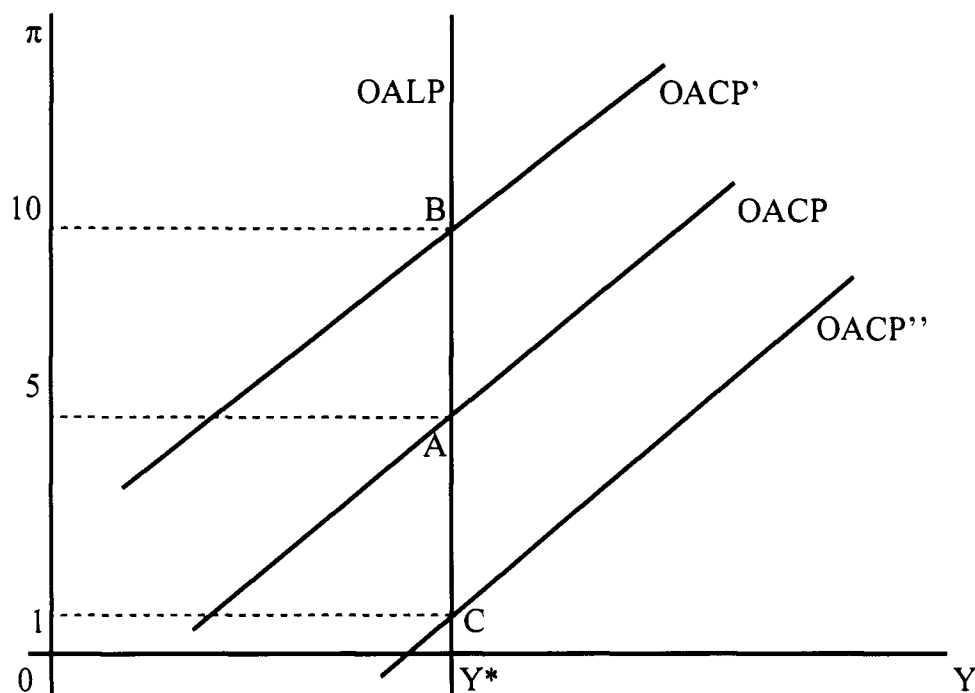
De acordo com DORBNBUSCH, FICHER (1991), quando a taxa esperada de inflação varia, no caso acima de 5% para 10%, a curva de oferta agregada de curto prazo muda de OACP para OACP', o que denota que o ajuste do nível de produção e de inflação efetiva depende da expectativa de inflação, quanto mais alta a taxa esperada de inflação, mais alta será a taxa de inflação correspondente para um dado nível de produção. A pouca inclinação das curvas de oferta agregada, deve-se ao

fato de que uma pequena variação na inflação impacta numa grande variação nos níveis de produção. No gráfico acima, o nível de produção Y_1 corresponderia a uma taxa de inflação mais baixa se comparado aos níveis vistos quando a produção se encontra em Y^* , repara-se que a uma grande variação na produção causa um impacto bem menor no nível de inflação.

Na situação onde o nível de inflação permanecer constante, por um extenso período de tempo tanto trabalhadores quanto as firmas esperarão que a inflação permaneça constante e por conseqüência a taxa esperada de inflação tornar-se-á igual à taxa real, essa situação é representada pela curva de oferta agregada de longo prazo. No longo prazo o nível de produção é independente da taxa de inflação, já no curto prazo, a uma dada taxa de inflação esperada, taxas de inflação mais altas são acompanhadas de produção mais alta, e no longo prazo isso não se verifica, pois a expectativa de inflação é igual à taxa efetiva de inflação, por isso a produção não depende dos níveis inflacionários.

De acordo com o gráfico abaixo, conforme DORBNBUSCH, FICHER (1991) a curva de oferta agregada de longo prazo representa a junção dos pontos sobre as diversas curvas de oferta agregada de curto prazo, o que determina que a curva de oferta agregada de longo prazo é uma linha vertical - OALP.

GRÁFICO 4 – CURVA DE OFERTA AGREGADA DE LONGO PRAZO



FONTE: DORBNBUSCH, FICHER, (1991).

Onde: Y = Produção

π = Inflação

OACP = Curva de oferta agregada de curto prazo momento 1

OACP' = Curva de oferta agregada de curto prazo momento 2

OACP'' = Curva de oferta agregada de curto prazo momento 3

OALP = Curva de oferta agregada de longo prazo

Y^* = Nível de produção no momento 1

Conforme DORBNBUSCH, FICHER (1991), um aspecto importante ligado à discussão sobre a Curva de Phillips diz respeito aos acordos salariais. É justamente nesses acordos que a inflação esperada exerce sua influência sobre os salários, estes se ajustarão devido aos preços da economia no geral serem maiores no momento do contrato de trabalho ser negociado como também de acordo como eram os preços na

época em que o salário foi determinado, e por causa da expectativa de inflação entre o período do salário ser renegociado e o período em que ele efetivamente é pago.

Os ajustes salariais compensam os trabalhadores pela expectativa de inflação e em certa medida pela inflação passada. A hipótese nessa situação é que quando se elevam os níveis de inflação os trabalhadores são prejudicados, pois os seus salários reais estavam num patamar menor e com isso eles querem uma compensação pelas perdas, compreende-se aqui que essa compensação seria pela inflação não considerada quando os contratos de trabalho anteriores foram negociados.

Há também a hipótese que os salários são reajustados conforme a inflação esperada, pois os novos salários serão pagos para os próximos anos, o que por essa visão subentende-se que essa compensação seja antecipada pela inflação do momento atual em diante. Essa distinção é muito relevante, pois a explicação possui diferentes conseqüências dependendo da velocidade que os níveis inflacionários variem. Na hipótese de os salários para o próximo ano refletirem a inflação passada e os preços se basearem nos salários, então a inflação atual refletirá a expectativa de inflação que a traz para a determinação salarial.

1.4 INFLAÇÃO DE CUSTOS

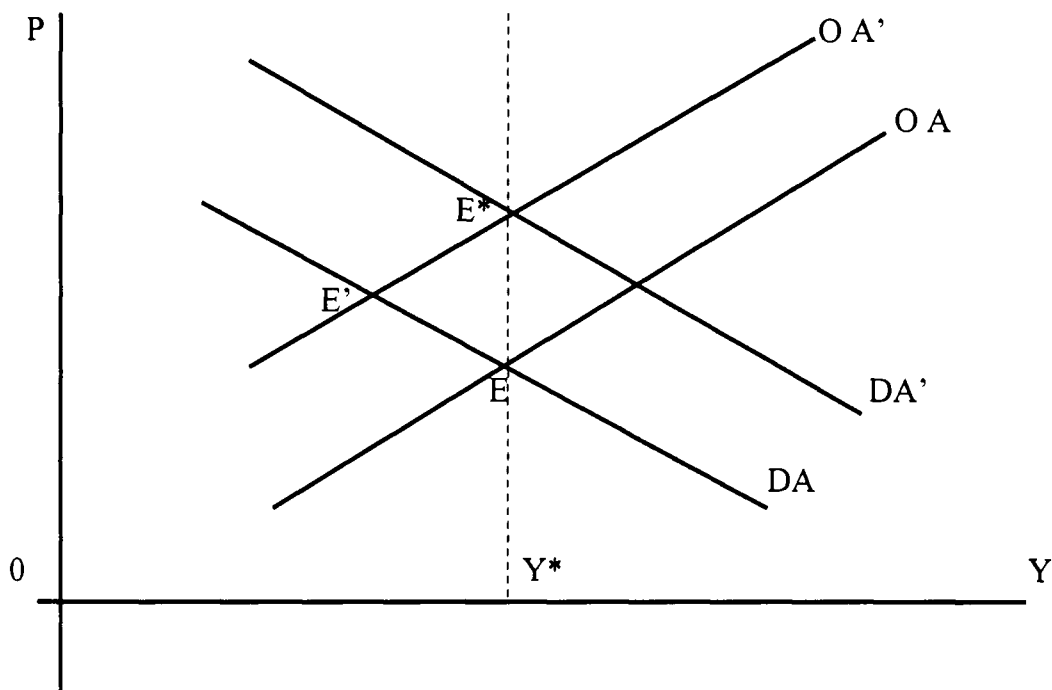
De acordo com DORBNBUSCH, FICHER (1991), a inflação de custos normalmente é influenciada por alguns fatores como elevações salariais e expansão dos custos dos insumos e matérias primas. No caso da inflação motivada por aumentos salariais, normalmente esta é decorrente de pressões exercidas por sindicatos organizados e poderosos de importantes classes da atividade econômica. Dependendo dos casos, os aumentos salariais incorporam reajustes superiores à eventual expansão dos índices de custo de vida, esses aumentos quase sempre são embutidos aos preços finais dos produtos em questão. Outro ponto importante na análise da inflação de custos são os choques de oferta adversos, e conforme

DORBNBUSCH, FICHER (1991, p 573): “Um choque de oferta é um distúrbio para a economia cujo primeiro impacto é deslocar a curva de oferta agregada”.

Os choques de oferta adversos são caracterizados por pressionarem um movimento para cima e para a esquerda da curva de oferta agregada, o que é demonstrado no gráfico a seguir. No ato desse deslocamento verifica-se a mudança no ponto de equilíbrio da economia de E para E' (ver gráfico a seguir), e conseqüentemente há um aumento nos níveis de preços e uma considerável redução nos patamares de produção.

Conclui-se até aqui que o impacto desse fenômeno é o de causar um aumento no preço de cada unidade de produção, e verifica-se que o desemprego em E' pressiona salários e preços para baixo, mas esse ajuste é gradativo, pois há contratos de trabalho que regem a economia o que impossibilita o reajuste automático dos salários. Esse reajuste ocorre até que o equilíbrio retorne ao ponto E , ponto do pleno emprego dos fatores. Ao final desse processo o salário nominal é menor do que o verificado antes de ocorrer o choque, pois o desemprego forçou o salário para baixo e conseqüentemente o salário real fica mais baixo do que era anteriormente.

GRÁFICO 5 – CHOQUE DE OFERTA ADVERSO



FONTE: DORBNBUSCH, FICHER, (1991).

Onde: P = Nível de preços

Y = Nível de produção

OA = Oferta agregada no momento 1

OA' = Oferta agregada no momento 2

DA = Demanda agregada no momento 1

DA' = Demanda agregada no momento 2

Conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), os anos de 1973-1975 foram caracterizados por uma grande recessão econômica justamente causada pelo primeiro choque de oferta do petróleo ocorrido no início da década de 70, que aumentou quatro vezes o preço da matéria prima. Ao final da década de 70, o mundo se deparava com o segundo choque do petróleo, dobrando o preço do mesmo e aumentando assustadoramente os níveis inflacionários. Essas duas crises

ficaram marcadas pelo fato de causarem um grande abalo no setor de energia, caracterizado por uma elevação nos preços das matérias primas e insumos básicos.

A década de 70, principalmente nas economias desenvolvidas, foi marcada por uma combinação de baixo nível de atividade econômica com alta inflação, consequência de um aumento nos custos de produção ocasionando uma elevação nos preços ao consumidor, e conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), é o fenômeno da estagflação. Especificamente a inflação de custos pode ser influenciada por uma pressão externa de preços, normalmente por parte de empresas que fazem parte do mercado oligopolizado ou sindicatos que têm considerável força no seu setor, o poder de barganha que estes possuem influencia no aumento de sua participação na renda nacional, e como foi citada anteriormente, a inflação de custos está associada a choques de oferta adversos, como aumentos nos custos de matérias primas, como o petróleo, por exemplo.

A partir daí, surge um dilema, pois as autoridades provavelmente se verão obrigadas a aprovar uma elevação de preços, justamente para que não ocorra uma queda no nível de produção. Se o governo quiser manter um nível elevado de emprego isso só será possível com estímulos na demanda agregada, via política fiscal ou monetária, isso para evitar que no mercado ocorra uma queda no nível de compras decorrente do aumento dos preços. Sem querer, mas devido a essa elevação dos preços, o governo estaria causando uma inflação de demanda.

Conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), verifica-se no Brasil grandes elevações nas taxas de inflação principalmente após as crises do petróleo em 1973-1975 e 1979, elevações causadas pelo choque de oferta citado anteriormente. Verificando os anos de 1975 e 1977, por exemplo, que foram marcados por fortes geadas que atingiu importantes regiões agrícolas nacionais, nota-se um aumento nos preços dos insumos agrícolas, causando posteriores elevações inflacionárias nos anos subsequentes. Após a crise do petróleo em 1973, o governo brasileiro adotou medidas semelhantes às mencionadas anteriormente.

Para garantir o crescimento econômico, o governo efetuou investimentos para substituir importações na área de energia e insumos, ao contrário de outras economias que adotaram políticas de contenção.

De acordo com esse cenário, percebe-se a complexidade no combate à inflação, mais especificamente a de custos, e conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), a melhor política a ser implantada é o controle direto dos preços, por meio de uma rígida política salarial e por meio de um eficaz controle sobre os lucros obtidos pelas empresas oligopolistas, que influenciam boa parte do mercado à qual pertencem.

1.5 INFLAÇÃO INERCIAL

Conforme SERRANO, F. P. (1986), existem algumas interpretações para a teoria da inflação inercial, esses modelos representam desde visões monetaristas até estruturalistas.

Primeiramente será abordada uma versão do ponto de vista das expectativas racionais onde os agentes sabem que a inflação acompanhará o crescimento da quantidade de moeda do sistema. Partindo da hipótese de que a velocidade-renda da moeda permaneça constante, a inflação esperada deverá ser igual ao percentual de crescimento esperado da oferta monetária menos o percentual de crescimento do produto. Mudanças na política monetária só surtirão efeitos na medida em que divergir da política antecipada pelos agentes e ainda às custas de uma aceleração da inflação. A principal idéia dessa interpretação é supor que os agentes sabem que a autoridade monetária procura adequar a oferta de moeda justamente para que não ocorra uma iliquidez no mercado.

Caso essa situação realmente ocorra por parte do governo, então os agentes privados confiam que a oferta monetária crescerá no mesmo patamar da renda nominal no período anterior, com isso a oferta de moeda crescerá além do produto

na quantia aproximada da inflação passada o que acaba motivando uma inflação inercial no longo prazo. Partindo da hipótese de que os agentes são racionais, estes antecipam o ponto de equilíbrio da economia o que reflete num aumento involuntário dos preços como um todo, e isso resulta numa situação de inflação inercial.

De acordo com LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), a moeda seria ativa como instrumento de políticas econômicas, e considerada como a variável mais importante do sistema econômico. Em grande medida, as flutuações no nível de atividade econômica e a variação nos níveis de preço estão associadas aos movimentos da taxa de crescimento do estoque monetário. No curto prazo ocorrem expansões nos níveis do produto nacional bruto, mas no longo prazo, estas variações no estoque monetário, depois de terem percorrido seu itinerário pela economia, causam apenas inflação com conseqüente aumento dos preços, pois considera a moeda como sendo relativamente neutra.

A segunda corrente de acordo com SERRANO, F. P. (1986), a ser estudada diz respeito às expectativas adaptativas dos agentes. Esse é um caso que se baseia na Curva de Phillips já verificada nesse trabalho. Essa hipótese possui como características relevantes a expectativa de inflação - que é a média da inflação observada num passado recente e um componente corretivo dos desvios entre inflação prevista e inflação observada no período anterior - e a intensidade da demanda. Conforme essa corrente, num ambiente de constante inflação, as expectativas formadas por esse modelo são baseadas por uma inflação recente e tomam admissível supor que a inflação de períodos distantes não afetam na formação das expectativas. Basicamente de acordo com essa suposição, a inflação esperada seria praticamente igual à inflação passada.

Uma terceira versão citada em SERRANO, F. P. (1986), pode ser identificada como institucional, ou seja, pode ser representada por uma economia extremamente indexada, como a nossa, por exemplo, onde grande parte dos preços de primeira

necessidade (como juros e salários), sobem obedecendo a uma regra influenciados pela inflação passada e para manter um certo equilíbrio de preços relativos, mesmo os preços da economia informal seguem a tendência de alta e acompanham a inflação do período passado. Apesar de existir agentes racionais que formam suas expectativas, dificilmente eles não seguem a esta regra, pois pode ser muito custoso para eles. Vale sempre lembrar que nesta corrente o sistema de indexação muda o funcionamento do sistema econômico, independentemente das ações do governo no que tange suas diferentes políticas econômicas. Nessa versão os mercados são submetidos a regras formais de indexação e a ausências de choque de demanda.

Conforme SERRANO, F. P. (1986), outra versão inercialista, diz respeito aos reajustes salariais que as diferentes classes de trabalhadores efetivam com o intuito de manter um salário relativo compatível com os aumentos inflacionários. Normalmente num mercado de trabalho de qualquer país capitalista, esses reajustes salariais não são sincronizados, ou seja, ocorrem em épocas distintas do ano, o que leva diferentes classes de trabalhadores a perseguir constantemente recomposições salariais ano após ano. Com isso os comportamentos não cooperativos das diversas classes de trabalhadores acabam gerando uma inércia inflacionária sem intenção, independente da existência de uma indexação formal e de um desarranjo distributivo do mercado de trabalho.

Conforme BRESSER, L. C (1986), a abordagem inercialista deriva de dois conceitos principais que são necessários ressaltar: os pontos de estrangulamento da oferta provocando a elevação setorial dos preços; os efeitos de propagação da inflação o que eleva os preços da economia como um todo. Os choques de demanda ou de oferta são caracterizados como fatores aceleradores da inércia inflacionária, diferente dos componentes inerciais, os quais são fatores mantenedores da inflação. De acordo com essa abordagem, os fatores aceleradores têm origem nos desequilíbrios do orçamento público motivada principalmente por dois fatores: pela questão externa, a qual influencia o conflito distributivo no que tange à necessidade

de transferência de uma elevada quantia de recursos para o exterior visando o pagamento de compromissos referentes à dívida externa brasileira; e a questão financeira, que aparece devido às altas taxas de juros internos que nada mais é do que a consequência da crescente dependência financeira com o exterior. Outro fator acelerador do processo inflacionário é o fato de o governo utilizar-se de uma camuflagem via emissão de papel-moeda, e também por gastos elevados via lucros ou salários.

Já os fatores mantenedores partem do pressuposto que a inflação possui um elevado grau de auto-sustentação. A tendência da inflação depende em grande parte, das expectativas de inflação, que reflete tanto a inflação do período passado, quanto à previsão da inflação esperada. Ou seja, pode-se exemplificar o fato de os agentes, na ânsia de manter sua participação na renda, repassam os aumentos dos custos do processo produtivo aos preços, repetindo no presente a inflação passada, indexando informalmente os preços.

1.5.1 Planos de Combate à Inflação no Brasil

De acordo com SERRANO, F. P. (1986), desde que equacionado o déficit público, o processo inflacionário brasileiro só seria contido pela eliminação do mecanismo de indexação.

No ano de 1985, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, chegara somente nos dois primeiros meses do ano à casa dos 30% no acumulado até então. Após um período de congelamento parcial dos preços de abril a julho, a inflação sofria novos aumentos. Até que ao final de fevereiro de 1986, quando a inflação brasileira chegava aos índices de 350% ao ano, o governo impôs um estancamento via choque heterodoxo por meio de um congelamento generalizado de preços, salários e câmbio e por uma substituição do desvalorizado cruzeiro por uma nova moeda: o cruzado.

Conforme SERRANO, F. P. (1986), o Plano Cruzado tinha como principais metas o crescimento econômico; renegociar a dívida externa sem comprometer o crescimento; melhorar a distribuição de renda por meio de um novo plano referente aos gastos públicos; e equilíbrio do déficit financeiro do setor público. O congelamento dos preços ocorreu conforme o tabelamento dos bens de consumo mais importantes e básicos da economia, com relação aos salários, estes não podiam ser imediatamente convertidos de cruzeiros para cruzados, por causa da existência de datas-bases distintas do reajustamento e a inexistência de sincronia com relação aos preços. Especificamente com relação aos salários, estes eram reajustados gradualmente, sempre quando o patamar inflacionário alcançasse 20%.

O novo plano pretendia extinguir a causa da inflação brasileira instantaneamente, para isso, a adoção de uma medida de choque baseia-se numa análise da inflação brasileira que aponta a presença de algumas condições que admitissem que tal finalidade ocorresse, como: a inflação brasileira deveria ser principalmente inercial, ou seja, um movimento autônomo de elevação dos preços não dependa de pressões sobre a oferta e a demanda; a inflação não seria ocasionada pelo déficit público e existiriam fatores institucionais para estabilização dos preços relativos da economia; a renegociação da dívida externa estaria sob controle e a recomposição das reservas cambial garantiria a taxa de câmbio interna.

Conforme SERRANO, F. P. (1986), supondo que todas as proposições acima fossem efetivamente encontradas, realmente o processo inflacionário seria estancando como pretendia o governo. Na medida em que ocorrer a devida harmonia nos reajustes salariais e de preços e a defasagem entre os reajustes for pequena, o congelamento não trará grande impacto na questão distributiva, e sim terá como objetivo principal a eliminação do reajuste constante dos preços, acabando com a memória inflacionária.

O sucesso do plano dependeria de uma questão básica: no dia inicial de sua implantação, o congelamento não poderia provocar o surgimento de grandes

perdedores nem grandes ganhadores e os preços relativos deveriam estar razoavelmente equilibrados, caso isso não ocorresse, o Programa de Estabilização fracassaria, pois a pressão incorrida sobre os perdedores seria tamanha que estes não agüentariam e cederiam mais cedo ou mais tarde reajustando seus preços.

De acordo com LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), na prática foram verificadas, com a implantação do Plano Cruzado, duas principais finalidades que se acreditava condizer com o citado anteriormente: primeiro, a implantação de uma reforma monetária alterando a moeda nacional e eliminando assim o mecanismo de correção monetária; e segundo a execução de um congelamento dos preços e salários da economia como um todo, porém esse plano estava equivocado com relação à suposta estabilidade do déficit público. Outra consequência negativa do plano foi o aumento elevado dos níveis salariais, causando uma forte pressão sobre a demanda piorando ainda mais a situação pelo fato de a oferta não se elevar na mesma proporção. Como consequência, ao final do congelamento, verificou-se uma queda na qualidade dos produtos e uma explosão inflacionária ao final do ano de 1986.

Após a economia brasileira passar por experiências fracassadas como a do Plano Cruzado, levantou-se três questões básicas a respeito da causa da inflação inercial: o conflito distributivo, o déficit do setor público e seu financiamento e os mecanismos de indexação.

Com relação à questão distributiva, podemos citar o processo de crescimento industrial verificado no Brasil logo após a segunda guerra mundial, esse processo agravou ainda mais a concentração de renda no Brasil, para se ter uma idéia, de acordo com LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), a acumulação de renda em poder dos 25% mais pobres diminuiu durante o período de 1960 e 1980, sofrendo uma pequena alteração entre os anos de 1980 e 1985, quando essa acumulação passou de 3,8% para 3,9% da renda. Em contrapartida, verifica-se a

acumulação de renda dos 25% mais ricos que passou de 62,5% em 1960, para 70% em 1985.

Pode-se concluir que em períodos de congelamento, há uma pressão muito elevada sobre os preços, principalmente em setores competitivos da economia como vestuários e alimento. O alto grau de concentração de renda eleva de forma exagerada a demanda por esses produtos, o que acarreta num aumento dos índices de inflação. Outro aspecto influente na questão distributiva são as negociações salariais. Por um lado, verifica-se a luta dos trabalhadores por reajustes nos salários reais, por outro lado estão as empresas, principalmente do mercado oligopolizado, que simplesmente tem o poder de repassar aos preços os dispêndios incorridos com reajustes salariais.

O déficit do setor público é outro aspecto relevante no processo da inflação inercial, a questão principal é com relação ao financiamento desse déficit. A composição dá-se principalmente por meio dos gastos públicos do governo como os gastos com o funcionalismo público e a elevada carga incidente sobre o pagamento de pensões e aposentadorias, o que distorce ainda mais com o aumento da expectativa de vida do cidadão brasileiro. O enxugamento desse gastos independe da competência dos responsáveis pela condução da política econômica, como por exemplo, a redução dos níveis de emprego do funcionalismo público é inviável, devido à estabilidade que a classe possui.

Finalmente outro ponto determinante e não menos importante para a determinação da inflação inercial são os mecanismos de indexação. Conforme LUQUE, C. A., VASCONCELLOS, M. S. (1996), esses mecanismos representam a vontade dos agentes em preservarem suas remunerações reais. Subdivide-se essa indexação em: indexação de preços e salários, onde esta tem sido duramente atacada nos planos heterodoxos de estabilização, pois esta faz com que os mecanismos de estabilização perca grande parte da sua eficiência; e a indexação no mercado financeiro, o qual teve uma tentativa de combate durante o Plano Collor II, onde se

pretendia acabar com esse tipo de indexação, com a introdução da taxa de referência dos juros -TR que representava um esquema de prefixação das taxas de juros.

De acordo com LACERDA, A. C. *et alli* (2001), a implantação do Plano Real foi mais uma tentativa de estabilização econômica e tinha como principal finalidade acabar com os altos níveis de inflação. O Plano Real foi caracterizado por três etapas: estabelecimento do equilíbrio das contas do Governo, visando eliminar com a principal causa da inflação; criação de um padrão de valor, a Unidade Real de Valor –URV; emissão de uma nova moeda com poder de compra estável, o Real.

Os problemas fiscais seriam a principal causa dos desequilíbrios das contas do governo, tendo em vista esse cenário, a primeira etapa do Plano Real foi a implementação do Programa de Ação Imediata – PAI, que tinham como principais medidas: drásticos cortes orçamentários; projetos de lei que limitasse as despesas com servidores civis; elaboração de um novo projeto de lei, o qual definisse as normas de cooperação da União com estados e municípios, em contrapartida essa lei obrigava os mesmos a manterem em dia seus débitos com a União. Ainda de acordo com LACERDA, A. C. *et alli* (2001), para viabilizar o ajuste das contas públicas, o Governo teria de combater a sonegação de impostos, aumentando a fiscalização sobre as maiores empresas do país e também sobre as pessoas físicas.

Conforme LACERDA, A. C. *et alli* (2001), a criação da URV tinha como principal finalidade acabar com a memória inflacionária dos agentes econômicos, os quais indexavam os preços atrelados aos índices de inflação, resultando num ciclo vicioso e gerando constantes aumentos nos preços. Porém, o Plano Real foi eficaz no controle da inflação elevando os investimentos na economia brasileira.

Posteriormente, o governo controlava a inflação pela efetividade da “âncora cambial” através da política de regime de bandas cambiais, aliado à abertura comercial externa, mas isso acarretou um crescente desequilíbrio fiscal o que resultou num déficit primário em 1998 elevando consideravelmente a Dívida Pública.

2 CONCEITO DE METAS DE INFLAÇÃO

Conforme BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG (2000), as metas de inflação são ações de política monetária, que se utiliza de um instrumental principal que é a taxa básica de juros, e por meio desta tem como objetivo a obtenção de um nível de preços. A estabilidade de preços surgiu como a finalidade primordial da política monetária, o regime de metas de inflação dominou as diversas âncoras e a autonomia operacional, com um elevado grau de transparência das ações dos bancos centrais. Esse regime está fortemente ligado ao progresso do sistema político e institucional, e sua operacionalização tem como particularidade a busca da combinação da estabilidade de preços, credibilidade e flexibilidade da política monetária.

O comportamento da taxa de juros é um fator de elevada importância na atividade econômica. O Banco Central é o órgão responsável pela obtenção da meta inflacionária, e deve ater-se à relação entre taxa de juros real efetiva e taxa real de equilíbrio. Dessa relação define-se que se a taxa real efetiva for maior que a real de equilíbrio, então o nível de atividade econômica se reduzirá, diminuindo o nível de emprego, isso devido à existência de um *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego - conceito da Curva de Phillips. Em contrapartida, se a taxa de juros real efetiva for menor que a de equilíbrio, então o nível de atividade aumentará, elevando também a taxa de inflação. De acordo com essas possibilidades, o Banco Central deve buscar uma situação ótima onde o nível de inflação deva permanecer constante ao longo do tempo, obtido pela manutenção de um mesmo patamar entre taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio.

De acordo com BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG (2000), o regime de metas de inflação possui alguns atributos positivos como: a transparência da política monetária, pois passa uma compreensão mais clara ao público em relação às ações do Banco Central; desde que a meta seja alcançável, a pré-determinação do

nível de inflação diminui a insegurança do cálculo econômico, facilitando a tomada de decisões por parte dos investidores, por exemplo.

De acordo com CANUTO, O. (1999), existem algumas desvantagens desse regime como a probabilidade de incorrer erros na previsão da meta inflacionária, principalmente em economias em desenvolvimento como a brasileira, pois são mais sensíveis a turbulências do mercado financeiro; existem *gaps* temporais entre o curso completo dos efeitos da política monetária e sua atuação efetiva sobre a inflação, por exemplo, no caso brasileiro, esse *gap* está entre a atuação da política monetária (variação da taxa básica de juros) e seu efeito sobre a produção; se a autoridade monetária fixar uma meta inflacionária muito restrita, pode impactar numa elevação da taxa básica de juros, e, portanto numa conseqüente elevação do *gap* entre produto efetivo e produto potencial, o que reflete negativamente na economia.

2.1 O CASO BRASILEIRO

Conforme BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG (2000) o regime de metas de inflação no Brasil foi implantado a partir de julho de 1999, e tinha inicialmente como meta para os primeiros seis anos os seguintes números que são demonstrados na tabela a seguir, inclusive com sua banda de ajustamento: 8% em 1999, 6% em 2000, 4% em 2001, 3,5% em 2002, 3,25% em 2003 e 3,75% em 2004. Nos dois primeiros anos, a meta foi alcançada, considerando a banda pré-estabelecida que era de 2% para mais ou para menos. Em 2001 a meta não foi alcançada ficando muito aquém do planejado, mesmo considerando a banda, o resultado ficou em 7,7%. Nos anos subseqüentes, o resultado não foi conforme o esperado, com a meta em 2002 sendo de 3,5% porém o resultado alcançado foi de 12,5%. Porém em 2004, com a meta revista de 3,75% para 5,5%, se chegou ao resultado de 7,6% considerando a banda. Em 2005 o resultado foi alcançado, mas

também considerando uma meta revista e em 2006 o resultado ficou dentro do esperado. Esses resultados poderão ser analisados na tabela a seguir, com números a respeito das metas de inflação no Brasil.

TABELA 1 – METAS PARA INFLAÇÃO AO ANO – BRASIL – 1999-2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
META	8,00%	6,00%	4,00%	3,50%	3,25%	3,75%	4,5%	4,5%
FIXADA								
LIMITE	(2,00%)	(2,00%)	(2,00%)	(2,00%)	(2,00%)	(2,00%)	(2,5%)	(2,0%)
BANDA								
META	-	-	-	-	4,00%	5,50%	5,8%	-
REVISTA								
LIMITE	-	-	-	-	(2,50%)	(2,50%)	(2,50%)	-
BANDA								
IPCA	8,94%	5,97%	7,70%	12,50%	9,30%	7,60%	5,69%	3,14%

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório de inflação; Diversos Números.

De acordo com CURADO, M. L., OREIRO, J. L (2005), pode-se considerar um equívoco do Conselho Monetário Nacional, a adoção de metas decrescentes, pois não se enquadrava com a realidade brasileira, mas o não cumprimento em três anos seguidos da meta, não balançou a credibilidade brasileira do sistema na condução da política monetária.

No período de implantação do regime de metas de inflação no Brasil, percebia-se no panorama mundial, considerável crescimento internacional, principalmente nos países em desenvolvimento da Ásia. Mas o ritmo de crescimento da economia brasileira era fraco, se comparado com países em desenvolvimento.

O regime de metas de inflação teoricamente deveria ter proporcionado resultados totalmente inversos aos conferidos no regime de bandas cambiais, principalmente com relação ao papel das taxas de juros nominais e reais, que durante o regime de metas de inflação, manteve um patamar elevado. Durante o regime de o

regime de bandas cambiais, o Banco Central tinha como principal finalidade a manutenção da banda cambial anteriormente fixada. De acordo CANUTO, O. (1999), no que refere-se ao regime de metas de inflação ajustado com regime de bandas cambiais flutuantes, essa combinação deveria impor uma maior autonomia à taxa de juros, e mantendo-la privada das movimentações de excesso de oferta e/ou demanda no que tange ao mercado cambial.

A seguir será mostrada uma tabela comparando números do crescimento do produto nacional comparando-se com outras economias.

TABELA 2 – EVOLUÇÃO DO PRODUTO REAL – BRASIL X GRUPOS DE PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO E DESENVOLVIDOS

PAÍS/ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
BRASIL	0,8	4,4	1,3	1,9	-0,2	5,2
PAÍSES DESENVOLVIDOS	6,4	5,8	5,9	6,4	6,3	6,3
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	4,0	5,9	4,0	4,8	6,1	6,6

FONTE: Fundo Monetário Internacional; Diversos Números.

NOTA: % ao ano

Analisando a tabela acima se percebe que o Brasil não cresceu o esperado com a adoção do regime de metas inflacionárias, principalmente comparado com o grupo de países em desenvolvimento que possuem características econômicas semelhantes às nossas.

O que se observa no caso brasileiro são elevadas taxas de juros e um dos principais motivos para isso, de acordo com CURADO, M. L., OREIRO, J. L (2005), é o ambiente no qual se encontrava a economia brasileira na época em que se instituiu uma política de “ancoragem” na taxa de câmbio pelo regime de bandas cambiais. Esse ambiente não era muito favorável do ponto de vista internacional, pois o grau de agitação do mercado financeiro era muito elevado, o que aliado à alta

sensibilidade da economia nacional, obrigou a autoridade monetária brasileira a manter os altos patamares da taxa de juros. Esses altos índices da taxa Selic eram necessários para evitar uma fuga de capitais estrangeiros do Brasil, o que seria um desastre caso isso se confirmasse, e também para contrair a demanda agregada, justamente para evitar que a inflação subisse. A seguir será demonstrada a evolução da taxa de juros desde o período em que se implantou o regime de metas de inflação até o ano de 2006.

TABELA 3 – TAXA DE JUROS – SELIC (%) – BRASIL – 1999/2006

MÊS/ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
01	37,34	18,87	15,19	19,05	25,36	16,30	18,25	17,26
02	37,34	18,88	15,20	18,80	26,30	16,28	18,75	17,26
03	44,95	18,94	15,84	18,45	26,32	16,09	19,24	16,50
04	39,42	18,55	16,30	18,35	26,32	15,80	19,51	15,72
05	29,53	18,39	16,76	18,07	26,27	15,79	19,75	15,18
06	20,88	17,34	18,31	18,40	25,74	15,79	19,73	15,18
07	19,51	16,51	18,96	17,86	24,32	15,83	19,75	14,67
08	19,52	16,54	19,04	17,87	21,84	15,90	19,74	14,17
09	19,01	16,60	19,07	17,90	19,84	16,23	19,48	14,17
10	18,87	16,56	19,05	20,90	18,84	16,71	18,98	13,67
11	18,99	16,38	19,05	21,90	17,32	17,23	18,49	13,19
12	19,00	15,76	19,05	24,90	16,32	17,74	18,00	13,19

FONTE: Banco Central do Brasil – Histórico da Taxa de Juros

NOTA: Elaboração própria.

2.2 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS E O CASO BRASILEIRO

Conforme GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), ao longo das últimas duas décadas, o objetivo principal da maioria das economias capitalistas, tanto as desenvolvidas como as em desenvolvimento, com relação à política monetária, vem sendo a estabilidade de preços. O regime de metas de inflação tornou-se uma “febre” e uma tendência global na forma da condução de políticas econômicas, e está diretamente relacionado com a evolução do sistema político e institucional.

Estes tópicos serão dedicados à análise de experiências de países que adotaram o regime de metas de inflação enaltecendo os principais pontos e atributos de cada país e suas particularidades, vale destacar que a citação dessas experiências

internacionais serão apresentadas para demonstrar a particularidade de cada país, sem a intenção de estudar o impacto fiscal que o regime de metas de inflação causa nessas economias, como faremos com a economia brasileira mais adiante. Ao final será analisado também o caso brasileiro e seus resultados até os dias atuais.

2.2.1 O Caso da Nova Zelândia

Por se tratar da economia precursora na utilização do regime de metas de inflação, o caso neozelandês merece importante ênfase. Analisando pela condução da política monetária, o regime é caracterizado pela grande transparência e a pelo alto grau de credibilidade.

No início da década de 80, a Nova Zelândia encontrava-se com patamares de inflação próximos aos 15% ao ano e as expectativas inflacionárias apontavam um alto grau de inércia. A reforma na disposição institucional do *Reserve bank of New Zealand* - RBNZ o banco central daquele país, deu-se após um longo período de desinflação. Ao final da década de 80, o RBNZ tinha como objetivo a promoção da estabilidade do nível de preços da economia como um todo. Para o atendimento do objetivo, formalizou-se um pacto entre o Tesouro e o RBNZ, onde a política de metas deve definir exatamente a meta de inflação, conjugada com o alcance da estabilidade de preços. Esse plano de metas possui como principais responsabilidades, além da estabilidade de preços, o respeito a prazos e o atendimento de metas numéricas pré-estabelecidas. Apesar dessas responsabilidades, a legislação evita criar uma estrutura austera e prevê que o ministro das finanças e o presidente do RBNZ podem eventualmente rever a meta pré-fixada e substituir os objetivos por meio da firmação de um novo acordo escrito e público. Mas, além disso, a lei autoriza, caso necessário, a suspensão da autonomia operacional do RBNZ, o banco pode ser guiado a estabelecer e praticar políticas monetárias voltadas para fins econômicos diferentes dos mencionados anteriormente. Porém

essas alterações dos mandatos originais devem ser claras e transparentes de modo que possa estar sujeita a avaliação pública.

Os sucessivos planos de metas da autoridade econômica neozelandesa, nada mais são do que um consecutivo processo, no qual casuais mudanças visam o aprimoramento das metas de inflação. A efeito de ilustração, segue algumas alterações acentuadas, como ao final de 1990, onde a necessidade de renegociar o plano de metas foi suprido pela orientação para que o banco aprecie o resultado primário de um provável choque de preços e com isso o prazo para atingir uma inflação entre 0% e 2%, estendeu-se em doze meses, para o final de 1993. Já ao final do ano de 96, o teto da banda inflacionária foi expandido de 2% para 3% e em 2002, o piso da banda foi elevado de 0% para 1%.

O regime de metas de inflação da Nova Zelândia compõe uma âncora para as expectativas de inflação de longo prazo com uma certa flexibilidade para gerenciamento da reação da política monetária às diferentes situações que está sujeita a economia. Uma âncora nominal alcançável mantém as expectativas de inflação constantes, mesmo que ocorram choques que afetem a inflação desejada, e nesse caso, quanto maior a confiabilidade da âncora, maior será a flexibilidade com que o RBNZ poderá atuar com o intuito de atingir a meta inflacionaria pré-estabelecida.

2.2.2 A Experiência Inglesa

Conforme GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), a escolha da Inglaterra em adotar o regime de metas de inflação deu-se num momento pós-crise internacional de câmbio, e também a economia inglesa encontrava-se num ambiente de insegurança, marcado por um ataque especulativo que levou a libra esterlina a grandes flutuações em meados de 1992. A moeda inglesa depreciou cerca de 15% e a expectativa de inflação chegou à casa de 5%. A adoção do regime de metas tinha

como intuito munir a economia de uma âncora nominal possível e capaz de controlar a inflação, com isso o *Bank of England* - BOE determinou que a inflação deveria manter-se na banda de 1% a 4%. O êxito da estratégia sustentou o coeficiente de repasse do câmbio para a inflação bastante baixo e ajudou a conservar a inflação próxima aos 3%.

Ao final do ano de 1997, o partido trabalhista obteve vitória nas eleições parlamentares, confirmando o regime de metas inflacionárias e concedendo ao BOE a autonomia operacional na direção das políticas econômicas. Essa concessão trouxe elevados patamares de confiança ao mercado financeiro fazendo com que a bolsa de valores inglesa subisse valorizando assim a moeda inglesa, conseqüentemente as taxas de juros futuras caíram consideravelmente. Com a reestruturação do banco central inglês, houve uma maior transparência e aprimoramento dos mecanismos de controle público. De acordo com esse novo cenário, o Tesouro determina anualmente a meta inflacionária sendo obrigação do BOE cumpri-la. Dessa maneira, o arranjo institucional inglês permite certa flexibilidade na determinação da meta de inflação, podendo o Tesouro alterar a meta inflacionária dependendo do rumo que se depreze no cenário mundial, porém deve-se respeitar a estabilidade de preços como prioridade máxima.

Ainda de acordo com GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), a Inglaterra concede o privilégio de fixar o objetivo da política monetária ao governo eleito e a missão de cumpri-la, como citado anteriormente, é do BOE e este tem como objetivos a manutenção da estabilidade de preços e dar suporte à política econômica do governo e de Sua Majestade. A missão de longo prazo é a estabilidade dos preços da economia como um todo, no entanto cabe ao Tesouro a fixação da meta numérica e todos os aspectos operacionais do regime. O objetivo principal da política econômica é manter paralelamente a taxa ao final de doze meses em harmonia com a meta pré-determinada, mais especificamente, a média inflacionária de doze meses deve estar dentro do esperado da meta.

Enfim, o caso inglês deixa explícito que o arranjo institucional segue uma regra flexível e perante esse cenário, fica evidente que caso algo não ocorra conforme planejado, o BOE teria amplas condições de articular uma política de certa forma arbitrária, tendo como objetivo o retorno da meta dentro do esperado, direcionada pela política monetária imposta de forma que não impacte negativamente sobre o produto.

2.2.3 A Experiência Australiana

De acordo com GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), a política monetária australiana até meados da década de 80 era conduzida por um regime de metas monetárias. Ao final da mesma década, perante o cenário de crescimento acelerado das economias mais desenvolvidas caracterizadas por consideráveis quedas nos níveis inflacionários, motivou o *Reserve Bank of Austrália* - RBA a adotar o regime de metas de inflação, isso porque houve a percepção que a inflação na Austrália estava caindo mais vagarosamente que a dos demais países desenvolvidos. Mas a implantação do novo regime foi efetuada de forma lenta e gradual, não existindo um marco inicial.

A consequência do arrocho na política monetária ao final da década de 80 foi uma queda drástica nos patamares anuais de inflação, para se ter uma idéia a inflação média anual durante a década de 80 era de cerca de 8% ao ano e ao final da mesma década chegou a 4% ao ano. Até o ano de 1992, diante da falta de uma âncora nominal, a meta de inflação era uma decisão única e exclusiva do RBA, o qual decidia uma meta explícita para a taxa de inflação. A partir desse período, começaram a surgir as primeiras metas numéricas para a inflação, sendo assim no início de 1993, a Austrália havia determinado o seu regime de metas de inflação. Em 1996, o Tesouro e o presidente do banco central australiano, expandiram a autonomia operacional na direção da política monetária. O sucesso do novo regime é

inegável, basta verificar a média anual de inflação durante a década de 90 que chegou próxima a 2%.

Ainda conforme GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), desde então o principal objetivo de política monetária australiana é o controle da inflação, e para isto, o presidente do RBA e o Tesouro assinaram um acordo público no qual constava que a meta inflacionária deveria ser de 2% a 3% ao ano. Essa meta foi definida como uma média ao longo do ciclo, ao invés de ser uma meta rígida, isso se deve ao fato de garantir espaço à inevitáveis incertezas envolvidas no processo de cogitar a inflação. Essa meta numérica pode ser considerada baixa, mas não a ponto de influenciar as decisões de consumo da população. Enfim pode-se considerar que o regime de metas de inflação da Austrália tem como finalidade fornecer uma âncora nominal segura e adequada em disciplinar as expectativas de inflação, sobretudo do setor privado. O regime australiano tem um diferencial pelo fato de não possuir uma política de bandas com limites rígidos, dentro das quais a taxa de inflação tem de estar confinada. Na realidade a meta inflacionária é estabelecida como uma expressão da média a ser alcançada ao longo de alguns anos, isso com o intuito de ceder flexibilidade à política monetária caso seja necessário efetuar mudanças conjunturais consideráveis.

Na situação na qual ocorram divergências entre o RBA e o governo australiano, o último poderá assumir a direção da política se houver alguma diferença substancial, mas esses procedimentos incorrem em elevados custos políticos o que na prática determina a independência do banco. Porém a existência dessa possibilidade de intervenção governamental serve como um “dispositivo de segurança” de maneira que garanta que as ações do RBA permaneçam sujeitas aos controles da sociedade como um todo. Enfim pode-se citar que a característica do regime australiano de manter o horizonte de tempo em aberto disponibiliza ampla flexibilidade no caso de incorrer choques externos.

2.3 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS X CASO BRASILEIRO

Conforme dados extraídos de GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), é importante ressaltar algumas características do regime de metas de inflação dos países citados acima e que obtiveram considerável sucesso. Primeiramente o caso neozelandês, que possui elevado grau de transparência e muita credibilidade. O Banco Central da Nova Zelândia é efetivo, ou seja, promove a estabilidade dos preços. Outro aspecto relevante é a firmação de um pacto público entre o Tesouro Nacional e o RBNZ, onde consta que a política de metas do banco deve definir exatamente a inflação, casada com o alcance dos preços e prazos previamente estipulados. Há a possibilidade do ministro das finanças e o RBNZ em rever a meta pré-estabelecida, bem como há também a possibilidade da suspensão autônoma operacional do RBNZ, e um último ponto importante do regime neozelandês é a existência de uma âncora para as expectativas de inflação de longo prazo o que cede flexibilidade para o gerenciamento da política monetária em casos de turbulências externas.

De acordo com GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006) o caso inglês é caracterizado principalmente pelo fato de o BOE obter autonomia operacional a partir de 1997, o que elevou o grau de confiança do mercado financeiro. Com essa reestruturação, o Banco central inglês aumentou a transparência e aprimorou os mecanismos de controle público. O Tesouro é quem determina a meta de inflação anual individualmente, e o BOE tem o dever de cumpri-la. Porém há certa flexibilidade na determinação da meta, podendo o Tesouro alterá-la de acordo com o cenário econômico mundial. O principal objetivo da política econômica é manter a taxa efetiva em paralelo com a taxa pré-determinada.

O regime australiano, conforme GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), foi implantado de forma gradual, mas obteve consideráveis resultados na queda da inflação ao final da década de 80. Até 1992, diante da falta de uma âncora

cambial a meta era decisão única e exclusiva do RBA. Em 1996, o Tesouro expandiu a autonomia operacional do RBA. A Austrália também é marcada pelo acordo público firmado entre Tesouro e RBA na determinação da inflação, que possui uma particularidade com relação à meta, sendo esta definida como uma média ao longo de um ciclo. O regime australiano não possui uma política de bandas com limites rígidos e no caso de houver divergências entre o Governo e o RBA, o primeiro poderá assumir a condução da política econômica.

Já com relação ao regime de metas de inflação brasileiro, de acordo com GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO (2006), pode-se destacar que não há uma segregação nítida entre a instituição responsável pela definição das metas e a instituição responsável em obtê-las, mais especificamente, no Brasil o presidente do Banco Central possui poder de voto no Conselho Monetário Nacional, órgão responsável pela fixação da meta anual, diferentemente dos casos descritos acima. Outro aspecto importante trata da fixação das metas inflacionárias, o Conselho Monetário Nacional não leva em consideração o requisito de representatividade das preferências sociais por inflação e nível de emprego, diferente dos regimes dos casos anteriormente citados, onde há a firmação de pactos públicos na determinação das metas de inflação.

No caso brasileiro não existe espaço para o Banco Central acomodar choques de oferta, isso porque o Brasil utiliza um índice cheio de inflação IPCA para medi-la, sendo que neste índice compõe sua cesta produtos e serviços muito sensíveis a choques externos, diferente das economias acima exemplificadas que excluíram de seus índices produtos e serviços suscetíveis a choques externos.

No Brasil, quando se deu a instituição de uma política de “ancoragem” cambial via regime de bandas cambiais, coincidentemente o cenário financeiro internacional passava por um período de grande agitação, o que, somado à fragilidade externa da economia brasileira, fez com que a política monetária ficasse a mercê dos movimentos dos investidores em nível internacional, obrigando assim o

Banco Central a manter as taxas de juros em um nível elevado para evitar a fuga de capitais. O principal intuito do Banco Central em elevar a taxa de juros nominal acima da inflação, tem como finalidade elevar a taxa de juros real contraindo assim a demanda agregada, isso para que a inflação efetiva não se desvirtue da meta antes determinada. Com as elevadas taxas de juros internas, conseqüentemente aumenta os níveis de gastos com pagamento da dívida pública e isso pode comprometer e muito o Produto Interno Bruto - PIB. Conseqüências como esta e o impacto fiscal sobre a economia brasileira serão explanados no próximo capítulo.

3 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

Com a implantação do Plano Real a partir da segunda metade da década de 90 e a posterior estabilização econômica, com base numa nova estrutura fiscal e após a implantação do regime de metas inflacionárias, ocorreu um conseqüente avanço no Brasil em vários aspectos. Conforme informações extraídas do Tesouro Nacional, até há pouco tempo, a dívida pública era vista como uma barreira ao crescimento do país principalmente em função do seu custo no que tange aos seus indexadores e a seu perfil de maturação. Tendo em vista esse cenário optou-se por um diferente tratamento da dívida pública, respeitando contratos e utilizando mecanismos de mercado.

Essa conduta permitiu transpassar uma maior confiabilidade aos investidores e à população, proporcionando progressos consideráveis em importantes indicadores observados e ocorreram reduções substanciais do custo do financiamento do Tesouro Nacional e no prolongamento do prazo médio de vencimentos da dívida. Com relação à composição da dívida, especificamente no ano 2000, é relevante destacar a elevação da participação dos títulos prefixados, de 9% para 15% em 2006, respeitando a estratégia de diminuição gradativa da exposição do Tesouro Nacional ao risco de oscilações de curto prazo das variáveis econômicas, ao passo que os títulos indexados à taxa Selic reduziram sua participação de 57% para 52%. A Lei de Responsabilidade Fiscal determinou com transparência as responsabilidades inerentes à emissão de títulos da dívida federal, representando enorme avanço rumo à maior distinção e transparência das políticas monetária e fiscal. Nessa mesma direção, foram firmadas em um único decreto em julho de 2000 as características gerais e as formas de emissão dos títulos públicos federais.

A finalidade principal da gestão da dívida pública é a redução de custos no longo prazo, considerando-se a conservação de patamares razoáveis de risco. Com relação a este último, merecem ênfase especiais os riscos de refinanciamento e de mercado o qual é relacionado às flutuações no custo da dívida pública.

3.1 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2000

De acordo com dados do Tesouro Nacional, a formação da estratégia de financiamento do mesmo relativa ao ano 2000 se depara com um ambiente de crescimento, ligado à estabilidade de preços e contínua redução da taxa básica de juros. O ajuste fiscal e o alcance de superávits primários formam uma conjuntura importante para a formulação da estratégia de financiamento.

A estratégia básica inicial seria de emissões de Letras do Tesouro Nacional - LTN - com vencimento de três e seis meses, e Letra Financeira do Tesouro - LFT - de doze meses, e num segundo momento esse prazo seria estendido em dezoito e vinte e quatro meses respectivamente. Mas, na metade do ano, devido ao aumento da volatilidade no âmbito internacional, associado principalmente aos aumentos dos preços internacionais do petróleo e às expectativas quanto à condução da política monetária norte-americana, as emissões de LTN's de 6 e 12 meses foram suspensas temporariamente. Ressaltando que as LTN's referem-se a títulos que se compõe de uma taxa prefixada, e as LFT's são títulos com uma taxa pós-fixada, no caso a taxa Selic.

De acordo com um cenário de mercado financeiro menos volátil e com maior aptidão ao risco, atuações mais certeiras em direção ao escopo de prolongamento e desindexação da dívida pública seriam colocadas em prática.

Para a fixação dos montantes máximo, médio e mínimo que se determinou que seriam lançados no ano de 2001, tomava-se como base a estratégia básica, calculando o teto e o piso de emissão a partir do percentual de aproximadamente 20% por volta dos pontos médios para cada título. Esse percentual dava flexibilidade ao Tesouro Nacional para se assentar a possíveis variações conjunturais. É importante ressaltar que possíveis variações macroeconômicas tanto internas como internacionais são relevantes na escolha dessa estratégia.

Especificamente com relação às Notas do Banco Central – Série Especial - NBC-E, o prazo de emissão era de vinte e quatro a sessenta meses. As decisões quanto às quantidades e prazos de emissão desses títulos são feitas pelo Banco Central, que serve como base para a condução de sua política monetária, não estando relacionados com a estratégia de financiamento da dívida pública federal definida pelo Tesouro Nacional.

Vale ressaltar o prolongamento do prazo de emissão das LFT's que, ao final do mês de outubro, passou para quarenta e oito meses. Essa ação foi de muita relevância para o perfil de maturação da dívida pública interna, já que os títulos indexados à taxa Selic respondem por parcela expressiva da Dívida Pública Federal Interna – DPFi - em poder do público.

Por último, vale citar a emissão por meio de leilão, em janeiro de 2001 de 4,5 milhões de Notas do Tesouro Nacional – NTN-C indexados ao IGPM com prazo de trinta anos, trocados integralmente por Letras Financeiras do Tesouro – LFT-B, indexadas ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA e Certificados Financeiros do Tesouro, série A - CFT-A em mercado. Essas ações são de extrema importância para a política de prolongamento de prazos e uniformização dos instrumentos financeiros emitidos em ofertas públicas pelo Tesouro Nacional. Ressaltando que a principal diferença entre Notas do Tesouro e Letras do Tesouro, é que a primeira paga os juros semestralmente, e a segunda somente no vencimento do título.

O Plano Anual de Financiamento - PAF não implica em mudanças no contexto econômico interno e externo. Mas, sua possível ocorrência poderá mudar as estratégias antes definidas. O Tesouro Nacional se compromete a informar ao mercado e à população caso ocorra alguma alteração no plano primeiramente apresentado.

A substituição da dívida indexada pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada, foi a prioridade principal durante o ano de 2000. A partir da

estratégia de manter o refinanciamento de apenas 80% dos vencimentos de LFT com títulos de mesmo caráter, definiu-se o aumento da participação de títulos prefixados, que passaram de 9% do total da DPFi em dezembro de 1999, para 14,8% em dezembro de 2000. A seguir será apresentada uma tabela demonstrando o perfil de indexação da Dívida Pública.

TABELA 4 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E TAXA SELIC

MÊS/INDEXADOR	PREFIXADA	SELIC	OUTROS*	TAXA SELIC
DEZ-99	9,0	57,0	34,0	19,0
JAN-00	9,5	56,7	33,8	18,8
FEV-00	10,4	56,6	33,0	18,8
MAR-00	12,2	55,3	32,5	18,9
ABR-00	13,7	53,6	32,7	18,5
MAI-00	12,6	54,9	32,5	18,4
JUN-00	13,3	54,7	32,0	17,3
JUL-00	13,9	54,3	31,8	16,5
AGO-00	14,7	53,2	32,2	16,5
SET-00	15,4	52,7	31,9	16,6
OUT-00	15,7	52,0	32,3	16,5
NOV-00	14,7	52,2	33,2	16,3
DEZ-00	14,8	52,2	33,0	15,7

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano.

*Títulos indexados por índices de preços, câmbio e TR.

Percebe-se que o governo vem se esforçando em alterar o indexador da Dívida Pública interna para taxas prefixadas, porém o volume de títulos indexados à taxa Selic continua num patamar elevado, conforme tabela anterior.

A partir de julho de 2000, o Tesouro Nacional definiu as características gerais de todos os títulos de sua emissão. Além de passar maior transparência, o Governo permitiu a simplificação dos títulos públicos em mercado, proporcionando maior

negociação no mercado secundário e reduziu o custo da Dívida Pública Federal brasileira. Vale destacar que, a partir de então, foi adotado o conceito de fungibilidade, que são títulos de diferentes datas de emissão, mas possuem as mesmas características e o mesmo preço, para as emissões de LFT e NTN-C. Com isso reduziu-se o número de séries de títulos, aumentando o número de um papel específico em um mesmo vencimento.

O prazo médio do estoque da DPMFi, aumentou ao longo de 2000, atingindo cerca de 30 meses em dezembro de 2000, contra cerca de 27 meses ao final de 1999. Essa evolução é atribuída ao prolongamento do prazo de maturação dos títulos indexados à taxa Selic, à variação cambial, e também daqueles com rentabilidade prefixada. Paralelamente, esses instrumentos, emitidos em ofertas públicas, seguiram a estratégia de longo prazo elaborada pelo Tesouro Nacional.

A partir dos próximos tópicos será verificado a tendência e o esforço do Governo brasileiro em substituir, em sua maioria, o indexador atrelado à taxa Selic, por indexadores prefixados e remunerados a índices de preços como o IGPM e o IPCA. Isso pelo fato de a taxa Selic ser um indexador muito oneroso para a Dívida Pública, devido esta ser o principal artifício do Governo em controlar a inflação, e atingir a meta inflacionária predeterminada, principalmente quando há distúrbios externos que refletem na economia brasileira, o que normalmente faz com que a taxa de juros sofra elevações para evitar a fuga de investidores estrangeiros e muitas vezes também, para conter o excesso de demanda na economia.

3.2 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2001

A crise econômica da Argentina e os atentados de onze de setembro contra os Estados Unidos, foram externalidades negativas que abalaram a economia brasileira. O racionamento energético imposto pelo governo brasileiro foi outro fator que influenciou o ambiente econômico nacional. De acordo com esse cenário, o Brasil se

viu obrigado a executar políticas que incentivassem o crescimento e aquecesse a atividade econômica. Devido à instabilidade do dólar americano, de elevações dos níveis de inflação e de uma desconfiança causada pela crise argentina sobre os países emergentes, o governo brasileiro efetuou uma gradativa elevação das taxas básicas de juros. Conforme a tabela 3 do capítulo anterior, nota-se que a taxa Selic subiu da casa dos 15% no início do ano, para cerca de 19% ao final do mesmo ano.

O Banco Central atuou mais ativamente no mercado cambial justamente para conter a liquidez, isso para amenizar os efeitos finais sobre o produto interno bruto, a propósito, o que de acordo com a tabela 2 do capítulo anterior, fechou num píffio crescimento em 1,3%, muito baixo se comparado com o crescimento verificado no ano 2000, e pior ainda se comparado com grupos de países desenvolvidos e em desenvolvimento. Na prática, pode-se verificar os impactos inflacionários junto aos preços finais que chegam ao consumidor, como por exemplo, em produtos alimentícios. Tanto que naquele ano, o IPCA ficou acima do índice estipulado anteriormente pelo Governo.

Com relação ao balanço de pagamentos, este proporcionou saldos positivos. A balança comercial registrou superávit de cerca de US\$ 2,5 bilhões, devido ao aumento de 5,7% nas exportações e da queda de 0,5% nas importações. O baixo crescimento da demanda interna refletiu num decréscimo das importações, e a expansão das exportações das matérias primas nacionais e de produtos manufaturados, contribuíram para o resultado positivo da balança comercial. Porém o déficit em conta-corrente fechou o ano por volta dos US\$ 23 bilhões, mas não houve queda na entrada de investimentos estrangeiros, que somaram cerca US\$ 22,5 bilhões. Sendo assim, o déficit em transações correntes foi financiado pelos investimentos estrangeiros diretos, contrariando o cenário econômico externo.

Devido a esse cenário verificado na economia nacional, o governo brasileiro fechou preventivamente um aditivo do acordo com o Fundo Monetário Internacional, o que conseqüentemente causou um aperto nas políticas fiscais,

justamente para implicar em elevações nos resultados primários do setor público, e o que se verificou foi uma superação do acumulado do superávit primário anteriormente estipulado, que era de 3,35% para 2001 e chegou a cerca de 3,5%, de acordo com dados do Banco Central.

3.2.1 Plano Anual de Financiamento – 2001

A Estratégia para o ano 2001 tinha como objetivo principal a administração da dívida pública e a redução dos custos de longo prazo, considerando níveis ponderados de riscos. Conforme esses pressupostos, as principais diretrizes do plano eram: ampliação dos prazos médios dos títulos emitidos pelo governo; substituição gradativa dos títulos indexados à taxa Selic por títulos com remuneração prefixada; e padronização da linha de financiamento e uniformizar os títulos pós-fixados.

O PAF de 2001 previa emissões de títulos prefixados em torno dos R\$ 29 bilhões e resgates de títulos pós-fixados em cerca de R\$ 52 bilhões e tinha como base: emissões de prefixados com até 36 meses - LTN e NTN prefixado; prolongamentos de prazo de emissão para os títulos indexados à Selic. Porém esses resultados foram difíceis de serem atingidos devido em grande medida pelas externalidades negativas já citadas anteriormente, como a crise argentina e a recessão norte americana, que influenciaram muito na execução estratégica formulada pelo Tesouro Nacional. Com isso priorizou-se o prolongamento do prazo médio da Dívida Pública e a redução do percentual a vencer em 12 meses, de forma a diminuir o risco de refinanciamento. A seguir será apresentada uma tabela descrevendo os principais indicadores da DPMFi e seus dados comparativos com os dois anos anteriores.

TABELA 5 –EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA - 2001

INDICADORES/MÊS-ANO	DEZ-1999	DEZ-2000	PAF DEZ-2001*	DEZ-2001
ESTOQUE DA DPFi (R\$ bi)	441,4	510,7	548,4	624,1
PRAZO MÉDIO DA DPFi (MESES)	27,1	29,8	42,9	35
DURAÇÃO (MESES)	9,4	10,7	20,3	12,4
A VENCER EM 12 MESES	53,0	42,4	27,1	25,6

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Resultados pretendidos pelo PAF para o ano de 2001.

Conforme dados da tabela anterior verifica-se os números projetados pelo PAF estipulado para o ano de 2001, nota-se que os mesmos ficaram bem aquém do esperado, isso se deve principalmente à expansão do prazo médio dos títulos indexados à taxa Selic, e também pelo fato que durante o ano de 2001, ocorreu um considerável crescimento dos juros, motivado pelos choques externos anteriormente citados. Os títulos prefixados mais longos tiveram sua emissão suspensa. A partir do mês de março, o Tesouro emitiu LTN com seis meses de prazo, vale ressaltar que houve interrupção da emissão desse título nos meses de março, julho e setembro, pois eram considerados meses de forte volatilidade. Ao final de novembro, o Tesouro Nacional voltou a ofertar LTN de dezoito meses, refletindo uma melhor confiança interna e externa sobre a economia brasileira.

Com relação à dívida interna remunerada ao câmbio, o Banco Central iniciou, em setembro de 2001, um processo de mudança, visando adaptar-se ao fim das emissões de títulos, conforme a Lei de Responsabilidade Fiscal. Paralelamente a isso, encontrava-se em andamento o ajuste da carteira do Banco Central com títulos do Tesouro Nacional de forma a evitar qualquer desencontro na direção das políticas monetária e cambial. Conforme tabela anterior, nota-se a redução do acúmulo de vencimentos de títulos no curto prazo, o que caiu de cerca de 42% no ano 2000, para

25% em 2001 possibilitando o refinanciamento da dívida sob melhores condições para o próximo ano.

Já de acordo com ao perfil do estoque da DPMFi, observa-se a redução da participação dos títulos com rentabilidade prefixada, nota-se que a meta apresentada pelo PAF de 2001, que seriam de 22% da participação de prefixados no estoque da dívida, atingiu a casa dos 7%, isso se deve principalmente à desconfiança do mercado financeiro interno o que levou o Tesouro Nacional a reduzir o percentual da dívida prefixada e prolongar o prazo médio da mesma. Conforme tabela a seguir verifica-se o perfil da dívida interna.

TABELA 6 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA - 2001 E A TAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	DEZ-1999		DEZ-2000		PAF DEZ-2001*		EFETIVO DEZ-2001					
PREFIXADO	9,0		14,8		22,0		7,8					
SELIC	57,0		52,2		42,0		52,8					
ÍNDICE DE PREÇOS	5,6		5,9		8,0		7,0					
CÂMBIO	22,8		22,3		22,0		28,6					
TR e OUTROS	5,6		4,8		6,0		3,8					
MÊS - 2001	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	15,2	15,2	15,8	16,3	16,7	18,3	18,9	19,0	19,1	19,0	19,0	19,0

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Resultados pretendidos pelo PAF para o ano de 2001.

O Tesouro Nacional reduziu o volume ofertado de títulos com rentabilidade prefixada de curto prazo com o intuito de evitar a elevação do risco de refinanciamento. Essa opção fazia sentido, pois a taxa de juros encontrava-se em patamar superior àquele considerado de longo prazo. Conforme CURADO L. M., OREIRO J. L (2005), percebe-se que ao longo do ano de 2001 a taxa Selic vinha numa crescente onerando muito a DPMFi, esse aumento da taxa de juros nominal

acima da inflação tem como finalidade elevação da taxa de juros real e a conseqüente retração da demanda agregada, isso para que a inflação efetiva mantenha-se o mais próximo da meta predeterminada. A elevação da Selic se dava também para evitar a fuga de investidores externos que poderia ser motivada pelos distúrbios externos como a crise argentina, e pela desvalorização da moeda americana.

De acordo informações do Tesouro Nacional, observa-se que o estoque da DPMFi ficou acima do previsto no PAF de 2001 que era de R\$ 548 bilhões e fechou por volta dos R\$ 624 bilhões ao final daquele ano. Essa diferença do previsto para o realizado pode ser explicada por alguns fatores como: a inserção do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, que visava aumentar a confiança e transparência dos bancos federais com relação às suas funções de fomento e poder de competitividade; a evolução da taxa de câmbio; e a elevação da taxa básica de juros.

3.3 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA - ANO 2002

Conforme dados do Tesouro Nacional, o contexto econômico que se encontrava o Brasil no primeiro trimestre de 2002 era caracterizado por decrescentes níveis na taxa básica de juros e crescente estabilidade da taxa de câmbio, conseqüentemente isso elevou o grau de confiança dos investidores externos. Mas a partir do segundo trimestre do ano, a instabilidade da economia norte-americana, as constantes turbulências no Oriente Médio, e a contínua crise argentina, desestabilizaram a economia brasileira, além disso, o Brasil encontrava-se em ano eleitoral, o que condizia com incertezas no âmbito da direção das políticas econômicas, fazendo com que aumentasse as oscilações nos mercados de títulos.

Durante o ano de 2002 verificou-se que a moeda brasileira depreciou-se consideravelmente em relação ao dólar comparado com o ano de 2001, chegando a

passar os 50% de diferença de um ano para o outro. Aliado a isso estava o comportamento dos índices de preços que sofreram uma degradação nas expectativas de inflação. Conforme dados do Tesouro Nacional, o repasse dos custos refletiu sobre o IGPM que alcançou cerca 25%, e sobre o IPCA que alcançou 12,5%, acima da meta inicialmente prevista pelo Governo em 2001 que era de 3,5%. O aumento da taxa básica de juros a partir daquele momento foi o artifício utilizado pelo governo brasileiro para conter o crescimento inflacionário, conforme tabela 3 do capítulo anterior, verifica-se uma crescente evolução no segundo semestre de 2002 da taxa Selic, que passou de cerca de 17% em julho, para quase 25% em dezembro.

Outro aspecto relevante que é importante destacar daquele ano, é a elevação do risco país, índice este que é medido pelo Banco J.P. Morgan e avalia o patamar de risco de se trazer investimentos para a economia de um país, durante o ano de 2002 este índice chegou a triplicar o seu patamar às vésperas das eleições presidenciais daquele ano, mas ao final do ano apresentou uma queda considerável, refletido pela elevação da confiança nas políticas econômicas adotadas pelo governo. O balanço de pagamentos fechou pelo segundo ano consecutivo com resultados positivos, consequência principal da desvalorização cambial. A balança comercial teve grande participação para a redução do déficit nas transações correntes motivada em grande parte pela elevação nas exportações. Com relação à redução do déficit, este reduziu da casa dos US\$ 23 bilhões em 2001 para 7,7 bilhões de dólares em 2002.

De acordo com dados do Tesouro Nacional, o ano de 2002 ficou marcado também pelo empréstimo que o governo brasileiro contraiu junto ao Fundo Monetário Internacional, o valor foi de US\$ 30 bilhões e foi efetuado principalmente pela degradação das condições de mercado fazendo com que o governo repensasse seus resultados com relação ao superávit primário do setor público.

TABELA 7 – EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA - 2002

INDICADORES/MÊS-ANO	DEZ-2001	DEZ-2002	PAF MÍN-2002*	PAF MÁX-2002*
ESTOQUE DA DPMFi (RS bi)	624,1	623,2	700	760
PRAZO MÉDIO DA DPMFi (MESES)	35	33,2	34	38
DURAÇÃO (MESES)	12,4	20	13	15
A VENCER EM 12 MESES	25,6	38,9	26	29

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados pelo PAF 2002

O estoque da DPMFi ao final de 2002 foi de R\$ 623,2 bilhões, bem menor do que o valor mínimo estimado no PAF para 2002. Os motivos apontados para tal resultado são a diferente forma de atuar do Banco Central no mercado de câmbio, onde a oferta de proteção do câmbio era contrária à emissão de títulos cambiais, e também conforme ao aumento nas flutuações e dificuldade na emissão de novos títulos para a sustentação do refinanciamento durante o ano. Posto isso era de se esperar um aumento considerável na liquidez do mercado o que impactou num baixo crescimento da dívida se comparado com o estimado durante o PAF.

Com relação ao prazo médio da dívida pública deve-se considerar a flutuação dos preços das LFT's, lembrando que estes são títulos pós-fixados, intensificadas conforme marcação a mercado imposta pela Comissão de Valores Mobiliários, fazendo com que a procura migrasse para títulos de prazo mais curto. Mas, posteriormente a Comissão de Valores Mobiliários eliminou a marcação a mercado para títulos com remuneração pós-fixada, sejam estas contratadas com indexação à Selic ou remuneradas por depósitos interbancários, com prazo de vencimento limitado a 365 dias. Esses atos causaram uma mudança na curva de demanda de LFT com diferenças entre títulos de prazos inferiores e superiores a um ano. Sendo assim, o Tesouro Nacional passou a refinarçar a Dívida, principalmente no segundo semestre do ano, com títulos de prazo inferior a 12 meses. As conseqüências foram a

redução do prazo médio da Dívida Pública de 35 meses ao final de 2001 para cerca de 33 meses um ano depois, e o aumento da quantidade de títulos públicos federais a vencer em 12 meses de 25% em dezembro de 2001 para 38% em dezembro de 2002. A seguir será apresentada uma tabela demonstrando o perfil da dívida pública com relação aos seus indexadores.

TABELA 8 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2002 E ATAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	DEZ-2001		DEZ-2002		PAF MÍN-2002*		PAF MÁX-2002*					
PREFIXADO	7,8		2,2		7,0		10,0					
SELIC	52,8		60,8		51,0		56,0					
ÍNDICE DE PREÇOS	7,0		12,5		6,0		8,0					
CÂMBIO	28,6		22,4		25,0		30,0					
TR e OUTROS	3,8		2,1		3,0		4,0					
MÊS – 2002	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	19,0	18,8	18,4	18,3	18,1	18,4	17,8	17,8	17,9	20,9	21,9	24,9

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados pelo PAF 2002

A mudança na atuação do Banco Central no que diz respeito à proteção cambial e a evolução dos índices de preços a taxas mais elevadas que às previstas, são fatores preponderantes para o surgimento de diferenças entre a composição da DPMFi estimada no PAF e a efetivamente realizada. Como no ano anterior, de acordo com dados do Tesouro Nacional, a participação da taxa Selic na composição da DPMFi foi a grande responsável pela dívida tornar-se tão onerosa, apesar de o estoque da DPMFi não atingir o piso esperado pelo PAF de 2002, e como pode-se verificar, a taxa de juros sofreu crescente elevação durante o ano, novamente como principal objetivo de conter um aumento na demanda agregada para posteriormente

controlar a inflação. Esse ano também as externalidades negativas proporcionadas pela contínua crise argentina, a recessão da economia norte americana e o ambiente instável no Oriente Médio, foram grande responsável por esse aumento da Selic, instrumento utilizado pelo Governo para conter a inflação.

Por outro lado, a grande procura por títulos indexados a índices de preços foi ocasionada pela intensificação por parte do Tesouro Nacional na venda dos mesmos, e pela elevação das expectativas de inflação pelo mercado. Os títulos prefixados apresentaram grande queda pela elevação dos resgates líquidos da dívida motivada por desconfianças quanto ao comportamento dos juros na última metade do ano.

3.4 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2003

Conforme dados do Tesouro Nacional, o PAF para 2003 basicamente teve como pontos principais a diminuição dos custos de financiamento no longo prazo; alongamento dos prazos médios dos títulos como um todo; manutenção do percentual da dívida que vencerá em 12 meses em níveis razoáveis; substituição dos títulos indexados à variação cambial e à taxa Selic por títulos preferencialmente indexados à índice de preços ou prefixados. Conforme dados do Tesouro Nacional, os vencimentos para o ano de 2003 da Dívida Pública interna correspondem a cerca de R\$ 220 bilhões e cerca de R\$ 46 bilhões referentes a dívida externa. Com relação à dívida do Banco Central que está na casa dos R\$ 34 bilhões, chega-se a um total de R\$ 300 bilhões.

Com relação à projeção para o perfil da DPMFi, planeja-se alongar de seis para até vinte e quatro meses o prazo para títulos prefixados, já para os títulos indexados à Selic, como em anos anteriores, pretende-se diminuir a participação deste indexador nos títulos públicos. As emissões de títulos indexados a índices de preços, as NTN-C, a intenção era de manter o mesmo patamar com relação ao prazo do verificado no ano anterior. Com relação aos títulos indexados à variação cambial,

o Banco Central proporcionará uma proteção do câmbio por meio de contratos de *swap* dólar X depósito interbancário - DI como opção para substituição dos títulos indexados ao câmbio que vencerá ao longo do ano, dessa forma, considera-se a hipótese de refinanciamento de 100% do volume de títulos remunerados ao câmbio, por meio de novas emissões de NTN-D. A fatia da Dívida Pública Federal externa que vence em 2003 é de cerca de US\$ 7,3 bilhões, e prevê-se a injeção de US\$ 4 bilhões para refinar cerca de um pouco mais da metade destes vencimentos, disso tudo, US\$ 3,5 bilhões refere-se a Dívida Pública Mobiliária externa e US\$ 3,7 bilhões referente à dívida contratual. A tabela a seguir demonstrará a estimativa da participação mínima e máxima de cada indicador da dívida pública mobiliária federal interna esperada durante o PAF e seu resultado obtido.

TABELA 9 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2003

INDICADORES/ANO	2002	2003	PAF MIN – 2003*	PAF MAX – 2003*
ESTOQUE DA DPFi (R\$ bi)	623,2	731,4	690	750
PRAZO MÉDIO DA DPFi (MESES)	33,2	31,3	34	38
A VENCER EM 12 MESES	38,9	35,3	35	40

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2003

A estimativa de elevação do teto máximo para um total da DPMFi de até R\$ 750 bilhões condiz com o aumento do estoque de títulos públicos, e tem como principal objetivo a reversão do excesso de liquidez no mercado monetário, neste item o governo obteve êxito no que foi previsto durante o PAF. Pretende-se a retomada do processo de prolongamento da DPMFi, com o prazo médio por volta de 34 e 38 meses, porém, conforme resultado obtido este ficou fora do intervalo pretendido pelo PAF. A porcentagem da Dívida a vencer em doze meses foi outro

item que ficou dentro do intervalo esperado pelo governo. O perfil da Dívida será apresentado na tabela.

TABELA 10- PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2003 E A TAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	2002		2003		PAF MÍN-2003*		PAF MAX-2003*					
PREFIXADO	2,2		12,5		5,0		15,0					
SELIC	60,8		61,4		52,0		60,0					
ÍNDICE DE PREÇOS	12,5		10,8		12,0		18,0					
CÂMBIO	22,4		13,6		13,0		22,0					
TR e OUTROS	2,1		1,8		2,0		4,0					
MÊS – 2003	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	25,3	26,3	26,3	26,3	26,2	25,7	24,3	21,8	19,8	18,8	17,3	16,3

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2003

Conforme o Tesouro Nacional, a estratégia para o perfil da Dívida, como nos anos anteriores, é de redução do indexador por câmbio e pela taxa Selic no total da DPMFi e de aumento considerável na participação da Dívida indexada à índice de preços. A grande expectativa do PAF era de ganhos esperados na elevação da participação da dívida prefixada pretendendo-se manter no intervalo entre 5% e 15% e o que se observou foi um resultado dentro do esperado ficando esse indexador com participação de 12,5%, bem diferente do nível de 2,2% atingido em 2002. Já com relação aos títulos remunerados à taxa Selic, a expectativa do PAF era de redução de sua participação no montante total da DPMFi, porém ainda não foi durante esse ano que se chegou à meta prevista, e a participação deste ficou na casa dos 61% do total do estoque da DPMFi, ficando praticamente no mesmo patamar que no ano anterior. Nota-se a redução gradual da taxa de juros a partir do segundo semestre do ano,

principalmente pela gradativa recuperação da crise argentina e também pela efêmera passagem do período pós-eleitoral que passou o Brasil.

3.5 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2004

Conforme dados do Tesouro Nacional, o PAF de 2004 foi elaborado com grande foco no monitoramento dos custos e na exposição aos riscos das diferentes modalidades de financiamento. E como em anos anteriores, os objetivos do referido Plano eram: alongamento do prazo médio dos títulos; redução do percentual dos títulos com vencimento em até doze meses; e alteração gradativa dos títulos indexados a Selic e a variação cambial, por títulos prefixados e remunerados a índices de preços.

Ainda de acordo com informações do Tesouro Nacional, o contexto econômico mundial era favorável para economias emergentes e que atraíssem grande fluxo de capital estrangeiro, a expectativa daquele ano era de atingimento da meta inflacionária pré-determinada, e quedas gradativas da taxa básica de juros. Os vencimentos para 2004 da dívida pública mobiliária interna eram de aproximadamente R\$ 262 bilhões, a Dívida Pública Externa era de cerca de R\$ 48 bilhões e a dívida do Banco Central estava na casa dos R\$ 16 bilhões. De posse dessas informações, e tendo como recursos disponíveis em orçamento para pagamento dos vencimentos em torno de R\$ 73 bilhões, via-se a necessidade de financiamento por parte do governo federal por volta dos R\$ 252 bilhões. E como era de se esperar, esse financiamento seria baseado com emissões principalmente de títulos por meio de NTN-F, os quais são notas do tesouro com remuneração prefixada, LTN, que são letras do tesouro também com indexador prefixado. Tanto essas notas quanto essas letras terão como principais objetivos ter uma fatia maior na composição da Dívida Pública e prolongamento gradativo do prazo médio da mesma. As notas com remuneração a base de índices de preços como o IGPM e o

IPCA tinham como característica a emissão mensal em duas etapas, onde na segunda etapa do evento, haveria uma troca de títulos com reduzida duração por outros com maior duração. Outra característica importante é a possibilidade de trocar-se títulos indexados à Selic e câmbio por indexadores como o IPCA e o IGPM.

Conforme planejamento do Tesouro Nacional, estava descartada a emissão de títulos remunerados à variação cambial, e o Banco Central tinha intenção oferecer *hedge* ao mercado, que permitiam a substituição dos títulos cambiais e contratos de *swap* que vençam ao longo do ano. Com relação aos títulos indexados à Selic o governo previa alguns resgates por títulos com esse indexador e procuraria alongar o prazo dos mesmos.

TABELA 11 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2004

INDICADORES/ANO	2003	2004	PAF MIN – 2004*	PAF MAX – 2004*
ESTOQUE DA DPMFi (R\$ bi)	731,4	810,3	820	880
PRAZO MÉDIO DA DPFi (MESES)	31,3	28,1	34	38
A VENCER EM 12 MESES	35,3	46,1	30	35

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2004

De acordo com o Tesouro Nacional, a pretensão era de aumento do montante total do total DPMFi, pois o governo queria começar a reverter uma queda ocorrida em 2002 da Dívida. Neste ano cerca de R\$ 70 bilhões passaram a compor como liquidez consumida pelo Banco Central por meio de transações compromissadas de no máximo sessenta e três dias úteis de vencimento. Com uma tendência de normalização do contexto econômico brasileiro, é de se esperar que gradativamente esses recursos passem a ser destinados à dívida pública que possui prazos maiores.

O total do estoque efetivamente alcançado ficou na casa dos R\$ 810 bilhões ficando aquém do mínimo esperado pelo governo para aquele ano. A grande fatia do crescimento da dívida pública adquirida além do déficit nominal, se explica pela expectativa de absorção de um excesso de liquidez gerada por essa migração de recursos dos compromissos assumidos pelo Banco Central para a dívida pública. À medida que o Tesouro Nacional atraia essa liquidez, gradualmente o passivo do Banco Central se reduz, sendo assim o impacto dessa migração acaba sendo nulo do ponto de vista da Dívida Líquida do Setor Público.

TABELA 12- EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2004 E A TAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	2003			2004			PAF MÍN-2004*			PAF MÁX-2004*		
PREFIXADO	12,5			20,1			13,0			23,0		
SELIC	61,4			57,1			50,0			61,0		
ÍNDICE DE PREÇOS	13,6			14,9			15,0			21,0		
CÂMBIO	10,8			5,2			5,0			7,0		
TR e OUTROS	1,8			2,7			1,0			3,0		
MÊS – 2004	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	16,3	16,2	16,1	15,8	15,8	15,8	15,8	15,9	16,2	16,7	17,2	17,7

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2004

Conforme o Tesouro Nacional, observa-se a tendência de aumento na participação dos títulos com indexadores prefixados e o resultado efetivo ficou dentro do intervalo esperado pelo PAF para 2004. Com relação aos títulos com remuneração atrelados a índice de preços, esperava-se um crescimento entre 15% e 21% e o efetivo ficou quase dentro do que o Governo pretendia, e demonstrou crescimento se comparado com o ano anterior. E como nos anos anteriores

pretendia-se reduzir a participação dos títulos que tem como indexador a taxa Selic e a variação cambial, o que de acordo com a tabela acima ocorreu e ficou dentro dos limites pretendidos pelo Governo Federal. Percebe-se a gradativa redução da taxa Selic, tendência esta que vinha desde o ano anterior, isso pelo fato de aumentar a confiança dos investidores externos na economia brasileira e pelo fato de a inflação estar dentro dos patamares esperado pela meta previamente estipulada, conforme tabela 1 do capítulo anterior, verifica-se que a inflação medida pelo IPCA ficou em 7,6%, dentro do esperado pelo regime de metas de inflação.

3.6 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2005

De acordo com informações extraídas do Tesouro Nacional, os indicadores do cenário econômico para o ano de 2005 eram de seguir as tendências referentes ao que já vinha sendo visto dentro da economia brasileira até então e a ausência de externalidades negativas que podiam afetar a continuidade da recuperação econômica brasileira. A Dívida Pública Federal tinha como vencimentos para aquele ano o total de R\$ 437 bilhões, especificamente com relação à Dívida Pública Mobiliária Federal interna, os vencimentos daquele ano estavam no montante de R\$ 399 bilhões, já a Dívida Externa tinha como vencimentos um total de R\$ 38 bilhões, e tendo como recursos próprios, respeitando o orçamento, em R\$ 60 bilhões via-se a necessidade de financiamento por parte do Governo Federal por volta dos R\$ 377 bilhões. E como nos anos anteriores, o Governo manteria para política de financiamento a preferência na emissão de títulos prefixados e o conseqüente prolongamento dos vencimentos destes, o aumento na participação de títulos indexados a índices de preços é outra prioridade nesse sentido, os resgates dos títulos remunerados à Selic continuam justamente para diminuir a participação desse indexador na participação da Dívida Pública, e a não emissão de notas indexadas ao câmbio complementa o Plano de Financiamento do Governo. A seguir será

apresentada uma tabela com os resultados atingidos, comparando com o ano anterior e com os limites requeridos pelo Plano.

TABELA 13 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2005

INDICADORES/ANO	2004	2005	PAF MIN – 2005*	PAF MAX – 2005*
ESTOQUE DA DPMFi (R\$ bi)	810,3	979,7	1160	1240
PRAZO MÉDIO DA DPMFi (MESES)	35,3	27,4	36	41
A VENCER EM 12 MESES	39,3	41,6	34	40

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2005.

A intenção do PAF era de aumentar o estoque da dívida justamente para se reduzir a liquidez no mercado por meio de emissões de títulos públicos, porém esse aumento é equilibrado por uma considerável redução no passivo do Banco Central por meio de operações compromissadas o que não impacta sobre a Dívida Líquida do Setor Público. Mas o que se viu efetivamente não foi um aumento no total da Dívida e sim uma pequena redução comparativamente ao ano anterior. A diminuição do percentual da Dívida que vencem em doze meses serve para reduzir o risco de refinanciamento, pois condiz com uma redução dos vencimentos quando estes são medidos proporcionalmente ao PIB e o que efetivamente se atingiu não foi dentro do esperado pelo Plano de Financiamento, mas ficou muito perto do esperado pelo Governo. A seguir será apresentada uma tabela com o perfil da Dívida Pública Mobiliária.

TABELA 14 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2005 E A TAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	2004		2005		PAF MÍN-2005*		PAF MÁX-2005*					
	PREFIXADO	20,1		27,9		13,0		23,0				
SELIC	57,1		51,8		50,0		61,0					
ÍNDICE DE PREÇOS	14,9		15,5		15,0		21,0					
CÂMBIO	5,2		2,7		5,0		7,0					
TR e OUTROS	2,7		2,2		1,0		3,0					
MÊS – 2005	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	18,2	18,7	19,2	19,5	19,7	19,7	19,7	19,7	19,4	18,9	18,4	18,0

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2005.

A principal intenção em se reduzir o indexador relativo à taxa Selic, é de diminuir o risco inerente à pressões em que juros e câmbio podem ser submetidos devido às flutuações do mercado internacional, e o resultado obtido em 2005 ficou dentro do esperado pelo PAF e teve uma considerável queda comparado à 2004, a participação do câmbio também teve redução considerável e ficou dentro do intervalo esperado.

Merece ênfase o crescimento dos indexadores prefixado e àqueles remunerados a índices de preços que obtiveram crescimento com relação ao ano anterior, e especial destaque aos títulos prefixados, onde seu resultado ficou acima do teto máximo planejado. Com relação ao histórico da taxa de juros durante o ano de 2005, percebe-se que esta se manteve num patamar estável, devido muito pelo fato de a inflação planejada para o período ter se mantido dentro do esperado. De acordo com a tabela 1 do capítulo anterior, constata-se que a inflação ficou em 5,69%, dentro da meta pré-estabelecida.

3.7 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – ANO 2006

Conforme o Tesouro Nacional, para o ano de 2006 os vencimentos da Dívida Pública Federal corresponderam cerca de R\$ 481 bilhões sendo que destes R\$ 451 bilhões referem-se à Dívida Pública Mobiliária Federal interna e cerca de R\$ 30 bilhões à Dívida Pública Federal externa, e tendo o Governo cerca de R\$ 62 bilhões dentro do orçamento para tal finalidade, viu-se a necessidade de financiamento por volta dos R\$ 419 bilhões. A perspectiva para a economia brasileira para 2006 era de crescimento da atividade econômica, expansão do setor externo e alcance da meta de inflação pré-determinada o que conseqüentemente possibilitou a queda da taxa básica de juros.

O financiamento se daria conforme políticas de emissões de títulos já vistas em anos anteriores, com grande destaque para a comercialização de títulos prefixados como as LTN's e as NTN-F, aumento na participação de papéis remunerados à índices de preços como o NTN-B indexado ao IPCA, diminuição da participação do indexador atrelado à Selic e elevação do prazo médio destes títulos. A tabela a seguir mostra a evolução da Dívida Pública Federal Mobiliária interna.

TABELA 15 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL MOBILIÁRIA INTERNA – 2006

INDICADORES/ANO	2005	2006	PAF MIN – 2006*	PAF MAX – 2006*
ESTOQUE DA DPMFi (RS bi)	979,7	1093,5	1130	1200
PRAZO MÉDIO DA DPMFi (MESES)	27,4	31,1	30	35
A VENCER EM 12 MESES	41,6	35,7	31	36

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2006.

A extensão do prazo médio da DPMFi incorrerá na redução do risco de refinanciamento com queda do percentual da Dívida a vencer em doze meses. O

percentual verificado da Dívida a vencer em doze meses reduziu-se para 35,7% e o prolongamento do prazo médio para cerca de 31 meses, conferem a expectativa do governo quanto a redução do risco de refinanciamento.

TABELA 16 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2006 E A TAXA SELIC

PARTICIPAÇÃO NO ESTOQUE DA DPMFi	2005		2006		PAF MÍN-2006*	PAF MÁX-2006*						
	JAN	FEV	ABR	MAI								
PREFIXADO	27,9		36,1		13,0	23,0						
SELIC	51,8		37,8		50,0	61,0						
ÍNDICE PREÇOS	15,5		22,5		15,0	21,0						
CÂMBIO	2,7		1,3		5,0	7,0						
TR e OUTROS	2,2		2,2		1,0	3,0						
MÊS – 2006	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
TAXA SELIC	17,2	17,2	16,5	15,7	15,1	15,1	14,6	14,1	14,1	13,6	13,1	13,1

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: % ao ano

*Limites estimados para o PAF 2006.

A gestão da Dívida Pública de 2006, conforme dados do Tesouro Nacional, foi caracterizada por uma maior participação dos títulos indexados a índices de preços e dos prefixados, e pela primeira vez previa-se a queda em um patamar abaixo de 50% dos papéis remunerados pela Selic. Essa maior participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços é benéfica, pois reduz a sensibilidade da Dívida Pública no que tange às oscilações cambiais e de juros de curto prazo, conseqüentemente o risco de mercado da Dívida é reduzido.

Novamente percebe-se que com a estabilidade econômica conquistada pela economia brasileira, principalmente pelo controle da inflação, que neste ano ficou em 3,14%, contribuiu para uma constante redução da taxa de juros.

Contribuíram para queda do risco de refinanciamento, a composição da dívida, pois caracteriza a diminuição da volatilidade dos vencimentos; a manutenção

de saldos confortáveis de liquidez; e o prosseguimento de se realizarem resgates antecipados de títulos de curto prazo por papéis de prazos maiores.

3.8 EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DA TAXA SELIC NA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA – 2000 A 2006

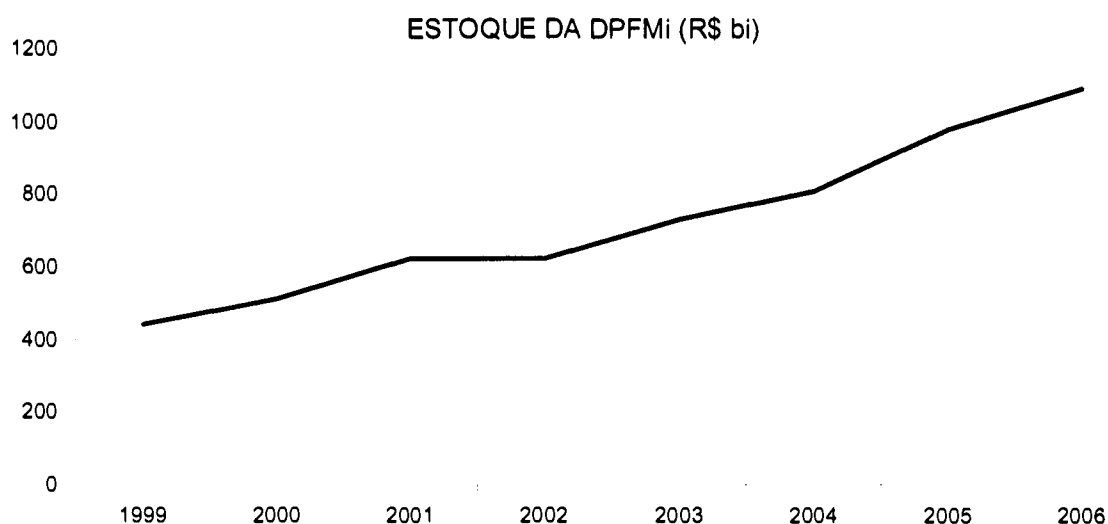
Durante a extensão do presente capítulo, e conforme dados extraídos do Tesouro Nacional, percebeu-se os esforços ano após ano do Governo Federal reduzir a participação de alguns indexadores especificamente no que diz respeito à composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna. A taxa Selic e o câmbio são dois indexadores que são muito sensíveis às oscilações e turbulências do mercado externo, o que por diversas ocasiões fizeram com que o montante da DPMFi crescesse, e poderá ser visto no gráfico a seguir. Esse fato, motiva o Tesouro Nacional a reduzir a participação destes na composição da DPMFi e, a aumentar a participação de indexadores como os índices de preços como o IPCA e o IGPM e de títulos prefixados, lembrando que estes últimos têm como base a taxa Selic, porém fixada e que não varia ao longo do tempo.

Pode-se citar como exemplo a crise da Argentina, o racionamento energético brasileiro, a recessão norte americana e as constantes turbulências no Oriente Médio, todos ocorridos entre 2001 e 2003, fatos que influenciaram muito o cenário econômico brasileiro e de economias emergentes como o Brasil, refletindo muitas vezes num impacto sobre a taxa básica de juros, justamente para que não ocorresse uma variação indesejável sobre o nível de inflação, o que causaria muita desconfiança de investidores externos sobre nossa economia.

Se observarmos a variação da taxa básica de juros durante certos períodos, verifica-se que a elevação da mesma ocorreu justamente para conter a demanda agregada evitando assim a inflação de demanda, conceito este que foi visto no primeiro capítulo, e manter a inflação efetiva dentro do esperado, ou seja, fazendo

paralelamente que o governo alcançasse a meta inflacionária previamente determinada. A seguir será demonstrado um gráfico com a evolução da DPMFi.

GRÁFICO 6 – CRESCIMENTO DO ESTOQUE DA DPMFi (R\$ bi) –1999 a 2006



FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: Elaboração própria

De acordo com CURADO, L. M., OREIRO, J. L (2005), o Banco Central do Brasil tem ampla autonomia em fixar os objetivos da política monetária e influenciar a determinação da taxa de inflação que o mesmo deve obter por intermédio da taxa básica de juros. As metas inflacionárias são fixadas em níveis que não condizem com a medida de aversão social à inflação e conseqüentemente com o nível de desemprego. Com relação às taxas reais de juros, estas tendem a permanecer num patamar elevado devido à adoção de metas inflacionárias declinantes. Somado a isso, encontra-se o setor financeiro brasileiro, que por meio de mecanismos de expectativas inflacionárias, exerce uma grande pressão no sentido de impedir uma queda na taxa de juros.

Inevitavelmente há reflexos na DPMFi, pois elevações na taxa Selic mantêm elevados os níveis de gastos com pagamentos de juros da DPMFi. A tabela a seguir

demonstrará a evolução da participação da Selic e do câmbio especificamente na DPMFi, nota-se que até 2003 a participação de ambos era crescente ao longo dos anos e coincidentemente até esse ano ocorreram crises externas já citadas que oneraram muito a DPMFi. Após esse período, percebe-se o decréscimo dos dois indexadores e particularmente a participação do câmbio até o ano passado é praticamente nula.

TABELA 17 – EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DA SELIC E DO CÂMBIO NA DPMFi – 2000 A 2006

INDEXADOR ANO	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*
SELIC	52,2	266,8	52,8	329,4	60,8	379,1	61,4	449,1	57,1	462,7	51,8	507,5	37,8	413,3
CÂMBIO	22,3	113,7	28,6	178,6	22,4	139,5	10,8	78,9	5,2	42,1	2,7	26,4	1,3	14,2
ESTOQUE DPMFi R\$ (bi)	510,7		624,1		623,2		731,4		810,3		979,7		1093,5	

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: Elaboração própria

* Em bilhões

A gradativa redução da participação da taxa Selic e do câmbio como remuneradores dos títulos públicos, diminui o risco de refinanciamento do Tesouro Nacional no mercado interno e da composição da DPMFi, e ainda essa menor participação desses indexadores, diminui a sensibilidade a grandes choques externos, diminuindo o risco de mercado.

De acordo com dados do Tesouro Nacional, em 2002 a cada 1% de depreciação cambial implicava num aumento da Dívida Líquida do Setor Público em cerca de 0,36% do Produto Interno Bruto, ao passo que em 2004 a cada 1% de depreciação do câmbio impactava em um aumento da Dívida Líquida do Setor Público em 0,13% do Produto Interno Bruto e em 2005 a uma depreciação cambial em 1% aumentava a Dívida Líquida do Setor Público em apenas 0,11% do PIB, essa

diferença se deve pela menor participação gradual do câmbio nos títulos públicos. A tabela a seguir demonstrará evolução da porcentagem ano a ano dos títulos públicos a vencer em doze meses

TABELA 18 – EVOLUÇÃO PERCENTUAL DOS TÍTULOS A VENCER EM DOZE MESES INDEXADOS À TAXA SELIC – 2000 A 2006.

ANO	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*
SELIC VENCER EM 12 MESES	35,6	95,1	10,7	35,2	48,8	184,9	67	300,8	40	185,1	39	197,9	20	82,6
PARTICIPAÇÃO DA SELIC	266,8		329,4		379,1		449,1		462,7		507,5		413,3	

FONTE: Tesouro Nacional, Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento.

NOTA: Elaboração própria

* Em bilhões

Outro fator fundamental nas características da Dívida Pública é com relação ao prazo dos títulos a vencer em doze meses, de acordo com o Tesouro Nacional, especificamente quando o indexador é a taxa Selic, a menor participação desta traz benefícios devido à redução do risco de refinanciamento e a diminuição da sensibilidade a externalidades negativas. A redução dos títulos vencendo em doze meses desconcentra os vencimentos de curto prazo e possibilita o refinanciamento da Dívida Pública em condições mais favoráveis, e como foi visto anteriormente, a preferência do governo atualmente são por títulos prefixados e/ou remunerados a índices de preços como o IPCA ou o IGPM, por exemplo.

4 CONCLUSÃO

O presente trabalho primeiramente explanou as teorias ligadas ao fenômeno da inflação, como a inflação de demanda, inflação de custos, inércia inflacionária e as teorias de curva de oferta agregada e conceito da Curva de *Phillips*. Posteriormente, no segundo capítulo verificou-se a teoria sobre metas de inflação, as experiências internacionais de países que obtiveram êxito de certa forma, e o caso brasileiro. Nesse contexto foi visto o que o Brasil pode melhorar com relação ao regime de metas de inflação, baseado no comparativo com os países estudados.

A taxa Selic foi vista com certa intensidade pelo fato desta ser fator chave no alcance, por parte do Governo brasileiro, das metas de inflação predeterminadas, porém verificou-se como esta impacta negativamente sob o ponto de vista fiscal, pois enquanto a participação da Selic era em mais de 50% da DPMFi, verificou-se os elevados patamares de gastos com pagamento dos juros da Dívida. Apesar de a participação da Selic ser gradativamente reduzida, o Governo vem a cada ano que passa procurar substituir os indexadores da Dívida Pública preferencialmente por índices de preços e taxas prefixadas.

Conclui-se deste trabalho que após a considerável estabilização econômica conquistada pelo Brasil com a implantação do Plano Real e após isso a estabilização da inflação por meio das metas inflacionárias, que o Brasil vem progredindo do ponto de vista inflacionário e da estabilização de preços, porém como foi visto, o Brasil enfrentou problemas no início da atual década com relação ao efeito que a taxa básica de juros causa sobre Dívida Pública. Há um paradoxo nesse ponto, pois a taxa Selic é o principal artifício que o Governo utiliza para controlar a inflação e posteriormente atingir a meta inflacionária predeterminada, mas por outro lado, é o principal agravante no impacto fiscal, pois onera muito a Dívida Pública.

REFERÊNCIAS:

BANCO CENTRAL DO BRASIL – **Histórico da Taxa de Juros**. Disponível em <http://www.bcb.org.br>, acesso em 25 out 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – **Relatórios de Inflação**. Disponível em <http://www.bcb.org.br>, acesso em 23 out 2007.

BRESSER, L. C., **Inflação Inercial e Plano Cruzado**, Revista de Economia Política, vol. 6 n° 3 (julho – setembro de 1986).

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. & WERLANG S. R., **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Working Paper, Brasília: Banco Central do Brasil, n° 1, 2000.

CANUTO, O., **Regimes de Política Monetária em Economias Abertas**. Texto para discussão, IE – Unicamp. Campinas; Unicamp n° 92, 1999.

CURADO L. C. & OREIRO J. L., **Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Universidade Federal do Paraná, (março de 2005).

DORNBUSCH, R & FISHER, S., **Macroeconomia** Makron Books Editora Ltda, São Paulo, 1991.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, **Diversos Números**. Disponível em <http://www.imf.org/external/country/bra> acesso em 02 out 2007.

GIAMBIAGI F., MATHIAS A., & VELHO E., **O Aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil**. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/2006/td_1183 acesso em 06 out 2007.

LACERDA, A. C., BOCCHI, J. I., REGO, J. M., BORGES, M. A., MARQUES, R. M., **Economia Brasileira**. Editora Saraiva, São Paulo, 2001.

LUQUE, C. A. & VASCONCELLOS, M. S. **Considerações sobre o Problema da Inflação**. In: Manual de Economia. Editora Saraiva, São Paulo, 1996.

SERRANO, F. P. **Inflação Inercial e Desindexação Neutra**. In: Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado. Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.

TESOURO NACIONAL, **Relatórios dos Planos Anuais de Financiamento do Governo Federal de 2000 a 2006**. Disponível em http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp acesso em 03 nov 2007.