

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

KELLY SANTANA HERTEL

A TAXA BÁSICA DE JUROS E SEU IMPACTO SOBRE O ENDIVIDAMENTO
PÚBLICO: UMA ANÁLISE DO PERÍODO PÓS-PLANO REAL

Porto Alegre

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

KELLY SANTANA HERTEL

A TAXA BÁSICA DE JUROS E SEU IMPACTO SOBRE O ENDIVIDAMENTO
PÚBLICO: UMA ANÁLISE DO PERÍODO PÓS-PLANO REAL

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Gentil Corazza

Porto Alegre

2006

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

H573t

Hertel, Kelly Santana

A taxa básica de juros e seu impacto sobre o endividamento público: uma análise do período pós-Plano Real / Kelly Santana Hertel. – Porto Alegre, 2006.

71 f. : il.

Ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Gentil Corazza.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2006.

1. Dívida pública : Brasil. 2. Política monetária : Brasil. 3. Taxa de juros : Brasil. 4. Sistema financeiro : Brasil. I. Corazza, Gentil. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.1

KELLY SANTANA HERTEL

A TAXA BÁSICA DE JUROS E SEU IMPACTO SOBRE O ENDIVIDAMENTO
PÚBLICO: UMA ANÁLISE DO PERÍODO PÓS-PLANO REAL

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 12 de fevereiro de 2007.

Prof. Dr. Gentil Corazza – Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Renato Dalmazo

FEE

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca

UFRGS

Prof. Dr. Paulo Schmidt

UFRGS

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a pessoa que mais amo e vou amar em toda minha vida, Gabriel Hertel Piazzeta.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos profissionais que compõem PPGE/UFRGS pela atenção e dedicação que em muito contribuiu para aprimorar meus estudos. Agradeço aos professores que tive durante o curso, especialmente ao meu orientador Gentil Corazza.

Agradeço aos meus pais e minhas irmãs pelo apoio que obtive durante o mestrado. E também sou muito grata ao meu amor Gabriel, por ter a certeza de admirar o “carinha” que está crescendo a cada dia sob meus olhos e cuidados.

E o meu agradecimento final é para você Rodrigo Piazzeta, por ser um grande companheiro, amigo, marido e pai, por ser minha força nos momentos difíceis. Agradeço porque sei que posso admirar a pessoa que você é e sempre será. Enfim, meu muito obrigado pelas dicas, e-mails e conversas, por ser meu amor.

RESUMO

A Selic, uma das mais elevadas taxas básicas de juros do mundo, tem sido utilizada pelo Governo Brasileiro com o intuito de controlar a inflação. No entanto, tal mecanismo tem gerado importantes impactos na economia brasileira, principalmente sobre os outros agregados macroeconômicos, como a dívida pública, as exportações, os investimentos e o câmbio. O presente trabalho pretende explicar como os elevados índices da Taxa Selic, enquanto mecanismo de controle da inflação, tem repercutido na economia brasileira, mostrando seus impactos sobre os agregados macroeconômicos acima mencionados. Em um primeiro momento são analisados as funções e determinações dos juros para duas escolas de pensamento econômico, a keynesiana e a monetarista. Posteriormente, será estudada a composição e a estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro e a taxa de juros básica (SELIC), ressaltando alguns de seus impactos. No capítulo seguinte, será feita uma breve análise da dívida pública brasileira, considerando seu caráter externo até meados da década de 1990 e a mudança para o caráter interno, após esse período. Nesse momento, buscar-se-á explicar como ocorreu essa alteração de importância do alto endividamento externo em relação ao PIB em um primeiro momento, para um alto endividamento interno, expresso na dívida mobiliária federal. Em uma última análise, algumas soluções serão propostas, almejando minimizar os efeitos negativos da política de juros sobre a dívida pública.

Palavras-chave: Dívida Pública.Taxa Selic.Sistema Financeiro Brasileiro.

ABSTRACT

The SELIC, one of the highest interest rates of the world has been used for the Brazilian Government with the goal to keep the control of the inflation. However, such mechanism has generated important impacts in the Brazilian Economy, mainly on another macroeconomics agregates as public debt, exports, investments and exchange. The present work wants explain how the highest SELIC rates, like a inflation mechanism control has influenced in Brazilian Economy showing the impacts over the macroeconomic agregates mentioned above. In a first moment will be describe the interest function and determinations for two schools of economic thought the Keynesianism and Monetarism. Later will be analized the composition and structure of the Brazilian Financial System and the interest rate (SELIC) detaching some of the impacts. In the next chapter, a brief analisys of the Brazilian public debt, considering the external caracter until the midle of the years 1990 and the change to a domestic caracter after this period. At this moment, it will be explaining how this change of importance has been occured from the highest extern debt, as a GDP proportion, in a first moment, to the highest domestic public debt composed mainly of federal movable debt. At the least, some alternative solution will be proposed, looking for minimize the effects of the interest rates over the public debt.

Keywords: Public debt. Selic interest rate. Brazilian Financial System.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADROS

Quadro 1 - Motivos da Demanda por Moeda e Despesas segundo Keynes	18
Quadro 2 – Receitas e Despesas do Governo 2003 – 2004 (R\$ Bilhões de Reais).....	44

FIGURAS

Figura 1 - Organograma do Subsistema Normativo e Operativo do Sistema Financeiro Brasileiro	37
---	----

GRÁFICOS

Gráfico 1 - Relação Política de Juros e Impacto sobre a Inflação: jan. 2004 – dez. 2005	46
Gráfico 2 - A SELIC e o Endividamento Público: set. 2004 – mar. 2005	47
Gráfico 3 - Taxa de Juros Internacional <i>Prime Rate</i> 1972 – 1986	50
Gráfico 4 - Dívida Externa como Percentual do PIB, 1981 – 2005	51
Gráfico 5 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	55
Gráfico 6 - Dívida Pública Federal Interna, 1991 – 2006	59
Gráfico 7 - Necessidade de Financiamento do Setor Público, 1991 – 2001	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - A Evolução da Taxa SELIC Mensalizada, janeiro 2002/fevereiro 2006	40
Tabela 2 - Valorização Cambial, Principais Países, Média para 2005	47
Tabela 3 - Relação Dívida Mobiliária Federal/Dívida Pública Líquida do Setor Público DMFi/DLSP, 1994 – 2005	56

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN - Banco Central

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CGPC - Conselho de Gestão da Previdência Complementar

CMN - Conselho Monetário Nacional

CNSP - Conselho Nacional de Seguros Privados

COPOM – Comitê de Política Monetária

Cosif - Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DLSP - Dívida Líquida do Setor Público

DPMFI - Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador

FGC - Fundo Garantidor de Crédito

IBR - Instituto Brasil Resseguros

LTN - Letras do Tesouro Nacional

NFSP - Necessidades de Financiamento do Setor Público

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PAEG - Programa de Ação Econômica do Governo

PROER - Programa de Financiamento e Reestruturação do Setor Bancário

SELIC - Serviços Especiais de Liquidação e Custódia

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SISBACEN - Sistema de Informações do Banco Central

SPC - Secretaria de Previdência Complementar

SUMOC - Superintendência da Moeda e Crédito

SUSEP - Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 AS TAXAS DE JUROS: UMA ABORDAGEM TEÓRICA E OPERACIONAL.....	14
2.1 DUAS CORRENTES DE PENSAMENTO ECONÔMICO: O CONCEITO DE JUROS.....	14
2.2 AS DIVERSAS TAXAS DE JUROS.....	21
2.3 A POLÍTICA MONETÁRIA E <i>INFLATION TARGET</i> : OBJETIVOS, METAS E INSTRUMENTOS	26
3 O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO E A TAXA BÁSICA DE JUROS.....	31
3.1 SISTEMAS FINANCEIROS.....	31
3.2 A TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO.....	38
4 A TAXA SELIC E SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA.....	49
4.1 A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM BREVE HISTÓRICO	49
4.2 O CONCEITO DE DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA E BRUTA.....	52
4.3 EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL	54
4.4 A NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (NFSP): UMA ANÁLISE.....	60
5 CONCLUSÃO	64
REFERÊNCIAS	66
ANEXO A – HISTÓRICO DAS TAXAS DE JUROS FIXADAS PELO COPOM E EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC	69

1 INTRODUÇÃO

A manutenção de elevados índices para a taxa de juro de curto prazo tem sido tema de constantes discussões e questionamentos, tanto nos meios acadêmicos como nos demais setores da sociedade brasileira.

O Sistema Financeiro Brasileiro tem como uma de suas instituições o Comitê de Política e Monetária (COPOM), responsável por fixar as diretrizes da política monetária. Sua atuação ativa, na determinação dos juros, tem impactado nos mais diversos segmentos econômicos.

Nesse trabalho, pretende-se analisar como a política de monitoramento da taxa básica de juros reflete nos principais agregados econômicos, como o câmbio, e por conseguinte nas exportações e investimento, e principalmente, tem tido um grande impacto sobre o endividamento público brasileiro.

No início de 1999, a crise cambial brasileira encaminhou a economia para a adoção do regime de metas de inflação. Esse novo contexto implicou na liberalização da taxa de câmbio, assim como na utilização da taxa de juros como novo instrumento de política macroeconômica do Governo.

A elevada taxa de juro praticada no mercado nacional pode ter por impacto uma apreciação da taxa de câmbio real¹, o que além de deteriorar a balança comercial², muitas vezes tem por característica atrair um grande volume de capital (em grande parte de natureza especulativa).

A utilização da taxa de juros (taxa SELIC) como indexador da dívida pública e da arrecadação fiscal pode ser considerado um problema determinante para a questão da dívida interna brasileira e do crescimento econômico do país. Inicialmente, abordaremos alguns aspectos teóricos relacionados à formação e conceituação das taxas de juros. Para tanto, far-se-á uma abordagem de duas importantes correntes de pensamento econômico, quais sejam, a keynesiana e a monetarista, mostrando o papel dos juros em cada uma das correntes teóricas e

¹“As taxas de câmbio podem ser classificadas de três maneiras, basicamente: A nominal, em que é simplesmente considerado o preço da moeda estrangeira; a real, onde é relevante o nível de preços doméstico em comparação com o nível de preços no país da principal moeda estrangeira e a efetiva, em que se considera uma cesta de moedas dos principais parceiros comerciais do país analisado e os diferentes níveis de preços.” (PIAZZETA, 2003, p. 9).

² Com a apreciação da taxa de câmbio, as exportações da economia doméstica dependem da necessidade de demanda externa.

apontando, também, as principais funções e composições das taxas de juros e quais variáveis os determinam.

No capítulo 2, será analisada a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), preconizando o cenário econômico e a fase de implantação da taxa SELIC na economia brasileira, bem como ressaltando o papel do COPOM como órgão responsável pela condução e administração da taxa básica de juros.

No capítulo 3, desenvolver-se-á uma análise dos impactos da taxa SELIC na economia brasileira, considerando as repercussões da política de monitoramento dos juros sobre o endividamento público brasileiro, assim como sobre os demais agregados macroeconômicos, como câmbio, exportações, investimentos e inflação. Na conclusão, serão destacadas as principais questões analisadas no decorrer do trabalho, assim como apontando algumas possíveis soluções para a economia brasileira principalmente sob o aspecto do endividamento público.

2 AS TAXAS DE JUROS: UMA ABORDAGEM TEÓRICA E OPERACIONAL

Neste capítulo, será feita uma abordagem teórica dos juros, sob o enfoque de duas correntes do pensamento econômico: os keynesianos e monetaristas, tendo-se como objetivo mostrar como os juros são formados, quais as suas funções e o que os determina.

2.1 DUAS CORRENTES DE PENSAMENTO ECONÔMICO: O CONCEITO DE JUROS

Os juros são uma das variáveis econômicas mais importantes na formação das sociedades, sendo observados desde os primórdios da estruturação da humanidade, quando “O animal humano adquiriu a arte de fazer planos e refrear impulsos.” (GIANNETTI, 2005, p. 9). Logo, os juros em suas origens etimológicas nada mais representam que relações de trocas intertemporais, ou seja, nas escolhas dos indivíduos por um ambiente temporal entre presente e futuro, como se afirma abaixo:

Antecipar custa, retardar rende, os mecanismos de troca intertemporal na natureza pertencem a duas modalidades básicas. A primeira é ‘usufruir agora, pagar depois’ O benefício é antecipado no tempo, ao passo que os custos chegam depois. É o caso, por exemplo, da relação entre rigor juvenil e senescência no ciclo de vida [...] A segunda categoria de troca inverte os termos da primeira: ‘pagar agora, usufruir depois’ Os custos precedem os benefícios. (GIANNETTI, 2005, p. 70).

No entanto, em uma contextualização teórica, as taxas de juros perfazem relações mais complexas quando consideradas a oferta e a demanda por moeda.

As taxas de juros sob o enfoque keynesiano representam um prêmio pelo não entesouramento, enquanto para os monetaristas estas são o “[...] custo de oportunidade de reter moeda [...]” (HILLBRECHT, 1999, p. 65). Abordar-se-á a escola keynesiana, primeiramente, para em um segundo momento estudarmos a escola monetarista em relação aos juros.

2.1.1 A Teoria Keynesiana dos Juros

Segundo a escola keynesiana¹ de pensamento econômico, os juros podem ser definidos como a remuneração dos detentores de riqueza monetária que, por um curto período de tempo, se desfazem de sua liquidez, estando momentaneamente ilíquidos (COSTA, 1999).

Logo, sob este enfoque teórico os juros são apontados como um prêmio ao não entesouramento.

Quando se realiza uma operação de compra de títulos, os agentes estão na verdade abrindo mão de sua liquidez imediata, comprando um papel (que pode oferecer um certo risco) a fim de obterem um valor nominal maior na data de resgate. Os riscos inerentes à operação podem ocorrer devido a uma incompatibilidade de prazos, já que os títulos podem não ser completamente passíveis de serem realizados na data estipulada.

Então, enquanto houver relações entre agentes dispostos a abdicar momentaneamente de certa quantia de dinheiro, agentes superavitários, almejando determinado retorno e agentes deficitários, criar-se-ão as condições para se determinarem as taxas de juros da economia.

Portanto, segundo a escola keynesiana de pensamento econômico a taxa de juros é definida como o instrumento que equilibra a oferta a demanda de moeda na economia.

Posições de equilíbrio devem considerar o comportamento da moeda, que “[...] desempenha um papel de meio de pagamento e forma de riqueza.” (CARVALHO et al., 2001, p. 42).

A moeda, enquanto meio de pagamento, age como um intermediário nas trocas, um meio de circulação. Mas, a moeda enquanto reserva de valor, por sua atribuição de liquidez universal, permite aos agentes postergar decisões de investimento, optando por ativos mais líquidos a fim de precaver-se de um futuro incerto.

Quando as expectativas dos agentes são pessimistas, eles podem demandar segurança e flexibilidade no presente para enfrentar o futuro, representados por um ativo seguro que é a moeda. A posse de moeda permite aos agentes manter opções abertas perante a incerteza do futuro. Logo, *coeteris paribus*, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes. (CARVALHO et al., 2001, p. 43).

¹ Na análise keynesiana, as crises econômicas foram atribuídas a variações nas propensões a investir e consumir e ao aumento da preferência pela liquidez (o entesouramento). A economia pode encontrar o seu nível de equilíbrio com uma alta taxa de desemprego, e assim permanecer, a menos que o governo intervenha com uma política adequada de investimentos e incentivos que sustentem a demanda efetiva, mantendo altos níveis de renda e emprego, de modo, que a cada elevação da renda, o consumo o investimento também cresçam (SANDRONI, 1999, p. 323).

A preferência pela liquidez permite aos agentes postergarem decisões de investimento, optando pela moeda como um ativo de liquidez imediata. Isso possibilitou a Keynes atribuir à moeda a função de reserva de valor. Portanto, para ele não era neutra em relação às variáveis reais da economia, ou seja uma variação na quantidade de moeda pode ter efeitos reais. prazo.

Por ser a moeda o ativo de maior liquidez entre todos os ativos, quando um agente abre mão de reter moeda, ele está na verdade abdicando momentaneamente de possuir um ativo extremamente líquido e portanto seguro. A este agente deve-se conferir uma bonificação a denominar-se um prêmio pelo não entesouramento, e assim é introduzido o conceito de taxa de juros por esta corrente de pensamento econômico.

A taxa de juros “[...] é o preço mediante o qual o desejo de manter riqueza na forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. [...] a taxa de juros é o que se ganha não porque se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos (como por exemplo ativos financeiros) que não moeda.” (CARVALHO et al., 2001, p. 44).

Considerado uma determinada taxa de juros, os agentes determinarão o seu grau de preferência pela liquidez e, portanto, a quantidade de moeda a ser demandada.

Por ser a economia cíclica, as expectativas em relação as taxas de juros determinam os graus de liquidez dos agentes e estes alteram as taxas de juros.

A demanda por moeda, determinada pela preferência pela liquidez dos indivíduos, condiciona as taxas de juros de mercado, pois se a projeção que estabelece para o futuro é de um período de instabilidade, certamente preferir-se-ão ativos que podem ser rapidamente trocados por outras mercadorias, impactando com isso nas taxas de juros. Assim, sendo, fatos relacionados às necessidades e expectativas dos agentes é que irão determinar os motivos para se demandar moeda e os comportamentos das taxas de juros.

As moedas são demandadas segundo os motivos transacional, precaucional, especulativo e *finance*. A demanda por moeda, pelo motivo transacional, está relacionada às atividades diárias e rotineiras do indivíduo. Neste caso, os indivíduos demandam moeda para honrar a contratação de aquisições já realizadas, portanto com vencimentos especificados. O motivo transação está “[...] relacionado ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda (pagamentos contratuais, como pagamentos de salários pelas empresas, os juros e aluguéis ou despesas relacionadas à aquisição de bens ou serviços).” (CARVALHO et al., 2001, p, 47). Neste caso, considera-se a demanda por moeda com a finalidade de realizar as atividades previamente definidas.

O motivo precaucional relaciona a moeda a um ativo seguro. As vezes surgem oportunidades, que exigem ações imediatas, a compra de uma terreno em uma região que

atualmente é desabilitada, mas que num futuro próximo abrigará grandes centros comerciais. A ausência de uma matéria prima tida como essencial para uma determinada sociedade pode fazer com que os indivíduos retenham moeda por motivos precaucionais, evitando a possibilidade de não terem moeda para adquirir tal bem. Como melhor definido por Costa (1999, p. 65):

O motivo precaucional para demanda por moeda é tanto para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras ou aplicações vantajosas quanto para conservar o valor fixo de um ativo em termos monetários com finalidade de honrar uma obrigação estipulada em dinheiro.

As oportunidades às vezes requerem ações imediatas e a retenção de moeda atende rapidamente às necessidades de liquidez dos indivíduos ante acontecimentos inesperados e às vezes reter moeda por motivos precaucionais pode ser seguro.

Considera-se a retenção de moeda com fins especulativos, quando há uma expectativa de que taxa de juros vai seguir uma trajetória². Se o agente forma uma expectativa de que a taxa de juros vai se elevar, ele pode optar por abdicar momentaneamente de ativos mais líquidos e adquirir ativos financeiros como títulos. Ao formarem-se expectativas de alta para as taxas de juros, reduz-se a demanda por moeda e aumenta a aquisição de títulos.

Com isso, os agentes compram títulos e à medida que se reduz a quantidade de moeda na economia, vão aumentando as taxas de juros que tornarão atrativos os títulos. Isso provoca então a elevação do preço dos ativos. Com o aumento do preço dos títulos e as expectativas para as taxas de juros atingidas, os juros começarão a cair, pois o preço dos títulos está aumentando e o retorno para retê-los está se reduzindo. Aumenta-se com isso a preferência pela liquidez e conseqüentemente a demanda por moeda. É desta forma que se comporta a economia segundo Keynes, cíclica e baseada em expectativas, em que as taxas de juros são determinadas pela oferta e demanda por moeda.

Há ainda o motivo *finance*, apontado por Keynes para se demandar moeda, situado entre o projeto e a realização efetiva de um projeto.

² *Liquidity trap*: “Caracteriza uma situação na qual o aumento da oferta de dinheiro não tem por conseqüência uma queda na taxa de juros, mas simplesmente provoca um incremento nos saldos monetários ociosos. [...] na situação descrita por Keynes, os indivíduos acreditam que os preços dos títulos estão muito elevados, e certamente diminuirão, assim como as taxas de juros se encontram em níveis muito baixos, e certamente aumentarão num futuro imediato. Assim sendo acreditam que a aquisição de títulos acarretará uma perda, e por isso mantém o dinheiro na forma líquida.” (SANDRONI, 1999, p. 350).

[...] à demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto deste tipo mais vultuoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital. [...] O pressuposto é que o investimento planejado (*ex ante*) pode precisar garantir sua provisão financeira antes que ocorra o investimento, gerando uma demanda temporária e antecipada de moeda para uma despesa excepcional. Consequentemente, a demanda por moeda pelo motivo financeiro resulta – ao nível agregado – da taxa de investimento. (CARVALHO et al., 2001, p. 52).

Dessa forma, tende a ocorrer na economia uma elevação da moeda pelo motivo *finance*, quando elevam-se as projeções em investimentos, sem que haja um rendimento suficiente para saldar os gastos discricionários, como é possível observar no quadro a seguir:

Quadro 1 - Motivos da Demanda por Moeda e Despesas segundo Keynes

Motivos da demanda por moeda	Para despesas
Transacional	Ordinárias
Precaucional	Incertas
Especulativo	Diferidas
<i>Finance</i>	Extraordinárias

Fonte: COSTA, 1999, p. 66.

A demanda por moeda pelos motivos transacional, precaucional, especulativo e *finance*, justificam os fatos de os agentes reterem moeda, segundo a teoria keynesiana de pensamento econômico, ou seja, segundo este enfoque, a demanda por moeda está estritamente relacionada às preferências dos indivíduos consideradas suas expectativas em relação ao futuro, sendo os juros um fator meramente monetário, que atua equilibrando a oferta e demanda por moeda na economia.

2.1.2 A Teoria Monetarista dos Juros

Quando consideradas as taxas de juros, sob a teoria keynesiana, pode-se constatar que estas eram determinados pela oferta e procura de dinheiro na economia. No entanto, sob o enfoque monetarista, as taxas de juros e a demanda por moeda apresentam-se inversamente relacionadas.

O principal autor da escola monetarista foi Milton Friedman³, que baseia-se na teoria de que a renda dos indivíduos determina a demanda por moeda e se mantida a demanda por moeda constante, alterações na oferta de moeda repercutirão em aumento no nível geral de preços (CARVALHO et al., 2001).

Logo, no curto prazo, o preço do dinheiro é o que se pode adquirir com uma unidade monetária, e aumentos no preço do dinheiro tem relações inversas com os níveis de preços, mas são as variações na oferta de moeda, que impactam sobre os níveis de preços. Já os impactos monetários sobre o produto só podem ocorrer no curto prazo, pois no longo prazo a moeda é neutra em relação a economia real.

O economista Milton Friedman seguiu os fundamentos da teoria quantitativa da moeda, mas acentuou que esta deve ser apresentada como uma teoria da demanda por moeda.

A teoria quantitativa da moeda considera que, no longo prazo, as variações no produto devem-se essencialmente a fatores reais, e isto se refletirá no nível de preços. Mas, quando se considera o curto prazo, são as variações na renda, mediante variações no estoque de moeda e velocidade de circulação, que refletirão no nível geral de preços e produto da economia (COSTA, 1999). Com isso, os postulados formulados por Friedman vão ao encontro da teoria quantitativa da moeda, onde as variações das atividades econômicas devam ser explicadas pelas variações dos fatores reais da economia.

No entanto, ao invés de considerar a velocidade de circulação da moeda fixa, como postula a teoria quantitativa da moeda, esta teoria considerou que “[...] o comportamento da velocidade-renda da moeda é previsível, ainda que ela não seja constante.” (CARVALHO et al., 2001, p. 86).

De acordo com esta escola, monetarista, são as alterações na política monetária, via aumento ou redução da oferta monetária, que influenciarão o comportamento dos agentes, uma vez que a velocidade renda da moeda seja projetada e considerando-se também que a demanda por moeda varia de maneira estável com certo número de variáveis.

Como a demanda por moeda tem uma relação inversa com as taxas de juros, alterações na oferta monetária devem ser acompanhadas por alterações no nível de renda, como uma medida compensatória de equilíbrio econômico.

³ “Principal teórico da escola monetarista e membro da Escola de Chicago, para o qual a provisão de dinheiro é o fator central de controle no processo de desenvolvimento econômico. Para Friedman as variações da atividade econômica não se explicam pelas variações no investimento, mas pelas variações da oferta de moeda.” (SANDRONI, 1999, p. 253).

A teoria da demanda por moeda relaciona o desejo do público em reter moeda, ou seja, os custos de oportunidade de retê-la, visto que estas poderiam estar aplicadas em ativos financeiros que renderiam juros.

A moeda para os monetaristas é um ativo líquido, pelo qual o agente pode efetuar todos e quaisquer tipos de transação na economia. O risco de um indivíduo reter moeda relaciona-se à perda decorrente da inflação e aos seus custos de oportunidade de retê-la. Portanto, as taxas de juros representam o custo de oportunidade de se reter moeda ante outros ativos financeiros pois, com elevadas taxas de juros os custos de oportunidade por se reter moeda ao invés títulos serão maiores.

Os custos de oportunidade são na verdade as remunerações que um indivíduo pode obter por abdicar da moeda em sua forma líquida, adquirindo ativos menos líquidos que produzem juros.

O custo de oportunidade de se manter moeda no *portfólio* cresce quando a taxa de retorno (por exemplo, juros de um título) dos ativos não monetários se eleva, já que o montante de rendimentos perdido cresce. Por isso, quando o retorno dos outros ativos – a taxa esperada dos títulos [...] aumenta, a demanda por moeda tende a cair. (CARVALHO et al., 2001, p. 91).

É por isso que, sob o enfoque monetarista, as taxas de juros relacionam-se inversamente com a demanda por moeda, dado o custo de oportunidade de se reter moeda. Portanto, o parâmetro da conceituação dos juros, para as duas correntes de pensamento econômico, a keynesiana e a monetarista, remete à conclusão de que as taxas de juros são determinadas sob enfoques distintos. Enquanto para Keynes a taxa de juro representa um prêmio ao não entesouramento, para Milton Friedman, os juros estão diretamente relacionadas aos custos de oportunidades estabelecidos pelos indivíduos, sendo a demanda por moeda incipientemente determinada pelas taxas de juros.

2.2 AS DIVERSAS TAXAS DE JUROS

Apresentados os principais fatores que determinam os juros para as respectivas escolas de pensamento econômico, será feita uma análise das taxas de juros e a partir de suas funções e determinações.

Quando considerados os agentes econômicos, a relação entre a quantidade demandada de uma determinada mercadoria e a respectiva oferta da mesma estabelecerá, entre outros fatores, o seu preço. O que determina os juros em uma economia advém deste princípio, ou seja, os bancos captam recursos de agentes superavitários, para emprestar a agentes deficitários, atuando como intermediários nas trocas. Quanto maior for a quantidade de dinheiro captada, ou quanto maiores forem as quantidades de recursos que os bancos dispuserem para a concessão de empréstimos, menores serão os valores cobrados pelos bancos de seus clientes, porque menores serão as taxas de juros.

Isso ocorre, pois, sob aspecto financeiro, os bancos captam recursos no mercado financeiro para poderem emprestar. Ao atrair capital superavitário, é concedida uma determinada remuneração designada como taxa de juros. Quando estes recursos são captados, os bancos tornam-se financeiramente capacitados para conceder empréstimos. A diferença entre a taxa de juros que o banco capta do credor para emprestar ao devedor é denominada *spread* bancário.

Os juros podem ser nominais e reais com características legais e puras, estabelecidos a uma taxa pré fixada ou pós fixada.

Consideram-se juros nominais aqueles pelos quais, ao aplicar-se uma quantidade de dinheiro, não serão consideradas as perdas decorrentes de inflação, ou seja, o valor recebido (juros nominais), não consideram a redução no poder de compra provocado pela inflação.

A taxa de juros real, ao contrário, caracteriza-se pela taxa de juros nominal descontada a inflação. Quando uma economia apresenta uma taxa de juros nominal anual de 15% a.a (quinze pontos percentuais ao ano) e uma inflação de 10% a.a (dez pontos percentuais ao ano), ter-se-á uma taxa de juros em termos reais de 5% a.a (cinco pontos percentuais ao ano). Uma elevação na taxa de inflação em 2% (dois pontos percentuais ao ano), implica uma redução da taxa de juros reais na mesma magnitude. A nova taxa de juros real anualizada para esta economia será de 3 % a.a. (três pontos percentuais ao ano). Uma inflação de 16% a.a (dezesesseis pontos percentuais ao ano) considerando-se a taxa nominal de juros de 15% a.a

(quinze pontos percentuais ao ano) implica em uma taxa de juros real negativa de -1 % a.a (menos de um ponto percentual ao ano) (SANDRONI, 1999).

A taxa de juros pura é aquela oferecida pelos melhores títulos de dívida do mundo em que o credor fica isento de risco, pois equivale a uma aplicação de risco nulo.

A taxa de juro legal, no caso brasileiro, segundo a Constituição Federal, equivale à taxa de juros pela qual o agente superavitário não pode cobrar mais que 12% a.a (doze pontos percentuais ao ano) do indivíduo receptor de recursos, e está em consonância com o Código Tributário Nacional, onde se estipula juros de mora de 1% a.a (um ponto percentual ao ano). Este tipo de juros é conhecido nos meios jurídicos como taxa de juro remuneratória.

Quando se consideram as capitalizações, estas podem ser estabelecidas a taxas pré-fixadas ou pós-fixadas, remunerações, a taxa pós-fixada o aplicador só saberá o montante a ser resgatado no vencimento do prazo estipulado nos contratos, ou no momento de resgate do título. É, portanto, na data de resgate de um título, que se aplica sobre o valor presente da operação a taxa de juros observada no período atual.

Já remunerações estabelecidas à taxa pré-fixada caracterizam operações nas quais os valores para as taxas de juros são acordadas antes da operação, o investidor saberá quanto receberá ao final do prazo, na data de vencimento ou resgate do título. Neste caso, o aplicador estabelece previamente a taxa nominal da operação, a taxa real somente será conhecida no término do contrato, quando será descontada a inflação.

2.2.1 As Funções das Taxas de Juros

As funções das taxas de juros estão diretamente associadas às formas de sua utilização. Os agentes econômicos utilizam-nas como o custo de oportunidade de consumo atual e futuro, custo de capital e remuneração de um ativo (MONTICELLI, 2003).

As taxas de juros, considerando-se um *trade off* entre consumo atual e futuro, repercutem na capacidade dos indivíduos de não promoverem o consumo de toda a sua renda, ou seja, dentro de seu âmbito de escolhas, uma parte da renda se reverte em poupança atual para um consumo futuro. Esta possibilidade de permuta entre consumo e poupança é denominada de propensão marginal a consumir, e representa uma escolha intertemporal dos agentes, da quantidade de renda que o indivíduo está disposto a abdicar de consumo atual, para reverter em poupança para um consumo futuro.

Quando se analisa a propensão marginal a consumir dos agentes econômicos, deve-se considerar também o perfil das famílias pois, uma baixa propensão marginal a consumir pode ser atribuída simplesmente a características pessoais do agentes. Ante um futuro incerto, o agente pode preferir consumir toda a sua renda no período atual sem se preocupar com o consumo futuro, ou com a geração de poupança.

Outros fatos relacionados a uma baixa propensão marginal a consumir devem-se a uma alta concentração de renda ou uma regressividade na distribuição de riqueza, pois sociedades compostas por altos índices de concentração de renda não tendem a ser geradoras de poupança, pois a renda é rapidamente revertida em consumo atual.

Uma elevada propensão marginal ao consumo tende a denotar uma equidade na distribuição de riqueza gerada, onde as famílias apresentam uma forte tendência a serem geradoras de poupança. Neste caso, a taxa de juros está remunerando o capital poupado, agentes superavitários que poupam e aplicam os recursos recebem rendimentos a uma determinada taxa de juros. Em relação a isso, deve-se considerar que:

A origem de grande parte da oferta de fundos corresponde à renúncia à compra presente, ou seja, um excesso das receitas frente às despesas, constituindo a poupança privada e pública que, aliada a poupança externa estará disponível para as transações pelos intermediários financeiros. (MONTICELLI, 2003, p. 12).

Essas transações realizadas pelos intermediários financeiros advindas de poupança gerada por agentes superavitários constituirão os *spreads* bancários que representam o diferencial de juros cobrado para se fazer as intermediações financeiras entre os agentes superavitários e deficitários.

As taxas de juros também podem ser de grande utilidade para se calcular o retorno de um investimento e, neste contexto a taxa de juros constitui um custo de capital.

Os juros estão relacionadas com as eficiência marginais do capital, enquanto que as decisões de investimentos dos agentes estão diretamente relacionadas com as expectativas que são formadas acerca do futuro e inversamente relacionados com as taxas de juros. Segundo Monticelli (2003, p. 12),

[...] a taxa de juros desempenha o papel de parâmetro para o cálculo da eficiência marginal do capital, em relação aos investimentos pretendidos, sejam eles

produtivos ou financeiros; desta forma influência a expectativa de lucro, por parte os dirigentes das empresas, e subsidia as decisões de investimento [...].

Quando um investidor elabora o cálculo de retorno de um capital, caso haja uma elevação nas taxas de juros, isso seria um fator de inibição dos investimentos, pois juros altos podem provocar retornos de capital negativo e isso eleva o custo do capital e freia a inversões produtivas.

As taxas de juros também tem a função de remuneração de um ativo, os agentes detentores de ativos financeiros, como títulos ou no mercado de ações, ou simplesmente aplicações financeiras em bancos, como anteriormente descrito, recebem um rendimento por possuí-los. Essas remunerações variam de acordo com as escolhas dos agentes e do tipo de ativo financeiro escolhido, ou seja, do grau a aversão ou não ao risco, dos prazos de resgates. Assim, deve se considerar que ativos financeiros com maiores riscos tendem a oferecer um maior retorno.

2.2.2 As taxas de Juros e seus Determinantes

As taxas de juros constituem uma das variáveis macroeconômicas mais importantes para a economia. Encontrar um parâmetro ideal constituiu uma tarefa muito importante e essencial visto que as taxas de juros tem efeitos diretos na determinação de variáveis macroeconômicas como taxa de câmbio, emprego, produto, consumo, investimento, dívida pública entre outras.

Mas, como são diversas as taxas de juros encontradas no mercado, cada qual com finalidades e designações diferentes são seus fatores determinantes aliada a condição de que todas a advém da composição da taxa básica de juros de cada economia doméstica⁴ acrescido de um *spread* é que se pode determinar cada uma destas taxas. Os fatores determinantes das principais taxas de juros observadas em uma economia são aqueles que consideram o risco, a liquidez e o prazo dos ativos ante as suas taxas de juros (MONTICELLI, 2003).

⁴ A taxa básica de juros da economia brasileira é denominada SELIC (Serviços Especiais de Liquidação e Custódia), esta estritamente relacionada com a emissão de títulos públicos federais, pois a emissão destes indexados a uma taxa pré-fixada, permite ao Governo Federal atrair recursos, mas também torna-se fonte geradora de dívida pública, uma vez que a taxa de juros paga pelo Governo e á taxa básica, este tema será melhor analisado nos capítulos seguintes.

Logo, quando se recorre a um empréstimo para pagar o principal em uma data futura, este valor estará provavelmente acrescido de um outro valor a ser amortizado. Este *spread* caracteriza a taxa de juros a ser paga pelo agente captador de recurso, ou “[...] o custo de retorno de um empréstimo.” (MONTICELLI, 2003. p. 13). A taxa de juros, neste caso, trouxe para o presente o valor de uma obrigação ou haver no futuro, tornando-a exatamente igual ao valor presente da operação.

Quando se consideram os determinantes das taxas de juros, constata-se um risco inerente à própria intermediação financeira, ou seja, quando se toma um empréstimo, a garantia de que este valor será pago em uma data futura considera uma incerteza, natural a própria operação. Os mercados financeiros nem sempre funcionam em sincronia, o movimento de um certo agente não necessariamente é acompanhado de um recíproco movimento de outro agente, a quantidade de agentes demandantes de dinheiro em uma economia pode não ser acompanhada de uma oferta equivalente, e é neste caso que se considera sumário o papel das política monetária⁵.

A possibilidade de inadimplência de uma obrigação faz com que operações que ofereçam elevados riscos sejam altamente rentáveis e aquelas com baixos riscos, menos rentáveis. Este fato considera o grau de aversão ao risco, ou quanto amante ao risco é o agente econômico.

A liquidez, como ressaltado anteriormente, está relacionado à rapidez em que um ativo se converte em dinheiro, quanto mais líquido for um ativo menor será o risco em detê-lo, e menor será taxa de juros cobrada por este ativo. A liquidez também tem uma relação com os prazos das aplicações financeiras, sendo inversamente relacionados, ou seja quanto maiores tenderem a ser os prazos das aplicações financeiras, menos líquidos tendem a ser os ativos.

O prazo refere-se à data de vencimento de um ativo, ou o período de resgate do mesmo, quando os ativos são trocados por unidades monetárias. Elevados prazos para determinados ativos podem sinalizar a exigência de taxas de juros elevadas.

Portanto, os prazos de maturação dos ativos têm uma relação diretamente proporcional à taxa de juros, ou seja, quanto maior o prazo, maiores tendem a ser as taxas de juros aplicadas sobre os ativos e vice versa.

Com isso, observa-se que as taxas de juros no mercado financeiro exercem significativos impactos sobre algumas variáveis econômicas, assim como são determinadas considerando-se a liquidez, os prazos e riscos.

⁵ A Política monetária e suas atribuições será vista com mais detalhes na seção subsequente.

Uma das formas de se controlar a liquidez em uma economia pode ocorrer mediante um controle efetivo das taxas de juros. Ao realizar uma política monetária ativa, via política de juros, o governo pode estar querendo conter a inflação, pois com a elevação dos juros, reduz a liquidez na economia.

A seção seguinte destina-se a estudar as formas de atuação da política monetária via controle das taxas de juros, bem como analisar os instrumentos utilizados pelos responsáveis pela elaboração da política monetária na condução das taxas juros.

2.3 A POLÍTICA MONETÁRIA E *INFLATION TARGET*: OBJETIVOS, METAS E INSTRUMENTOS

As políticas monetárias são, via de regra, elaboradas para surtirem efeitos sobre os gastos e preços dos ativos. Elas atuam para controlar a liquidez da economia e podem ser de caráter expansionista ou contracionista.

Uma atividade monetária expansionista é elaborada almejando aumentar a quantidade de moeda em circulação e tal medida é adotada em uma economia quando se quer, por exemplo, incentivar o dispêndio dos agentes econômicos, visando com isto expandir as atividades econômicas.

Já a política monetária de cunho restritivo ou contracionista é elaborada para reduzir a quantidade de moeda em circulação ou mantê-la em uma patamar considerado aceitável pelas autoridades monetárias. Essa forma de atuação é acentuada principalmente quando os *policy markers* estão focados em política anti-inflacionária, freando a atividade econômica e conseqüentemente, o aumento de preços. Logo, o principal objetivo monetário é estabilidade de preços.

Desde os anos 90, muitos países têm alterado seu contexto macroeconômico no que concerne à política de combate à inflação⁶. O regime de metas para a inflação foi amplamente difundido e está sendo utilizado por muitos países em substituição a diversas políticas de monitoramento dos preços através da taxa de câmbio.

⁶ Entre alguns países que adotaram o regime de metas de inflação cita-se: Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Israel, Espanha, Austrália, Finlândia, Chile, México, Colômbia, Coréia, Peru, Polônia, Tailândia, África do Sul e Brasil. Na Europa o fator preponderante para a estabilidade de preços foi estabelecido no Tratado de Maastricht que incumbia ao Banco Central Europeu manter o controle inflacionário como o objetivo prioritário. Para tanto, é provável que este incorpore elementos do regime de metas inflacionárias nos seus procedimentos (GIAMBIAGI, 2002).

Esta nova metodologia, que consiste no anúncio de um objetivo para atingir uma determinada taxa de inflação, dentro de períodos previamente estabelecidos, e que, via de regra, admite certo grau de flexibilidade para que o índice de preços oscile dentro de uma banda, tornou mais transparente ao público as intenções e os efeitos da política monetária⁷.

Conforme apresentam Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001) uma meta para a inflação é uma estratégia caracterizada por anúncio público de uma meta numérica para a inflação; comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária; observações de muitas variáveis antes de decidir a escolha dos instrumentos de política; aumento da transparência da estratégia da política monetária através da comunicação com o público e com o mercado sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; e aumento da responsabilidade do Banco Central para atingir seus objetivos em relação à inflação. (D'AVILA, 2004, p. 52).

Ao seguirem estes quesitos apontados pelo autor, os *policy-makers* atingirão o objetivo que serviu de motivação para a adoção de um regime de metas inflacionárias, qual seja, uma economia com inflação baixa e estável.

A política monetária⁸ seria conduzida a agir diante de choques de oferta, pois torna-se imprescindível que a inflação mantenha-se, no mínimo, dentro da banda ao final do período. Caso o Banco Central consiga cumprir com a meta⁹, o mesmo ganha credibilidade para que sejam fixados alvos para a inflação em patamares cada vez mais baixos. Tais fatores reduzem a incerteza, o que aumenta os investimentos, promovendo crescimento econômico (GIAMBIAGI, 2002).

No entanto, para atingir as metas estipuladas para a inflação, alguns instrumentos podem ser adotados, tais como: incentivo/restrrição ao crédito; compra e venda de títulos públicos; os depósitos compulsórios; taxa do redesconto e a taxa de juros.

A taxa de juro de curto prazo é a principal ferramenta utilizada pelos bancos centrais para controlar os agregados monetários.

⁷ Por este conceito entende-se: “[...] uma regra de política monetária, para usar as palavras de Taylor (2000), é um plano que estabelece, do modo mais preciso possível, as circunstâncias nas quais o Banco Central mudará os seus instrumentos de política monetária, para cada estado de natureza.” (PEDROSO, 2003, p. 5).

⁸ Os principais objetivos da política monetária são: cumprir com as metas de inflação, promover ações diante de choques de oferta, formular pressupostos e metodologias de ação do Banco Central, assim como avaliar os efeitos dos juros sobre a dívida pública. (GIAMBIAGI, 2002).

⁹ Metas inflacionárias mais baixas incentivam os Bancos Centrais a adotarem respostas eficientes a choques de curto prazo. (GIAMBIAGI, 2002).

As taxas de juros repercutem nos níveis de poupança e investimento, pois elevadas taxas de juros tendem a estimular a poupança em detrimento dos investimentos. No entanto, também deve-se ressaltar que as taxas de juros têm efeito sobre as reservas bancárias, onde os juros determinam os gastos dos agentes econômicos. Quando o banco central determina a taxa de juro básica da economia, caso um banco comercial necessite de recursos ele pode forçar “[...] os bancos a tomarem empréstados a uma taxa de juros determinada. Essa taxa básica ancora as demais taxas de juros permitindo a transmissão da política monetária, que se inicia no mercado de reservas bancárias, a todo sistema financeiro.” (COSTA, 1999, p. 194).

O incentivo ou restrição ao crédito pode ocorrer via taxa de juros que, quando baixos, incentivam a captação de recursos para se investir. Mas o Governo também pode conceder, diretamente, incentivo ao crédito e, ao fazê-lo, estará alterando a quantidade de moeda em circulação. Deve-se ressaltar no entanto, que embora a restrição/incentivo ao crédito não sejam atribuições dos *policy markers*, esses devem levá-la em consideração em suas análises pois indiretamente repercutem nos objetivos da política monetária.

No mercado de títulos, os bancos centrais podem expandir ou enxugar quantidade de dinheiro na economia, a compra de Títulos Públicos Federais por parte do banco central pode provocar um aumento da circulação de moeda. Ao comprar títulos, o banco central estaria exercendo uma política monetária expansionista, pois estaria recolhendo títulos da economia o que em contrapartida aumentaria a oferta monetária. No caso de um aumento na emissão de títulos pelo Banco Central, provavelmente tal ação almeje enxugar a quantidade de moeda na economia.

O recolhimento de compulsório caracteriza-se por um depósito percentual obrigatório dos bancos comerciais junto ao banco central, conforme acentuado abaixo:

Um banco é obrigado a cumprir o exigível de seu compulsório considerando o saldo médio dos depósitos, ao longo do período de movimentação. Desse modo, é possível que o banco administre seus depósitos compulsórios, durante esse período. Nesse caso, ele pode cumprir sua média, logo no início do período, com o recolhimento de um grande depósito a sacar nos dias seguintes. (CARVALHO et al., 2001, p. 129).

O depósito é realizado, entre outros fatores, para “estabilizar a demanda de reservas bancárias, de modo a facilitar a ação do Banco Central na fixação da taxa de juros” (CARVALHO et al., 2001, p. 128).

Esse depósito compulsório diminui a capacidade dos bancos de aumentar a quantidade de moeda em circulação, visto que reduz a capacidade de conceder empréstimos. Logo, o Banco Central pode ampliar sua capacidade de controlar a expansão da quantidade de liquidez na economia.

A taxa de redesconto caracteriza os empréstimos concedidos pelo Banco Central aos bancos comerciais. Taxas elevadas não incentivam os bancos a contratarem recursos, reduções de captação de empréstimos, tem efeito de reduzir a quantidade de dinheiro em circulação.

Dados os principais instrumentos adotados pelos *policy makers* para controlar a inflação, deve-se considerar, no entanto, que o regime adotado na economia brasileira atualmente pode incorrer em defasagens entre a utilização dos instrumentos de política monetária ante os resultados obtidos para a inflação, ou seja:

[...] a implementação é dificultada pelo controle imperfeito da inflação. A inflação corrente é predeterminada por contratos anteriores, o que significa que a política monetária só pode afetar a inflação futura. A escolha adequada do instrumento (a taxa de juros de curto prazo), por sua vez, é limitada pela incerteza sobre o mecanismo de transmissão da política monetária. Finalmente, a inflação também é afetada por fatores alheios à política monetária, em particular pelos choques que ocorrem durante a defasagem de controle, período que vai da escolha do instrumento até seu impacto na inflação. (GIAMBIAGI, 2002, p. 4).

Durante a vigência do regime de metas inflacionárias, outro fato problemático a ser abordado refere-se ao monitoramento do desempenho do Banco Central. Em alguns casos, ao estipular-se uma meta para a inflação para um certo período, os resultados de tal política monetária só serão observados quando decorrido um certo tempo em que se obtém uma inflação resultante. No entanto, questões adversas (e uma defasagem temporal) podem repercutir em metas completamente diferentes das estipuladas e o Banco Central pode ter abalado a clareza e a credibilidade de sua política monetária, conforme Giambiagi (2002, p. 4):

[...] o controle imperfeito da inflação também cria dificuldades para o monitoramento do desempenho do Banco Central. Por exemplo, se a defasagem de controle for de dois anos, a política monetária corrente só pode ser avaliada dois anos após a escolha do instrumento, quando a inflação resultante desta política for observável. Entretanto, como já mencionado, a inflação também é afetada por fatores que estão fora de controle da política monetária. Um Banco Central pode sempre argüir que eventual desvio entre a inflação observada e a meta inflacionaria

deveu-se a fatores alheios ao seu controle, pelos quais ele não deveria ser responsabilizado.

Portanto, para que seja atingido o objetivo primordial de um Banco Central, qual seja, a estabilidade inflacionária, este deve escolher o instrumento correto, considerando a inflação corrente, a fim de conter as defasagens e com isso as dificuldades do *policy makers* serão minimizadas.

Neste capítulo, foram apresentados alguns aspectos teóricos das taxas de juros, suas funções e determinações, considerando os objetivos, metas e instrumentos da política monetária. No próximo capítulo, o objeto de estudo será o Sistema Financeiro Brasileiro e as taxas de juros, procurando mostrar como o Banco Central (BACEN) determina a taxa básica de juros da economia, como a administra e qual a sua composição.

3 O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO E A TAXA BÁSICA DE JUROS

O objetivo deste capítulo é fazer uma análise do Sistema Financeiro Brasileiro, descrevendo e analisando suas características e estrutura, bem como a sua reestruturação pós-estabilização. Posteriormente, será, também, estudado o papel da política monetária na determinação da taxa básica de juros, a SELIC, considerando sua implementação e administração.

3.1 SISTEMAS FINANCEIROS

No mundo atual, a maioria dos países e suas respectivas economias possuem um sistema regulatório para suas instituições financeiras. No entanto, deve-se considerar, como fator que diferencia um sistema financeiro de outro, seu grau de estruturação e desenvolvimento, onde economias emergentes tendem a apresentar um sistema financeiro menos avançado em sua forma organizacional, quando comparado com o sistema financeiro de economias desenvolvidas. Como salientam Carvalho et al. (2000, p. 203):

Sistemas financeiros são definidos pelo conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade.

Portanto, um dos fatores, para se diferenciar um sistema financeiro de outro, é o grau de desenvolvimento da intermediação (mercado de crédito) ou de desintermediação (mercado de capitais), presente nas instituições financeiras.

No caso da desintermediação, a regulação econômica é feita mediante atuação ativa no mercado de títulos¹ e no mercado de capitais. Algumas economias também apresentam um desenvolvido mercado secundário, de derivativos e mercados futuros. Já em sistemas de

¹ “Fundamentalmente, um título financeiro deve especificar uma forma de obrigação financeira (débitos participação acionária etc.), condições de pagamento e garantias.” (CARVALHO, 2000, p. 296).

crédito predominam as formas creditícias, ou seja, relações de crédito, onde o crédito bancário denota uma relação financeira mais simples:

Sendo personalizado, contratos de crédito podem prever quaisquer tipos de contingências que as partes contratantes julguem relevantes. Um mesmo tomador pode aceitar condições diferentes em cada contrato, adaptando-se às idiossincrasias de cada aplicador. Termos e garantias podem igualmente ser definidos de forma individualizada. Cada contrato atenderá, assim, às demandas de cada contratante. (CARVALHO et al., 2000, p. 297).

A literatura econômica também classifica os sistemas financeiros em “segmentados” e os de Banco Universal. Atuando como uma empresa financeira, o objetivo central de um banco é a maximização dos resultados; com isso, quando se determina o perfil da instituição e como é realizada a alocação de recursos entre os agentes superavitários e deficitários, é que se poderá classificar o sistema financeiro (CARVALHO et al., 2000).

Assim, pode-se classificar os sistemas financeiros de acordo com o perfil das instituições e de como são alocados os recursos entre os agentes superavitários e deficitários.

Nos sistemas financeiros segmentados, cada parte do mercado financeiro é operado por instituições financeiras específicas. Neste caso, pode-se observar que os segmentos financeiros são nitidamente separados, sendo explícita a segmentação de um banco comercial, banco de investimento, banco destinado a créditos de habitação, etc. “Assim, funções de banco comercial, [...] são reservadas exclusivamente a instituições que se disponham a confinar suas atividades ao segmento específico, abrindo mão de uma eventual participação em outros segmentos.” (CARVALHO et al., 2000, p. 301).

O Banco Universal² designa uma instituição que pode atuar em um ou mais segmento do mercado, ou seja, é um banco que pode atuar como intermediador na área de investimentos, assim como atuar como um gestor da captação e empréstimo de recursos financeiros, ou seja, um banco comercial.

Apresentados alguns conceitos referentes aos sistemas financeiros, torna-se pertinente analisar o sistema financeiro brasileiro, que apresenta características bastante peculiares quanto à sua classificação e direcionamento.

² Uma das principais justificativas para estrutura pautada em Bancos Universais, é motivada pelo fato de este tipo de banco possibilita uma maior universalização das informações, assim como reduções nos custos de produção de certos serviços, que elaborados em conjunto tendem a ser menos dispendiosas que se fossem segmentada.

3.1.1 O Sistema Financeiro Brasileiro: Uma Breve Análise Histórica

O Sistema Financeiro Brasileiro passou por algumas transformações importantes desde os primeiros anos da década de 1960, com a criação do Banco Central de 1967, e a reforma Bancária de 1964. Além disso, o convívio com elevados índices inflacionários fez com que tal sistema desenvolvesse características peculiares adaptando-se inerentemente às situações criadas.

Antes de existir o escopo de um Banco Central brasileiro, o papel de Banco Central era exercido pelo Banco do Brasil, fato ocorrido até 1945, quando foi criada a Superintendência da Moeda e Crédito (SUMOC),³ órgão responsável pela elaboração da política monetária. Deve-se frisar, no entanto, que a SUMOC não tinha o poder de controle e de execução da política monetária.

A reforma bancária, ocorrida no ano de 1964, tinha como um de seus fundamentos dar mais autonomia aos *policy makers*. Para tanto, implantou-se o Banco Central do Brasil (BACEN) e o Conselho Monetário Nacional (CMN); dentre as atribuições do BACEN estava a função de implementar e controlar as instituições financeiras. Outros fatores relevantes originados da reforma bancária deste período são o incentivo ao desenvolvimento de um mercado de capitais, a criação de contratos financeiros indexados, assim como o apoio à segmentação de mercado para as instituições financeiras privadas, “[...] definindo-se papéis específicos para cada grupo de instituição financeira.” (CARVALHO et al., 2000, p. 311).

Havia uma distinção nítida das atribuições a serem realizadas por cada uma das instituições financeiras. Aos bancos comerciais cabia a função de atuar como um intermediador financeiro entre os agentes superavitários e deficitários, fornecendo crédito de curto prazo; aos bancos de investimento, a função era de auxiliar no desenvolvimento e incentivo de um mercado de capitais; havia ainda as instituições de poupança e empréstimo, que visavam promover o financiamento da habitação, denominados de sistemas habitacionais. Citam-se, também, as operadoras de crédito, criando linhas de crédito direto ao consumidor. Ao BNDES competia o fornecimento de crédito de longo prazo, e às corretoras, a função de tornar a bolsa de valores brasileira mais desenvolvida e difundida na sociedade.

³ Durante o governo do Marechal Humberto de Alencar Castelo Branco, foi elaborado um Programa de Ação Econômica do Governo, dentre muitas medidas o PAEG, abrangia uma reforma bancária com a criação da SUMOC, durante este período é que foram implantados as ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) a tão conhecida correção monetária dos períodos inflacionários (LACERDA et al., 2001).

Nos anos 70, criaram-se as Letras do Tesouro Nacional (LTN), títulos de curto prazo, cuja emissão, colocação e resgate tornaram-se funções do Banco Central. Deve-se ressaltar, neste ponto, que com a reforma constitucional de 1988, foi desvinculado do Banco Central a função de administrar a dívida pública (BARBOSA, [2004], p. 4).

Um cenário de altas taxas de inflação, desajustes fiscais por parte do governo e redução do crédito de longo prazo, tornaram as linhas de crédito pouco acessíveis ao público. Além disso, o governo era o agente econômico que mais demandava recursos financeiros das instituições privadas. A segmentação financeira, então, passou a perder espaço, preponderando a presença de instituições do tipo universal.

No ano de 1988, o Banco Central do Brasil⁴ permitiu a criação de bancos múltiplos⁵, descaracterizando a segmentação, e abrindo caminho para os bancos universais, pois a estes cabia não só a função de banco comercial mas também a de banco de investimento (CARVALHO et al., 2000).

No início dos anos 90, predominou na economia brasileira um sistema financeiro com características de bancos universais e concomitante a isto era observada uma grande instabilidade inflacionária. Isso conduziu o sistema financeiro a ser um gestor no financiamento da dívida pública brasileira⁶.

O ano de 1994 foi marcado por um o plano econômico de estabilização (Plano Real), que foi exitoso no controle da inflação, mas havia um comprometimento do governo para com a política cambial de câmbio fixo que deixou a economia mais vulnerável a ataques especulativos. A solução ocorreu via política de juros. Para atrair capital, e manter a quantidade de reservas em moeda estrangeira, várias elevações na taxa básica de juros foram efetuadas.

Ao realizar a política de juros, o governo torna atrativas as aplicações em títulos públicos federais, mantendo a velha estrutura de financiamento, apesar da estabilidade inflacionária.

⁴ “Em junho de 1988, o Banco Central introduziu o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro (Cosif), que tornou possível a unificação das instituições financeiras em um mesmo plano contábil.” (PUGA, 1999, p. 416).

⁵ Este tipo de instituição foi criado no Brasil oficialmente em 1988, pela resolução 1524 do Banco Central do Brasil (CARVALHO, 2005).

⁶ Em tempos de altas taxas inflacionárias, a aplicação em títulos públicos federais, sinaliza para os investidores um ótimo negócio, pois os títulos em geral ofereciam um rendimento pós-fixado, e eram altamente líquidos, além do mais os credores tinham como cliente o Governo, o que reduzia a possibilidade de inadimplência.

3.1.2 A Reestruturação Recente do Sistema Financeiro Brasileiro

A desvalorização, ocorrida em janeiro de 1999, pôs fim a uma política baseada no controle efetivo da taxa de câmbio. Para o mercado financeiro, isto sinalizava uma ampliação das preocupações advindas do impacto que uma desvalorização cambial poderia causar às instituições financeiras. Aliado a isso, as instituições financeiras também estavam sentindo o fim das receitas advindas das transferências inflacionárias, o *float*, iniciado no ano de 1994, com o Plano Real, em um contexto de estabilidade de preços. O impacto no segmento bancário foi evidente, onde a participação do setor financeiro no PIB passou de 15,6%, em 1993, para 6,9%, em 1995.

Para tanto, muitas medidas foram adotadas para readequar o sistema financeiro à nova realidade, dentre as quais tem-se a criação do Programa de Financiamento e Reestruturação do Setor Bancário (PROER),⁷ onde bancos em situações financeiras saudáveis podem adquirir bancos com problemas de recursos.

Também, foram estabelecidos limites mínimos de capital para a constituição de um Banco, incentivos fiscais para a incorporação de instituições financeiras, o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), onde os clientes de um banco em situação deficitária tem garantido o valor de vinte mil reais (R\$ 20 mil), no caso de falência da instituição, assim como incentivos à incorporação, fusão, aquisição, cisão ante a criação de novas instituições (PUGA, 1999).

3.1.3 A Estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro

O sistema financeiro brasileiro é dividido em dois subsistemas, a saber, o normativo e o operativo.

O subsistema normativo de política monetária do governo é gerido por três órgãos, a saber: o Conselho Monetário Nacional (CMN); o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP). Estes órgãos são

⁷ “[...] a Resolução 2.208 instituiu o Proer, com o propósito de assegurar a liquidez e a solvência do sistema. O Proer contempla a criação de uma linha especial de assistência financeira destinada a financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras que resultem na transferência de controle ou na modificação de objeto social para finalidades não privativas das instituições financeiras.” (PUGA, 1999, p. 419).

compostos por subdivisões, às quais são atribuídas determinadas funções, objeto de estudo a seguir; logo após, será feita uma breve análise do sistema operativo.

Conselho Monetário Nacional é o órgão responsável pela condução da política monetária, creditícia e cambial. O Banco Central cumpre as regras estipuladas pelo CMN, atuando diretamente nas instituições que integram o SFB visando aumentar e diminuir a liquidez na economia, mediante operações de mercado aberto, redesconto, compulsório e empréstimos. Tem-se, também, como funções de um Banco Central, a emissão de papel moeda e o controle da base monetária, assim como a compra de títulos públicos federais.

Há ainda os órgãos de apoio, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que controla o mercado de ações e debêntures, fiscalizando as demonstrações de resultados de exercício, e os registros das negociações das sociedades anônimas que operarem na bolsa de valores. A CVM visa construir uma base mais sólida para o mercado acionário. Já o Banco do Brasil, além de órgão responsável pela Câmara de Compensação, é responsável pela política do Governo, no que concerne ao crédito rural e industrial. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é o responsável pela política de investimentos de longo prazo, e, como a própria sigla designa, é voltado para o desenvolvimento econômico, minimizando as disparidades regionais (desenvolvimento social). A caixa Econômica Federal está focada no desenvolvimento e financiamento habitacional.

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é composto pelos órgãos da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Instituto Brasil Resseguros (IBR), assim como pelas sociedades seguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência complementar. No Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) estão: a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e entidades fechadas de previdência complementar.

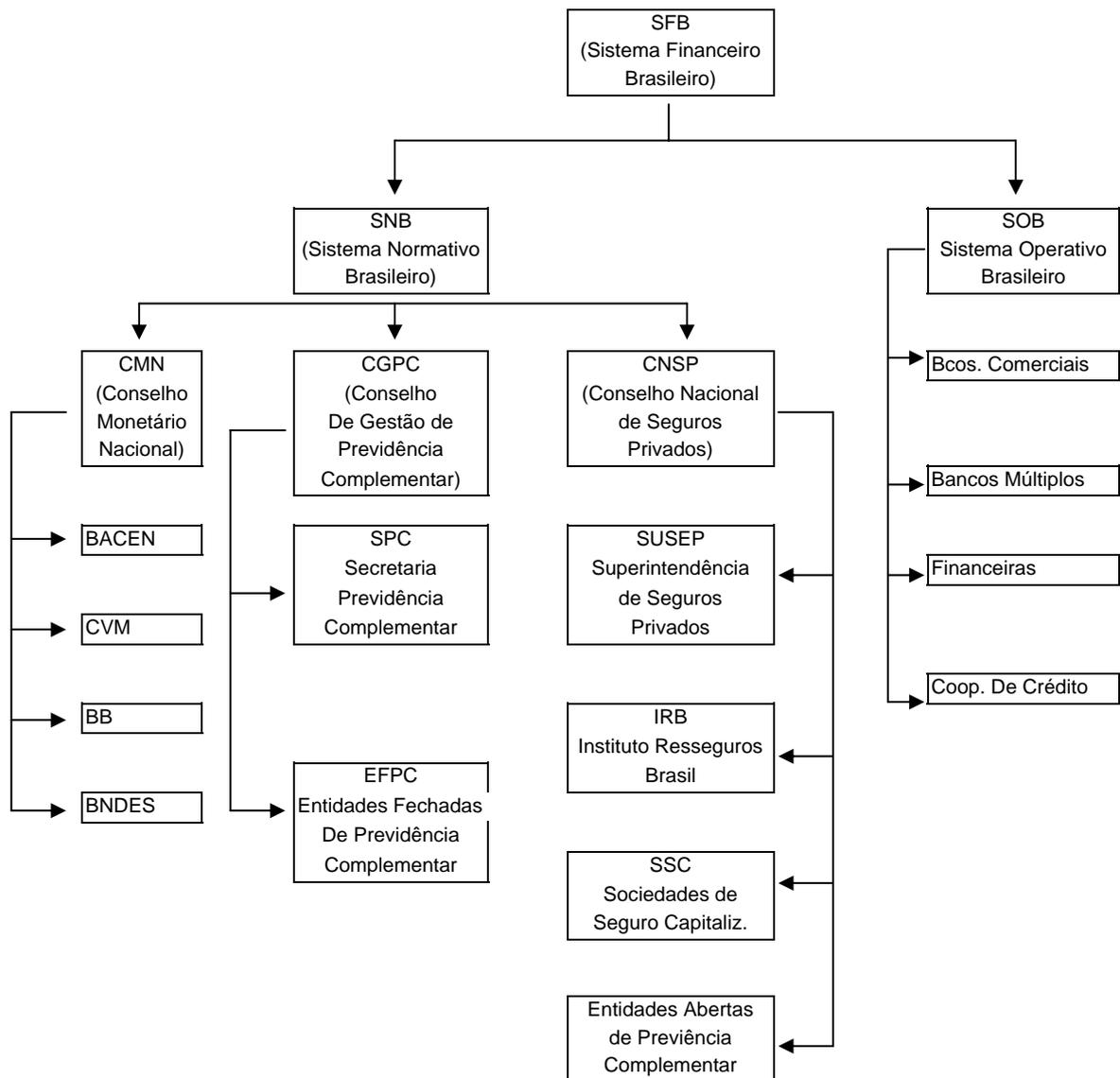


Figura 1 - Organograma do Subsistema Normativo e Operativo do Sistema Financeiro Brasileiro

Fonte: Elaborada pela autora.

No subsistema operativo estão instituições financeiras, como os bancos comerciais, bancos múltiplos, as financeiras e as cooperativas de crédito entre muitas outras.

Os bancos comerciais são responsáveis por realizarem as intermediações financeiras (captação de depósitos e realização de empréstimos), utilizando-se de recursos próprios e de

terceiros, sendo assim geradores de moeda escritural⁸, e podem captar recursos nos órgãos federais e externos para alocar aos clientes.

Os bancos cooperativos são destinados a fornecer recursos a seus associados. Por serem de cunho regional, cooperam para o desenvolvimento local.

As agências de fomento, por sua vez, visam fomentar capacidade de expansão das empresas, via fornecimento de créditos para capital de giro e expansão da capacidade produtiva.

Os bancos múltiplos são assim chamados por exercerem várias atribuições: alguns bancos realizam apenas duas funções, enquanto outros realizam as quatro funções, como banco de arrendamento mercantil, comercial, banco de desenvolvimento para crédito e também como banco de investimento.

Há, ainda, os bancos de investimento, que têm como objetivo o financiamento do capital de giro das empresas, assim, como a ampliação da capacidade produtiva, as sociedades de crédito, as corretoras, o fomento ao crédito imobiliário e companhias hipotecárias, entre outras.

Após esta análise da estrutura e das funções do sistema financeiro brasileiro, que possibilitou um melhor entendimento das diretrizes da política monetária, buscar-se-á entender com mais profundidade como é determinada a taxa básica de juros, como esta é composta e quais os seus impactos.

3.2 A TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO

As taxas de juros de curto prazo tem sua origem no mercado de reservas bancárias, onde o Banco Central atua controlando a oferta do volume de reservas. Este órgão determina a taxa de juros básica, por meios diretos, através da meta SELIC, e através dos meios indiretos, como compulsórios, *open market* e redesconto.

A taxa básica da economia, ou a taxa SELIC, é determinada em reuniões periódicas pelo COPOM (Comitê de Política Monetária) através de seus

⁸ A moeda escritural ou bancária consiste nos depósitos à vista existentes nos bancos ou outras instituições creditícias, normalmente movimentados por intermédio de cheques, representando estes um instrumento de circulação de moeda bancária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

representantes⁹. O COPOM foi instituído em 20 de junho de 1996 com o intuito de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir as taxas de juros. (MONTICELLI, 2003, p. 32).

Os rumos tomados pela economia conduzem as decisões dos *policy makers*, que formulam, mediante seus objetivos, um parâmetro para a taxa básica de juros a ser adotada. Então, almejando encontrar um percentual para a taxa SELIC, o COPOM se reúne e “no dia seguinte os participantes com direito a voto colocam em pauta suas ponderações e resultados para a taxa SELIC, que é divulgada à imprensa e ao mesmo tempo expedido comunicado através do Sistema de Informações do Banco Central (SISBACEN) (MONTICELLI, 2003).

Logo, o COPOM é o órgão responsável por determinar as diretrizes da política monetária, e suas ponderações a cerca dos juros levam em consideração inúmeros fatores e ponderam os impactos a serem causados na economia.

A taxa SELIC¹⁰ é apurada no sistema de teleprocessamento eletrônico, sendo considerada o rendimento obtido mediante as operações de financiamentos realizadas por um dia, calculados sobre o valor nominal e pagos no resgate do título. Em 1999, o Banco Central, através de Circulares de números 2.868/99 e 2.900/99, definiu a SELIC como sendo: “[...] a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia para Títulos Federais.” (FARÁG, 2001). E acrescenta o mesmo autor:

Buscando entender melhor a definição da taxa em questão, verificamos que existem dois tipos de emissão de títulos públicos. O mercado primário diz respeito à emissão pelo próprio Estado. O mercado secundário, por sua vez, é composto por títulos já emitidos, mas negociados entre instituições financeiras pelo Banco Central. Também é conhecido como *open market*. Nessas operações o investidor compra o título para revendê-lo no dia seguinte. (FARÁG, 2001, não paginado).

A taxa SELIC é oriunda das taxas de juros observadas no mercado, as variações diárias das taxas (*overnight*) são acumuladas ao longo do mês para a obtenção da taxa mensal. “[...] a taxa SELIC é o valor mensal dos juros pagos na negociação dos títulos emitidos pelo Estado e negociados por instituições financeiras, ensejando que a SELIC remunera o capital que financiará o déficit estatal.” (FARÁG, 2001, não paginado).

⁹ Desde 2000, as reuniões ordinárias do COPOM são mensais, dividindo-se em dois dias: a primeira sessão as terças-feiras e a segunda as quartas-feiras. O calendário de reuniões ordinárias agendadas para cada ano é divulgado até o fim de outubro do ano anterior.

¹⁰ A taxa SELIC foi instituída pela resolução nº 1.124 do Conselho Monetário Nacional.

As elevadas taxas de juros praticadas na economia brasileira tanto decorrem como repercutem no endividamento público brasileiro; seus sintomas são fortemente observados quando se consideram as variáveis dívida/PIB, câmbio e inflação.

3.2.1 A Composição da Taxa SELIC

A taxa SELIC origina-se das taxas de juros observadas no mercado, as quais são influenciadas decisivamente pela alta dívida da União, sendo composta como qualquer taxa nominal pela taxa de juros real, somada à taxa de inflação do período considerado. A tabela a seguir visa mostrar a evolução da taxa SELIC, mensalmente considerada.

Tabela 1 - A Evolução da Taxa SELIC Mensalizada, janeiro2002/fevereiro 2006

Meses	Tx. SELIC mensalizada (IPCA+JUORO REAL)	IPCA	Juro real (Taxa Selic -IPCA)
Jan/02	1,4884	0,5200	0,9684
Fev/02	1,3387	0,3600	0,9787
Mar/02	1,4638	0,6000	0,8638
Abr/02	1,4049	0,8000	0,6049
Mai/02	1,4521	0,2100	1,2421
Jun/02	1,4049	0,4200	0,9849
Jul/02	1,4356	1,1900	0,2456
Ago/02	1,4157	0,6500	0,7657
Set/02	1,3697	0,7200	0,6497
Out/02	1,5343	1,3100	0,2243
Nov/02	1,6020	3,0200	(1,4180)
Dez/02	1,7912	2,1000	(0,3088)
Jan/03	1,9233	2,2500	(0,3267)
Fev/03	1,7776	1,5700	0,2076
Mar/03	2,0166	1,2300	0,7866
Abr/03	1,9509	0,9700	0,9809
Mai/03	2,0166	0,6100	1,4066
Jun/03	1,9376	(0,1500)	2,0876
Jul/03	1,9555	0,2000	1,7555
Ago/03	1,8163	0,3400	1,4763
Set/03	1,5880	0,7800	0,8080
Out/03	1,5396	0,2900	1,2496

Continua...

Continuação...

Meses	Tx. SELIC mensalizada (IPCA+JURO REAL)	IPCA	Juro real (Taxa Selic -IPCA)
Nov/03	1,4013	0,3400	1,0613
Dez/03	1,3459	0,5200	0,8259
Jan/04	1,3044	0,7600	0,5444
Fev/04	1,2174	0,6100	0,6074
Mar/04	1,2936	0,4700	0,8236
Abr/04	1,2323	0,3700	0,8623
Mai/04	1,2650	0,5100	0,7550
Jun/04	1,2240	0,7100	0,5140
Jul/04	1,2650	0,9100	0,3550
Ago/04	1,2650	0,6900	0,5750
Set/04	1,2329	0,3300	0,9029
Out/04	1,2966	0,4400	0,8566
Nov/04	1,2928	0,6900	0,6028
Dez/04	1,3759	0,8600	0,5159
Jan/05	1,4076	0,5800	0,8276
Fev/05	1,3047	0,5900	0,7147
Mar/05	1,4837	0,6100	0,8737
abr/05	1,4633	0,8700	0,5933
mai/05	1,5321	0,4900	1,0421
jun/05	1,4924	0,0200	1,4724
Jul/05	1,5425	0,2500	1,2925
ago/05	1,5425	0,1700	1,3725
Set/05	1,4831	0,3500	1,1331
out/05	1,5105	0,7500	0,7605
nov/05	1,4318	0,5500	0,8818
dez/05	1,4321	0,3600	1,0721
jan/06	1,3926	0,5900	0,8026
fev/06	1,2283	0,4100	0,8183

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados fornecidos do Banco Central do Brasil.

A taxa SELIC é uma das mais altas taxas básicas de juros do mundo, e apresentou, durante o período de 2002 até o início de 2006, oscilação de uma taxa mínima de 16% e máxima de aproximadamente 27%. Esses patamares elevadíssimos, praticados pelo COPOM, permitem concluir que se trata de uma taxa de juros de natureza remuneratória, aplicada aos títulos transacionados no mercado de capitais no sistema SELIC. Segundo Garcia (2005, não paginado).

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), foi criado em 1980, sob a responsabilidade do Banco Central do Brasil e da Associação Nacional das Instituições dos Mercados Aberto (Andima), [...] deve-se considerar no entanto, que a taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), de natureza compensatória, é uma taxa de juros para títulos públicos, fixada pelo Banco Central do Brasil, refletindo a remuneração dos investidores nas operações de compra e venda desses papéis.

A principal análise que se faz, advinda da composição da SELIC, é que esta taxa tem como função remunerar um capital que financia o Governo. Em sendo assim, esta é uma taxa criada pelo Governo Federal para atrair os investidores a comprarem os títulos públicos sob seu controle e emissão. Por isso, a taxa é formada não somente de juros, mas carrega consigo um percentual representativo de correção monetária para a inflação projetada. Altas taxas devem ser praticadas a fim de atrair e remunerar o capital, levando-se em conta outras possíveis opções existentes no mercado.

A fixação de um índice para a taxa SELIC é realizada pelo COPOM (Comitê de Política Monetária). Este órgão utiliza-se dos instrumentos de política monetária para garantir que as oscilações nas taxas atendam os objetivos macroeconômicos.

Ante um cenário econômico de metas para a inflação, um controle via política de juros altos reduz a base monetária e impede um maior crescimento da economia. Com elevados gastos governamentais, a elevação dos juros desaquece os demais setores da economia, tendendo evitar um aumento generalizado dos preços, exceto em relação aos preços administrados.

Sob o aspecto econômico, a SELIC tem sido uma ferramenta utilizada pelo governo para financiar e rolar sua dívida. Como o governo precisa se financiar, aumenta a SELIC e atrai capital remunerado à esta elevada taxa de juros.

Esse instrumento torna crescente a dívida pública federal, pois o Estado passa a necessitar de uma remuneração ao nível da taxa SELIC. Atrair capital a elevadas taxas de juros requer retornos no mesmo nível, mecânica fácil quando se determinam as políticas fiscais e monetárias.

A solução lógica e primeira seria o corte e a racionalização nos gastos. Ao se reduzir e racionalizar gastos diminui-se automaticamente as despesas para o pagamento de juros da dívida ou a incorporação dos mesmos na dívida pública.

A SELIC determinada pelo Estado tem por finalidade recompensar o investidor que esta disposto aplicar em títulos públicos, almejando a obtenção de lucro. A captação de débitos fiscais em atraso pelo Governo, acrescidos à taxa SELIC, caracteriza o Estado como

uma instituição financeira, que, como descrito anteriormente, capta recursos dos agentes superavitários.

Portanto, o aumento da taxa SELIC pouco tem nutrido a redução de expectativa inflacionárias, e muito tem contribuído para posições especulativas que geram valorização cambial e um crescente diferencial de juros internos e externos. Além disso, por ser fixada por ele próprio para financiar o déficit governamental, atua como retroalimentador dos custos com pagamento de juros da dívida pública federal, onde o contribuinte é quem acaba sendo penalizado.

Uma formulação adequada dessa situação indica que o Governo Federal não deveria transferir para a sociedade as taxas de juros que ele se predispõe a pagar, nem via aplicação da taxa sobre débitos fiscais, nem mediante seu déficit estrondoso, que eleva as taxas de juros de toda a economia brasileira.

3.2.2 A Taxa SELIC- Causas e Conseqüências

A política de elevações dos juros promovida pelo Banco Central, em um novo cenário de câmbio flutuante, não tem gerado impactos significativos no controle da demanda, assim como tem repercutido negativamente na dívida pública brasileira, onde os custos com o pagamento de juros da dívida mobiliária federal são crescentes.

A escalada dos juros tem beneficiado alguns segmentos da economia, onerando exorbitantemente os empréstimos para o financiamento da dívida do Governo Federal.

As altas taxas de juros são originadas pelas ineficiências dos governos em controlar seus gastos. Como mostra o exemplo a seguir, a passagem do ano de 2003 para o ano de 2004 apresentou um incremento dos gastos públicos de 10,86% pontos percentuais, superando a taxa de expansão da receita para o mesmo período, que foi de 10,66%. Nesse contexto, a ampliação da demanda agregada neutraliza os efeitos da política monetária (FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO - FIESP, 2005).

Quadro 2 – Receitas e Despesas do Governo 2003 – 2004 (R\$ Bilhões de Reais)

	2003	2004	Variação Percentual
Receitas do Governo	395,80	436,00	10,66%
Despesas do Governo	285,50	316,50	10,86%

Fonte: FIESP, 2005, p. 20.

Quando o governo gasta e não tem poupança suficiente para promover tais dispêndios, a solução ocorre mediante empréstimos. A dívida brasileira representa mais da metade do PIB, e consome aproximadamente 70% do que os Bancos tem para emprestar¹¹. Logo, a possibilidade de escolha dos bancos, considerando a possibilidade de emprestar para a iniciativa privada ou Governo, acaba sendo óbvia para o lado do Governo. O Estado é o melhor cliente que um banco pode querer, pois remunera bem à taxa SELIC, ou seja, não há risco algum de crédito e o retorno é certo; isso, além de encarecer os custos da dívida, inviabiliza os investimentos da iniciativa privada, pois os bancos só emprestam para as empresas e consumidores se estes pagarem muito além da taxa básica de juros da economia (NUCCI; SILVA, 2005).

Os investidores e especuladores, visando aproveitar os diferenciais de juros ¹² na economia brasileira, tem provocado grandes valorizações cambiais. Esse diferencial de juros sem perspectivas de deterioração do risco e elevação inflacionária, está contribuindo fortemente para posições especulativas no mercado de câmbio.

O fato é que com a taxa de juros doméstica elevada, e com a extrema liquidez da economia internacional, produzindo taxas de juros em aplicações baixíssimas, é enorme o incentivo para se aplicar em reais, com isso produz-se um fluxo de capitais que gera forças e conduz a valorização do real. (PASTORE; PINOTTI, 2005, p.8).

A valorização do real, acima da média de outras moedas, pode vir a reduzir a rentabilidade advinda das exportações. Essa combinação de juros e câmbio deprime o consumo e o investimento privado.

¹¹ Isso significa que apenas 30% é destinado a financiar o consumo e investimento privado.

¹² Diferença entre as taxas de juros praticadas internamente (economia doméstica) e as taxas de juros externas.

A liquidez do Governo Federal ocorre mediante emissões de títulos públicos Federais, ou seja, toda vez que o governo necessita de recursos para realizar gastos emite as chamadas LFT's (Letras Financeiras do Tesouro), isso significa que 60% da dívida federal está estabelecida à taxa de juros pós-fixada. Aumentar a taxa básica de juros da economia representa aumento do endividamento público, visto que o Brasil apresenta uma dívida mobiliária fortemente indexada à SELIC.

No âmbito fiscal, a obtenção de superávits primários (receita menos despesas excluindo o pagamento com juros), devem-se principalmente ao aumento de receitas, visto que os gastos públicos estão em ascensão.

A política fiscal brasileira vem se pautando pela busca de crescentes superávits primários para amenizar o crescimento da dívida pública. No ano de 2004, o resultado chegou a 4,58% do PIB, saldo que se transforma em déficit de 2,48% do PIB quando acrescenta as despesas com juros. Não há portanto equilíbrio fiscal. (CINTRA, 2005, p. 12).

A elevação dos gastos públicos anda na contra-mão com o aumento da SELIC, pois o aumento do consumo governamental (gastos) que o juro tenta conter, visando cumprir com a meta inflacionária implica, em aumento da dívida interna. Com isso, o Governo passa a se financiar mediante novos empréstimos, o que repercute em mais gastos, e por conseqüência, aumentos na taxa básica de juros, para conter a aceleração inflacionária, conduzindo a economia em torno de um ciclo vicioso.

No âmbito da política monetária¹³, os principais argumentos para uma atuação ativa nas taxas de juros pelo Banco Central, são: 1) fazer cumprir a política de metas de inflação¹⁴ e, com isso, conter as pressões inflacionárias; 2) evitar que um aquecimento da economia possa gerar um descompasso entre demanda e oferta industrial;

Após vários aumentos da taxa SELIC, desde 1997, o Banco Central decidiu, em 2005, manter a política de elevar os juros. No entanto, deve-se considerar que não havia pressão inflacionária que justificasse a atuação do Banco Central nos juros, como se pode observar na citação abaixo:

¹³ A política monetária tem por função cumprir com as metas de inflação, agir diante de choques de oferta, analisar o peso do preços administrados, manter os pressupostos e metodologias de ação do Banco Central, assim como os efeitos dos juros sobre a dívida pública.

¹⁴ O regime de metas para a inflação caracteriza-se pelo anúncio de uma meta numérica para inflação, cabendo a política monetária ser o instrumento central para o alcance da meta estabelecida, utilizando-se de mecanismos de ajustes via taxas de juros, tendo-se portanto uma política monetária transparente.

O IPCA apresentava ligeira elevação em setembro de 2004, mas numa ótica de longo prazo ele seguia sua trajetória flutuante em torno da média histórica de 0,59% ao mês; [...] os preços monitorados são pouco afetados pelo aumento dos juros. Já os preços livres estes sim sensíveis aos juros [...] mas convergiam para o seu patamar histórico; [...] assim como não havia pressões de custos. (FIESP, 2005, p. 5).

Logo, sem a possibilidade de haver um descompasso entre oferta e demanda¹⁵ (inflação de custos), e como os preços administrados têm sua evolução baseada principalmente na inflação passada, sendo pouco sensíveis aos juros, e preços livres convergindo para uma média histórica, não havia uma justificativa que comprovasse o aperto da política monetária. A elevação na taxa básica de juros da economia tem gerado impactos pouco significativos na redução das expectativas inflacionárias (FIESP, 2005).

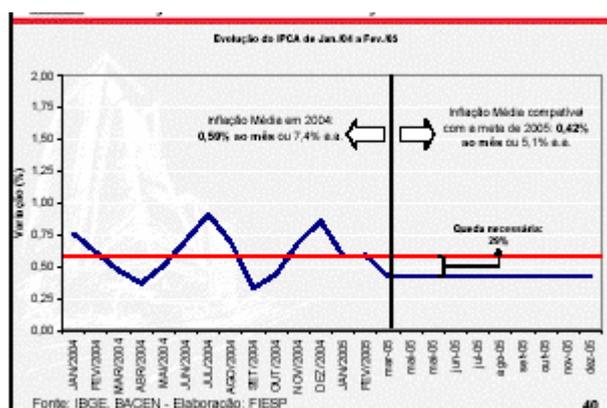


Gráfico 1 - Relação Política de Juros e Impacto sobre a Inflação: jan 2004 – dez 2005

Fonte: FIESP, 2005, p. 21.

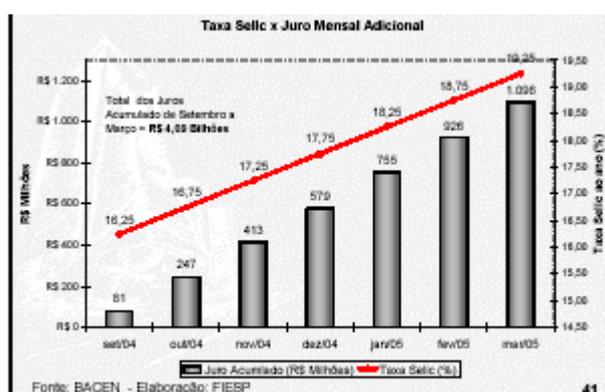
Os altos percentuais observados na taxa SELIC, em comparação com as taxas de juros internacionais, têm provocado uma valorização da moeda nacional (o Real) como pode ser vislumbrado pela tabela abaixo:

Tabela 2 - Valorização Cambial, Principais Países, Média para 2005

País	Var US\$
Polônia	18,40%
Brasil	16,40%
Coréia do Sul	11,40%
Canadá	8,90%
África do Sul	7,20%
Austrália	7,10%
Dinamarca	6,30%
Suécia	6,30%
Japão	5,90%
Euro	5,50%
Noruega	5,30%
Suíça	4,90%
Cingapura	3,40%
Rússia	3,40%
Reino Unido	2,80%
México	2,40%
Média	7,20%

Fonte: FIESP, 2005, p. 22.

Essa apreciação onera a rentabilidade do setor exportador, assim como pode aumentar as posições especulativas no mercado de câmbio. As elevações na taxa SELIC têm impactado nos aumentos dos gastos governamentais para o pagamento dos juros da dívida pública, como mostra o gráfico a seguir:

**Gráfico 2 - A SELIC e o Endividamento Público: set. 2004 – mar. 2005**

Fonte: FIESP, 2005, p. 23.

¹⁵ A possibilidade de a demanda crescer além da capacidade de expansão da oferta industrial caracteriza um fenômeno denominado fechamento do hiato do produto.

O pagamento de juros repercute em menos repasses para a realização de investimento federais. Com a execução dessas políticas monetárias e fiscais que não se entrelaçam nos seus objetivos, o que se constata é uma inconsistência da política macroeconômica. Enquanto o governo é ineficiente e expande os gastos, em um viés extremamente heterodoxo¹⁶, o Banco Central, em seu viés ortodoxo, trabalha com a taxa básica de juros almejando cumprir com as metas para a inflação.

Uma política fiscal expansionista, aliada a uma política monetária contracionista, implica em um *gap* econômico sem precedentes, o que gera uma dicotomia macroeconômica, que torna o crédito custoso, inviabilizando e retardando as decisões de investimentos. Um problema que não tarda e repercutirá no crescimento sustentável da economia brasileira.

Este capítulo procurou fazer um estudo do sistema financeiro brasileiro, mostrando como é formada a sua estrutura atual e apontando os fatores que culminaram para sua reestruturação após a estabilização econômica nos anos 90. Posteriormente, foi analisado como é determinada na economia brasileira a taxa básica de juros (SELIC), considerando os fatos relevantes de sua composição e administração. Neste tópico foram analisados alguns dos impactos causados pela administração de elevadas taxas de juros, apontando algumas de suas causas e conseqüências. O capítulo seguinte objetiva estudar as repercussões da taxa SELIC sobre alguns agregados macroeconômicos, principalmente sobre a dívida pública, essencialmente composta de dívida mobiliária federal.

¹⁶ Por choque heterodoxo, entende-se uma “[...] política de combate à inflação que consiste em aplicar o congelamento de preços em todos os níveis durante um período determinado de tempo e liberar as políticas monetária e fiscal.” (SANDRONI, 1999, p. 95).

4 A TAXA SELIC E SEUS IMPACTOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA

A administração da taxa SELIC tem gerado impactos na economia brasileira, como pode ser observado mediante a análise do aumento da participação da dívida interna como percentual do PIB, principalmente após o período de estabilidade inflacionária ocorrido em meados da década de 1990.

Neste capítulo, far-se-á uma breve análise da dívida pública brasileira em seus diferentes aspectos tais como sua composição externa/interna, assim como serão descritos os fatores determinantes da dívida líquida e bruta. Posteriormente, analisar-se-ão os impactos da política monetária via controle da taxa básica de juros sobre a dívida pública brasileira, e especialmente como a taxa básica de juros tem repercutido no aumento da dívida mobiliária federal que se caracteriza pela emissão de títulos públicos “indexados” à mesma. No final, serão abordadas possíveis soluções para que se tenha um melhor gerenciamento da dívida pública brasileira.

4.1 A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UM BREVE HISTÓRICO

O endividamento público é tema de constantes discussões sob o aspecto econômico, nos últimos quarenta anos, desde o Governo de Juscelino Kubitchek, até final do regime militar.

Durante o Governo de Juscelino Kubitchek, foi elaborado o Plano de Metas, que dentre os principais objetivos visava promover o desenvolvimento do país, utilizando o slogan “cinquenta anos em cinco”. Tratou-se, para tanto, de um Plano extremamente ambicioso, baseado na tríade Capital Externo, Estado e Capital Privado Nacional, e teve como resultado, além de um elevado crescimento econômico, a geração de grande dependência externa e desequilíbrio econômico interno, especialmente inflacionário.

No final dos anos 60 e início dos anos 70, o Brasil passou por um período de prosperidade, alavancando o processo denominado industrialização por substituição de importação, ou seja, para que se pudesse iniciar e completar o processo de industrialização, em alguns momentos foi essencial a participação do capital externo.

Nos anos 70, as taxas de juros internacionais muito baixas, como pode ser vislumbrado no gráfico a seguir, o que tornava muito atrativa a contratação de recursos externos, principalmente para as economias em vias de desenvolvimento, como a brasileira, pois predominava um cenário de “[...] inflação alta, juros reais baixos e economias desenvolvidas bastantes aquecidas.” (SOUZA, 2003, p. 15).

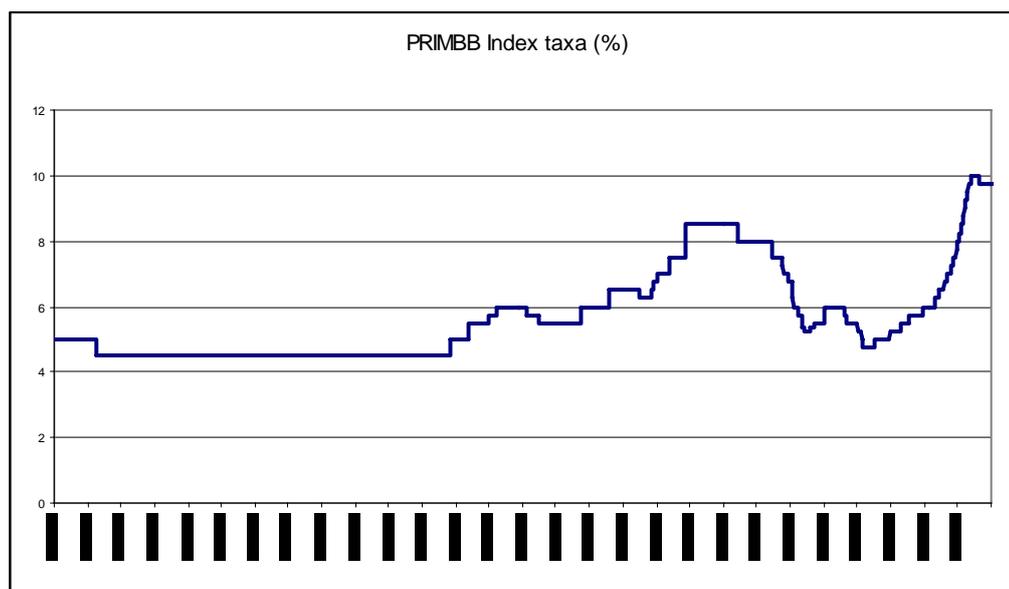


Gráfico 3 - Taxa de Juros Internacional *Prime Rate* 1972 – 1986

Fonte: FEDERAL RESERVE BANK, [200-?].

No período de 1968 – 73, almejando manter em equilíbrio as contas públicas, bem como o crescimento econômico, o Brasil passou por uma fase que se convencionou chamar de “Milagre Econômico”, onde a parceria financeira estabelecida entre o Estado e o capital estrangeiro gerou perspectivas de um futuro promissor, e por conta disso, contratos foram estabelecidos a taxas de juros pós-fixadas.

No ano de 1973, as economias tornam-se extremamente vulneráveis, pois a economia mundial estava sofrendo impacto do primeiro choque do petróleo e ocorria também o aumento das taxas de juros internacionais em larga escala. Com isso as economias em vias de desenvolvimento foram extremamente abaladas, pois os empréstimos contratados, em períodos de baixas taxas de juros, foram acordados para serem pagos com as taxas prevalecentes em suas datas de vencimento. No ano de 1979, com o segundo choque dos

preços do petróleo e o aumento substancial dos juros internacionais, as perspectivas de melhora no cenário macroeconômico tornaram-se cada vez menores. Aliado a isto:

A política governamental de geração de saldos na balança de bens e serviços, por meios da desvalorização da moeda nacional colocou em grandes dificuldades quem havia assumido dívidas em moeda estrangeira, esse processo gerou uma espécie de socialização da dívida onde, por um lado, as empresas estatais capitalizaram suas dívidas ou receberam aportes do Governo, enquanto as empresas particulares obtiveram ajuda governamental de forma a amenizar a correção cambial, tendo com isto o governo assumido, também, parte de sua dívida. Além disso, a concessão de subsídios à exportação agravava o déficit governamental que resultou em crescimento da dívida até atingir o patamar de 30% do PIB por volta de 1986 (SOUZA, 2003, p. 17).

No gráfico 2, abaixo, pode-se observar a composição e o declínio da dívida externa brasileira em termos percentuais do PIB.

Gráfico 4 - Dívida Externa como Percentual do PIB, 1981 – 1998

Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, [200-?].

Como se pode observar, no gráfico, a moratória mexicana no ano de 1982, fez aumentar os serviços da dívida externa¹ em países em desenvolvimento, como o Brasil,

¹ “A dívida externa é composta de empréstimos e financiamentos do exterior para os setores público e privado, este último com o aval do Governo para realizara as suas operações. O passivo exige a constante remessa de capital ao estrangeiro para saldar os encargos de juros e amortizações, refletindo um fator essencial para a conjugação de políticas econômicas, visto que o não pagamento do compromisso abala a credibilidade do devedor, alterando o custo de futuras captações.” (PREUSSLER, 2002, p. 14).

devido aos juros internacionais extremamente elevados, e a uma política cambial que fortalecia as relações de troca em favor de países industrializados, reduzindo significativamente o preço das matérias primas nacionais exportada; Com a estagnação ou desaceleração do crescimento das economias capitalistas, juros reais da dívida externa tornam-se crescentes. “O resultado deste influxo de recursos foi que os empréstimos novos que entravam nos países eram incapazes de pagar o serviço da dívida, e, assim, também incapazes de pagar o principal de empréstimos anteriores.” (SOUZA, 2003, p. 17).

Portanto, muitos países em vias de desenvolvimento, como o Brasil, almejando concluir sua estrutura industrial, contraíram vultuosos empréstimos, facilitados pelas baixas e atrativas taxas de juros internacionais, mas os recursos externos estabelecidos à taxa de juros pós-fixada implicavam em um “[...] final feliz que dependia muito da permanência de juros baixos e do aumento de exportações das nações em desenvolvimento.” (SACHS; LARRAIN, 2000, p. 751). No entanto, a reversão no cenário de prosperidade econômica e a grande elevação das taxas de juros internacionais, em decorrência de políticas anti-inflacionárias dos países industrializados, marcou os anos 80 como uma das maiores crises financeiras observadas mundialmente, onde muitas economias em desenvolvimento não apresentavam condições de honrar os serviços da dívida. Estes foram alguns dos fatores que fizeram muitos autores classificarem esse período como a década perdida.

Nos anos 90, um novo perfil para a dívida passou a ser estruturado e a participação da dívida interna em relação ao PIB aumentou consideravelmente.

4.2 O CONCEITO DE DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA E BRUTA

A dívida pública brasileira é caracterizada por apresentar em sua composição uma parcela de dívida interna e externa. Quando os governos recorrem a empréstimos no mercado interno, tais estatísticas passam a compor a dívida interna do setor público. No entanto, este também pode obter recursos financeiros no mercado internacional, passando a compor a dívida externa do país que realizar a captação financeira.

A dívida externa que, como visto anteriormente, preponderou em quase todo o período de instabilidade inflacionária brasileira, pode ser definida como a soma da dívida externa do setor público não financeiro e do Banco Central, deduzida de suas aplicações em moeda

estrangeira. Como o Banco Central está incluído, as Reservas Internacionais do Banco Central são deduzidas do total.

A Dívida Bruta do Governo engloba o total da dívida de responsabilidade, dos Governos Federal, Estaduais e Municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo.

Já o conceito de Dívida Líquida Pública equivale ao endividamento do setor público não financeiro, do Banco Central do Brasil e das três esferas dos Governos Federal, Estadual e Municipal.

Diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central do Brasil, incluindo, dessa forma, a base monetária. A dívida líquida leva em consideração que os ativos podem ser usados para resgatar dívida bruta, assim é possível refletir o verdadeiro patrimônio líquido do setor público. Depósitos do Sistema de Previdência Social, impostos coletados por todos os níveis do governo, mas ainda não transferidos ao Tesouro, são considerados ativos muito líquidos que são apropriados para resgatar a dívida de curto prazo (SOUZA, 2003, p. 43).

A dívida interna líquida compreende a dívida bancária líquida, as dívidas securitizadas, a arrecadação a recolher, as dívidas externas reestruturadas, os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), a base monetária, outros depósitos no Banco Central, operações compromissadas, relacionamentos com o Banco Central, créditos do Banco Central junto às instituições financeiras, carteira de fundos, demais contas do Banco Central, previdência social, depósitos à vista, dívida com empreiteiros e fornecedores, Renegociação com os estados e municípios lei nº 9.496/1997 e MP 2.185/2001, debêntures e carteiras de títulos públicos das empresas estatais.

A seguir analisar-se-ão alguns dos principais integrantes da dívida pública interna líquida:

- A dívida Mobiliária Federal² para o Governo Federal corresponde ao montante de títulos públicos federais em posse do mercado³, emitidos pelo governo federal, incluindo-se a Previdência Social, o Tesouro Nacional e o Banco Central;

² Este tópico será abordado com maiores detalhes na próxima seção.

³ “Em função de lei complementar nº 101, de 4/05/2000, o Banco Central do Brasil não pode mais emitir títulos públicos desde maio de 2002, como se trata de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central não estão incluídos.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, não paginado).

- A arrecadação a recolher corresponde ao percentual total da arrecadação tributária a ser realizado pela rede bancária e ainda não repassados ao Tesouro. Trata-se de uma conta de caráter transitoria, pois registra o total de tributos arrecadados nos últimos dias do mês que serão creditados ao caixa do Tesouro nos primeiros dias do mês seguinte (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).
- Dívidas reestruturadas são aquelas estabelecidas para com a União, feitas por estados e municípios oriundas de operações de crédito⁴.
- Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) caracterizam as disponibilidades e aplicações tanto no Fundo extra mercado do Banco do Brasil assim como no BNDES.
- Base Monetária refere-se ao passivo monetário do Bacen no que concerne ao total da quantidade de papel moeda emitida e as reservas bancárias, sendo os outros depósitos no Banco Central a parcela restante do passivo monetário do Banco Central.
- As debêntures correspondem a uma parcela emitida por empresas estatais federais.
- A previdência social equivale ao total líquido dos créditos e débitos do sistema público de previdência social junto ao sistema financeiro.

Após esta enumeração de conceituação da dívida, formar-se-a-á uma discussão da mudança do perfil da dívida nos anos 90, quando houve um aumento expressivo da participação da dívida interna como proporção do PIB, sendo suas composição essencialmente de títulos emitidos pelo governo, ou seja, o incremento a dívida mobiliária federal.

4.3 EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

A alteração no processo de evolução e estrutura da dívida pública brasileira é tema de constantes estudos e discussões. A segunda metade da década de 90 é marcada por um plano

⁴ “As operações de crédito externo são assumidas pela União relativas aos avisos MF – 30, de 29/0//1983, ao Cube de Paris á dívida de médio e longo prazo e ao Programa de Modernização do Setor de Saneamento.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, não paginado).

de estabilização, que foi acompanhado por um grande crescimento da dívida líquida brasileira, o qual em certos momentos foi em muito superior ao crescimento do PIB, como pode ser observado no gráfico abaixo.

Gráfico 5 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

Fonte: PREUSSLER, 2002, p. 29.

A análise dos dados deste gráfico possibilita concluir que houve uma redução da participação da dívida externa face a um aumento da dívida interna como proporção do PIB.

Dentre alguns fatores, que podem ser apontados como os que contribuíram para a queda da dívida externa como percentual do PIB, no início dos anos 90, está a privatização de empresas estatais. Primeiramente, este fator possibilitou um acúmulo de reservas e a venda dessas empresas públicas com uma parcela de passivos em moeda estrangeira⁵.

⁵ Quando o governo realiza a venda de uma empresa que possui débitos em moeda estrangeira transfere também as obrigações que antes eram computados no balanço de pagamentos nacional para ser computada no balanço de pagamentos do país ao qual adquiriu determinada empresa.

A política de cambial adotada durante o Plano Real, acompanhada de apreciações cambiais, também foi um dos fatores que contribuiu para o decréscimo da dívida externa do período de 1994 a 1997. O aumento do endividamento externo observado durante os anos de 1998 e 1999, quando ocorreu crise cambial, que culminou com a desvalorização cambial em janeiro deste último ano, guarda uma relação direta com as crises especulativas, que ocorriam mundialmente, como a crise asiática em 1997 e a crise russa em 1998, as quais repercutiram na economia brasileira, através de uma acentuada perda de reservas, que faz aumentar o percentual da dívida externa, mas não na mesma proporção dos patamares observados durante a década de 80.

O início do ano de 1999 implicou uma alteração no regime cambial, com a desvalorização do Real, onde os juros passaram a ser o principal instrumento da política econômica do governo.

A crescente dívida pública brasileira, principalmente como endividamento interno, aumentou consideravelmente após a estabilidade econômica obtida com o Plano Real e dentre os componentes deste endividamento está a grande participação da dívida mobiliária federal. O elevado crescimento desta dívida fez com que a mesma passasse a representar a quase totalidade da dívida líquida do setor público (DLSP) no período de 1994 a 2001, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 3 - Relação Dívida Mobiliária Federal/Dívida Pública Líquida do Setor Público DMFi/DLSP, 1994 – 2005

(em %)	
Ano	DMDI/DLSP
1994	40,3
1995	52
1996	65,5
1997	82,8
1998	83,9
1999	80,3
2000	91,6
2001	94,4
2002	70,7
2003	80,6
2004	84,7
2005	97,7

Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, [200-?].

Com o fim do imposto inflacionário, provocado pelo Plano Real, que representava grande fonte de receita para o Governo, uma das formas encontradas pelo mesmo para se financiar foi mediante a política monetária.

As elevadas taxas de juros observadas para a SELIC, como mostra a tabela em anexo, durante os anos iniciais do Plano Real contribuíam para o crescente endividamento interno, que impactou também nos custos de rolagem desta dívida, pois empréstimos de curto prazo estabelecidos a elevadas taxas de juros requerem contratação de mais empréstimos, gerando um processo vicioso. O volume de juros pagos como proporção do PIB cresceu consideravelmente neste período. Ao se considerar o Orçamento Geral da União muitas vezes concluía-se não haver condições de cobrir as despesas com juros, então a solução se dava através da emissão de novos títulos, os quais requeriam taxas de juros ainda mais atrativas pelo mercado financeiro, gerando um verdadeiro círculo vicioso de endividamento crescente.

O importante a ser ressaltado é que, com isto, a dívida mobiliária federal tem sido utilizada pelo governo para cobrir o déficit público.

Em meados dos anos 90 aproximadamente 60% do endividamento era externo, cabendo o restante ao endividamento interno. Quando se considera o ano de 1996, observa-se que o endividamento interno tinha atingido aproximadamente 90% do endividamento público total⁶.

A elevada taxa de juros observada no primeiro semestre de 1996, que oscilava em torno de 30% do PIB, comprometia em muito o endividamento público brasileiro, causando a necessidade de um esforço por parte do Governo em tentar reduzi-la. Após esse esforço, a taxa de juros foi fixada em 21%, ao final de 1996.

A partir de 1997, a política governamental visava manter o controle da política cambial e, com isso, a parcela do endividamento externo, que até então tivera uma tendência descendente, apresentou uma pequena elevação, destacando-se neste período a desvalorização cambial, ocorrida em meados de 1999. No entanto, mesmo com o aumento de alguns pontos percentuais do endividamento externo, ao final dos anos 90, o grande destaque deveu-se à parcela da dívida interna, pois esta, além de sua trajetória ascendente, ao longo do período, representava aproximadamente 80% do endividamento público total, ao final do mesmo.

Em meados de 1997, a taxa SELIC apresentou um aumento de aproximadamente 5%, oscilando ao longo do primeiro semestre do mesmo ano em torno de 23%, com destaque para

⁶ Deve-se considerar, no entanto que um dos fatores que muito contribuiu para a redução do endividamento externo neste período deve-se ao grande acúmulo de reservas.

as quedas observadas na metade final do segundo semestre de 1997, onde o governo conseguia atrair capital e reter reservas para sustentar a política cambial.

No entanto, a economia mundial não sinalizava calma e as sucessivas crises observadas neste período implicaram em uma elevação da taxa SELIC para nível aproximadamente 45%, no final de 1997. Deve-se salientar que, devido ao ambiente de incerteza quanto ao rumo da política econômica brasileira, “[...] não apenas foi aumentada a taxa de juros como houve um acordo com o FMI, onde foram estabelecidas metas e um empréstimo de US\$ 41 Bilhões ao País, fornecendo o necessário suporte à estabilidade econômica.” (PREUSSLER, 2002, p. 49).

Segundo o Governo Brasileiro, as altas taxas de juros praticadas visavam a sustentação da política cambial, pois a perda de reservas mediante a incerteza dos investidores externos elevava as taxas de juros domésticas, o título federal de emissão do governo tinha que oferecer uma alta remuneração para que o mesmo pudesse deter reservas e manter a política de câmbio.

As altas taxas praticadas pelo governo federal para a SELIC, até meados de 1999, com algumas quedas observadas, como no final do primeiro semestre de 1998, em que esta oscilava em torno de 19%, situaram-se em torno de 35% até a crise de desvalorização da moeda nacional em 1999. Tais taxas eram bastante elevadas quando comparadas à maioria das economias, sejam estas desenvolvidas ou em desenvolvimento.

A não possibilidade de sustentação da política cambial, em meados de 1999, fez com que o governo centrasse a política monetária baseado em uma política de juros. Portanto, a taxa SELIC, mesmo quando tendo em sua justificativa de utilização a manutenção da política cambial, teve impactos bastante negativos sobre o endividamento público.

A Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), entre os anos de 1991 e 2001, expandiu de R\$ 17,4 bilhões de reais para R\$ 615 bilhões em valores correntes, [...]. A maior variação real, comparada ao ano anterior, deu-se em 1992 com 188%, seguida de 95, 96, 97, com respectivos 53% 48% e 24,6%, anos de fortes turbulências no mercado financeiro internacional com conseqüências para a economia brasileira. (PREUSSLER, 2002, p. 30).

Após 1994, constata-se um crescente endividamento público *latu sensu* relacionado à emissão de Títulos Públicos Federais que apresentaram um crescimento de 2,7% no início dos

anos 90 para aproximadamente 50% no início de 2001, como pode ser observado no gráfico abaixo:

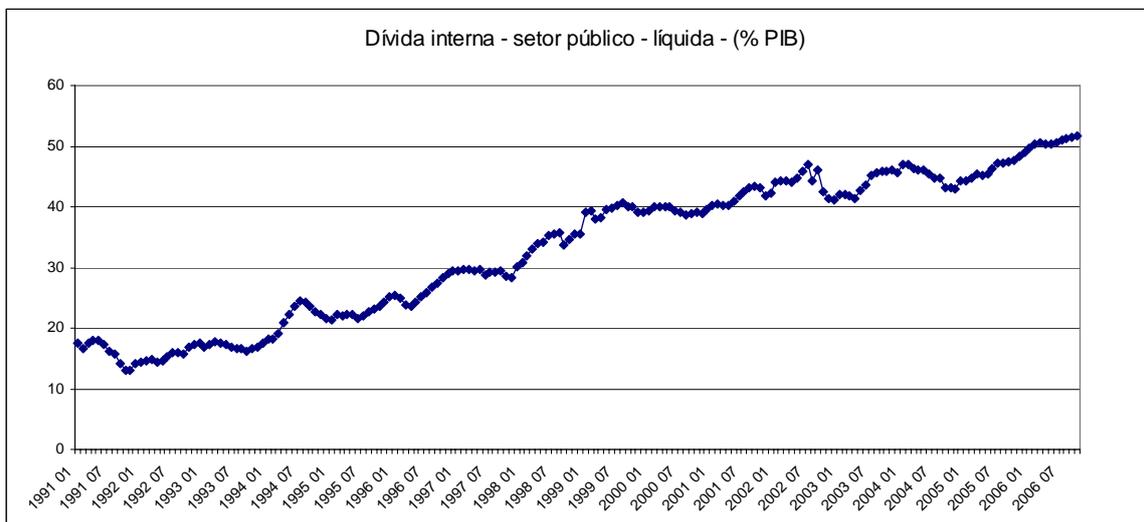


Gráfico 6 - Dívida Pública Federal Interna, 1991 – 2006

Fonte: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, [200-?].

As elevadas taxas de juros praticadas na economia brasileira, durante o período de 1990 até 1999, foram atribuídas em grande parte à política cambial, pois juros altos atraem capital externo e a nova orientação na política econômica brasileira passou a ser de política de juros altos para fazer cumprir as metas de inflação. Desta forma, o papel da política monetária, como descrito anteriormente, seria de regulador da oferta e demanda agregada, controlando a inflação via política de juros para fazer valer a meta.

Durante o período de 1999 até 2001, a taxa básica de juros, embora com uma tendência de queda, quando comparada com o período anteriormente analisado neste trabalho, situa-se em patamares elevados, com uma média de 20% a.a. mantendo-se como uma das mais elevadas taxas de juros do mundo.

Um dos maiores problemas que se observa nesse período é que, independentemente do objetivo almejado, os impactos sobre o endividamento público acabam sendo perversos para a economia, refletindo no aumento das necessidades de financiamento do setor público (NFSP).

4.4 A NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (NFSP): UMA ANÁLISE

Quando se analisa o balanço de uma empresa e constata-se que esta está gastando mais do que seus rendimentos, pode-se concluir que esta empresa necessita de recursos de terceiros, para cobrir sua “ausência de caixa” em alguns momentos. No entanto, também pode-se concluir que a ausência de capital por um prazo indeterminado pode acarretar a exclusão desta empresa do mercado em que está operando.

Fazendo essa mesma análise para um Governo, pode-se dizer que as ocorrências são parecidas, diferenciando-se principalmente com os níveis de credibilidade.

É exatamente neste ponto que torna-se pertinente citar a necessidade de financiamento do setor público. Nas finanças públicas, fala-se em déficit orçamentário⁷, quando as despesas são superiores à arrecadação, e ocorrem quando as receitas são menores que as despesas no caixa do Governo, e para fins mais específicos no caixa do Tesouro Nacional.

O déficit orçamentário pode ser classificado como nominal, operacional e primário.

Por déficit primário entende-se todas as receitas e despesas do governo excluídos os pagamentos com juros. O déficit nominal advém do resultado obtido com o déficit primário e o juros nominais pagos da dívida consolidada. A dívida operacional é o resultado primário obtido, mas neste caso contabilizando os juros reais (SANDRONI, 1999, p. 158).

Ao contabilizar na economia um elevado déficit orçamentário, o governo pode emitir títulos públicos e com isso se financiar. Para se financiar o Governo emite Títulos, tanto para o mercado primário quanto para o mercado secundário⁸. Neste contexto, ao Tesouro Nacional cabe a função de emitir títulos no mercado primário, vendendo diretamente para as instituições financeiras. O Banco Central passa a atuar no mercado secundário, vendendo para bancos comerciais, corretoras de valores, entre outras. No entanto, é a atuação da política monetária do Governo no mercado primário que determina as taxas de juros.

O Governo atua no mercado de títulos com o objetivo de se financiar e também de retirar liquidez do mercado, que em certos momentos pode ser fonte geradora de inflação.

⁷ Em linguagem contábil, é um excesso de passivo em relação ao ativo, isto é, as despesas são maiores que o faturamento e o total do crédito.

⁸ Este tema foi abordado detalhadamente no segundo capítulo deste trabalho.

Gráfico 7 - Necessidade de Financiamento do Setor Público, 1991 – 2001

Fonte: PREUSSLER, 2002, p. 34.

Com base no gráfico acima, que compreende o início dos anos 1990 até meados da implantação do Plano Real, pode-se observar que o resultado orçamentário do Governo era bastante promissor, pois a diferença entre o que o Governo arrecadava e o que gastava, foi em certos momentos deste período superavitário, ou seja, o resultado primário possibilitou ao governo atender às necessidades advindas de seu déficit operacional, pois como afirma Preussler (2002, p. 33), “Significativos resultados fiscais se devem em parte à elevada taxa de inflação, que fazia com que as despesas do Governo, determinadas no orçamento em termos nominais, decaíssem em valores reais, ao passo que os impostos eram protegidos contra aumento de preços.”

Ainda de acordo com o Gráfico, observa-se que após o período de estabilidade inflacionária, os resultados primários obtidos pelo Governo foram insatisfatórios, em certos períodos, frente às necessidades requeridas com as obrigações do déficit operacional. Estes dados apontam um aumento nas necessidades de financiamento do setor público, neste período, aumento este custeado com a emissão de títulos pelo Governo, e ofertados com elevadas e atraentes taxas de juros. Logo, a política monetária de juros neste período servia não somente para a manutenção da política cambial, mas para suprir as necessidades orçamentárias do governo. O expressivo aumento da dívida interna com destaque para o componente Títulos Públicos Federais, financiados a curto prazo implicavam em refinanciamento por parte do Governo, ou seja, novas emissões de títulos aumentando as obrigações contratadas com a dívida mobiliária. A falta de superávit orçamentário do Governo

agravava ainda mais o orçamento das contas públicas, pois como os juros eram elevados, o Governo emitia títulos para saldar suas contas, mas no seu resgate pelo investidor financeiro, aumentavam as obrigações da União, que elevava os juros e atraía capital em um processo repetitivo, fato que pode ser vislumbrado pela necessidade de financiamento do setor público.

Logo, os dados do gráfico permitem concluir que, embora se observe um resultado primário satisfatório no final dos anos de 1990 e início de 2000 e 20001, este se deu graças a um aumento expressivo da carga tributária, não havendo redução dos gastos públicos. Já o resultado operacional sinaliza o constante financiamento do governo via emissão de títulos, onde o pagamento de juros era crescente representando uma incessante rolagem da dívida.

Com isso, conclui-se que a alta rentabilidade dos títulos públicos indexados a taxa SELIC, provocou, na década de noventa, um aumento de negociações de títulos públicos nunca antes observados na história econômica brasileira. Os títulos da dívida mobiliária federal evidenciaram o crescente endividamento público interno ocorrido desde que foi atingida a estabilidade inflacionária.

Um endividamento indexado a taxa SELIC repercute em um pagamento de juros por parte do Governo quase que permanente. Para que haja uma reversão neste quadro, alguns fatores são essenciais, entre os quais está a busca constante por um superávit no resultado primário das contas públicas, através do corte de gastos públicos e não somente do aumento de receitas, evitando um aumento de arrecadação tributária, que dentre muitos aspectos negativos pode inibir inversões produtivas.

A redução da taxa de juros é outro fator essencial, pois sua aplicação tende a reduzir o crescente déficit público governamental. Esse processo, porém, deve ser gradual, pois um corte abrupto nos juros pode ter um efeito econômico perverso, como uma explosão de consumo. Deve-se ter a idéia, no entanto, de que a SELIC decorre de alterações do mercado interno e externo, dado que a remessa de juros ao exterior é abalada em momentos de crises internacionais. Dessa forma, a redução da taxa SELIC dependerá de fatores macroeconômicos.

A política exercida pelo Governo após a estabilidade inflacionária implicou, indubitavelmente, em um crescente endividamento e em altos custos de rolagem da dívida interna, que vem representando uma fatia cada vez maior do endividamento líquido público total, principalmente a Dívida Mobiliária Federal, de curto prazo, influenciada por variações nos juros e no câmbio.

Logo, o Governo deve alterar gradualmente o perfil da dívida deixando de utilizar majoritariamente títulos pós-fixados de curto prazo, preterindo-os em favor dos títulos pré-

fixados, de longo prazo. Ao fazer isso, o Governo protege-se de variações dos juros, além de emprestar credibilidade ao sistema, já que reduzem-se as renovações e rolagem de dívida, reduzindo a percepção de insolvência por parte dos agentes econômicos

Estas são algumas soluções possíveis para se reduzir o crescente peso que o pagamento de juros tem exercido no endividamento público. Tais medidas são de difícil manutenção e implementação e requerem uma administração coerente e eficaz para que se possa reduzir os custos de rolagem da dívida.

5 CONCLUSÃO

Como foi analisado neste trabalho, a administração da taxa SELIC, com o intuito de controlar a inflação e outros agregados macroeconômicos, tem provocado grandes impactos na economia, principalmente sobre o endividamento público brasileiro.

Para a estruturação deste trabalho, primeiramente foram estudados os juros sob o enfoque das escolas keynesiana e monetarista; após tal análise, estudou-se o Sistema Financeiro Brasileiro, discutindo a composição e estrutura da taxa SELIC. O último capítulo procurou fazer uma análise histórica do endividamento público e o impacto sofrido pela elevação dos juros. Em um último momento algumas considerações para que e possa reduzir o impacto dos juros sobre o endividamento público foram propostas.

Como pode-se observar, na década de 1990 o endividamento interno passou a assumir proporções gigantescas e representar a quase totalidade da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Esse fator se constitui um problema porque em dado momento, o sucesso do Plano Real implicou em uma pressão sobre o endividamento público brasileiro, pois as políticas monetária e cambial adotadas resultaram num maior pagamento de juros da dívida, assim como um aumento da emissão de títulos públicos

Logo, pode-se concluir que a administração da taxa SELIC, no período pós Real, como no final de 1997 e início de 1998, e suas significativas elevações, objetivaram evitar um desequilíbrio externo, pois a conjuntura internacional deste período ameaçava provocar uma fuga de capitais. Com isso, a atuação intensa do Governo Federal sobre a SELIC, além de combater a inflação no regime de ancoragem cambial, foi realizada com o propósito de evitar um ataque especulativo e impedir que a economia brasileira fosse abalada por uma desvalorização da moeda nacional, o que prejudicaria a estabilidade de preços.

No entanto, diante dos ataques especulativos internacionais, como os ocorridos nos anos de 1997 e 1998, para que o Governo pudesse manter reservas e financiar seu endividamento deveria manter elevadas taxas de juros, fazendo novas emissões de títulos sob novo patamar de taxa de juros, o que aumentava o endividamento público. Deve-se ressaltar que se tratavam de títulos estabelecidos a taxa de juros pós-fixadas, o que implicava em pagamentos de juros extremamente elevados pelo governo, quando os títulos eram resgatados pelos agentes econômicos. Logo, o Governo, para atrair capital e manter reservas, gerava um ciclo de endividamento interno nunca antes observado na economia brasileira.

O fim do regime de ancoragem cambial, em janeiro de 1999, como estratégia de combate à inflação, fez com que houvesse uma alteração na forma como foi conduzida a política econômica, centrando-se a política monetária no controle de preços, mediante o regime de metas para a inflação, na segunda metade de 1999. O importante a ser ressaltado é que o resultado observado nesta forma de condução da política monetária não era muito diferente do obtido após a estabilidade de preços atingida com o Plano Real, pois o uso da taxa de juros de curto prazo, como principal instrumento de controle da meta para a inflação, também implicou em crescimentos das taxas de juros acima do crescimento da economia, assim como uma crescente elevação do endividamento público.

Com isso, pode-se concluir que a manutenção da alta taxa básica de juros praticada no período pós-Real, com o objetivo de controlar a inflação, caracterizou o principal fator para o comportamento da dívida, no período, assim como o câmbio contribuiu de forma decisiva para o salto da dívida observado no período posterior à mudança do regime cambial, em janeiro de 1999.

Então, quando se fala em endividamento público, no período de 1994 a 1998, pode-se concluir que a trajetória da dívida pública tem como um dos principais fatores para o seu forte crescimento o aumento da taxa SELIC, que é um indexador da dívida pública. Aliada a este fator, a desvalorização gradual da moeda, que aumentava as necessidades de financiamento do setor público, também contribuía para uma elevação sustentada no endividamento público.

Com a finalidade de se obter um melhor gerenciamento da dívida pública indexada a uma das mais elevadas taxas de juros mundiais, a SELIC, o Governo deve priorizar uma sincronia entre a política monetária e fiscal, e promover uma alteração no perfil dos títulos indexados, reduzindo seu caráter de curto prazo em prol de títulos de longo prazo estabelecidos a taxas pré-fixadas de juros. O Governo também deve buscar um resultado primário superavitário, que aumente receitas e reduza gastos. Estas são algumas medidas que podem evitar um aumento do endividamento público, assim como dos custos de rolagem do mesmo. Tais medidas dariam credibilidade à política monetária, possibilitando uma maior conexão entre esta e a política fiscal.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Estudos e Pesquisas. **Juros e spread bancário no Brasil**. Brasília, outubro 1999. p. 1–28. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf>>. Acesso em: 5 dez. 2005.

BARBOSA, F. H. **Sistema financeiro brasileiro**. [2004]. Disponível em: <<http://www2.fgv.br/professor/fholanda/arquivo/sistfin.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2006.

CANUTO, O.; HOLLAND, M. **Flutuações cambiais, estratégias de políticas monetárias e taxas de inflação**. 2002. Disponível em: <<http://sites.uol.com.br/ocanuto>>. Acesso em: 3 jun. 2005

CARVALHO, F. J. C. **Sistema financeiro: evolução recente**. [2005]. Disponível em: <<http://www.mre.gov.br/cdbrasil/itamaraty/web/port/economia/sistfin/apresent/apresent.htm>>. Acesso em: 16 abr. 2006.

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

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia monetária e financeira: Teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CINTRA, M. Mudar para sobreviver. **Zero Hora**, Porto Alegre, 27 jun. 2005. Opinião Econômica, p.12.

COSTA, F. N. **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron Books, 1999.

D'AVILA, M. O. **O Banco Central independente e metas de inflação: O caso do Brasil entre 1999 e 2003**. 2004. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2004.

FARÁG, C. R. C. Juros em matéria tributária e a constitucionalidade da taxa SELIC. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 5, n. 49, fev. 2001. Não paginado. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=1325>>. Acesso em: 18 maio 2005.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Balço de sete meses de alta da taxa SELIC**: análise e comentários. 2005. Disponível em: <<http://www.fiesp.com.br/download/pesquisa/7mesesdeselic.pdf>>. Acesso em: 1 maio 2005.

FEDERAL RESERVE BANK. **The federal reserve board**. [200-?]. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/>>. Acesso em: 10 nov. 2006.

GARCIA, M. G. P. **Dívida pública e administração de liquidez**. 2005. Não paginado. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/050706%20divida%20publica.pdf>>. Acesso em: 5 jan. 2006.

GIAMBIAGI, F. Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. **Textos para Discussão**: BNDES, Rio de Janeiro, n. 94, maio 2002. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/td.asp>>. Acesso em: 5 maio 2005.

GIANNETTI, E. **O valor do amanhã**: ensaio sobre a natureza dos juros. São Paulo: Companhia das Letras, 2005.

HILLBRECHT, R. O. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Dados microeconômicos e regionais**. [200-?]. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?8749703>>. Acesso em: 10 nov. 2006.

KEYNES, J. M. **A Teoria geral do emprego do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988. (Coleção Os Economistas).

LACERDA, C. A. et al. **Economia brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2001.

MONTICELLI, R. **Taxas de juros, crédito e inadimplência**. 2003. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

NUCCI, C.; SILVA, C. É o peso do Estado que dispara os juros. **Veja**, São Paulo, n. 19034, p. 48-52, 4 maio 2005.

PASTORE, C. A.; PINOTTI, M. C. Operações não neutralizariam controle de capitais. **Valor Econômico**, São Paulo, n. 1217, 10 de mar. 2005.

PEDROSO, M. I. M. M. **Estudando a função de reação do Banco Central sob o regime de metas de inflação**. 2003. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/Sobre/cursoMonografia/maria.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2006.

PREUSSLER, P. H. P. S. **A dívida pública interna no período de 1991 – 2001, os fatores de expansão recente**. 2002. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

PIAZZETA, R. **O regime de ancoragem cambial e seus reflexos no balanço de pagamentos**. 2003. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

PUGA, F. P. **Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade e crise cambial. Textos para Discussão: BNDES**, Rio de Janeiro, n. 68, p. 411-465, mar. 1999. Disponível em: <<http://www.bndespar.com.br/conhecimento/td/td-68.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2006.

SACHS, D. J.; LARRAIN, F. B. **Macroeconomia em uma economia global**. São Paulo: Makron Books, 2000.

SANDRONI, P. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Makron Books, 1999.

SOUZA, K. C. **Dívida pública brasileira uma abordagem de dinâmica e composição**. 2003. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

ANEXO A - HISTÓRICO DAS TAXAS DE JUROS FIXADAS PELO COPOM E EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC

nº	Reunião		Período de vigência	Meta SELIC	TBAN %	Taxa SELIC
	data	viés		% a.a. <u>(1)(6)</u>	a.m.(<u>2)(6)</u>	% <u>(3)</u>
66 ^a	19/12/2001		20/12/2001 - 23/01/2002	19,00		1,60 19,05
65 ^a	21/11/2001		22/11/2001 - 19/12/2001	19,00		1,39 19,05
64 ^a	17/10/2001		18/10/2001 - 21/11/2001	19,00		1,60 19,05
63 ^a	19/09/2001		20/09/2001 - 17/10/2001	19,00		1,32 19,07
62 ^a	22/08/2001		23/08/2001 - 19/09/2001	19,00		1,32 19,04
61 ^a	18/07/2001		19/07/2001 - 22/08/2001	19,00		1,74 18,96
60 ^a	20/06/2001	<u>baixa</u>	21/06/2001 - 18/07/2001	18,25		1,34 18,31
59 ^a	23/05/2001		24/05/2001 - 20/06/2001	16,75		1,17 16,76
58 ^a	18/04/2001		19/04/2001 - 23/05/2001	16,25		1,45 16,30
57 ^a	21/03/2001		22/03/2001 - 18/04/2001	15,75		1,11 15,84
56 ^a	14/02/2001		15/02/2001 - 21/03/2001	15,25		1,30 15,20
55 ^a	17/01/2001		18/01/2001 - 14/02/2001	15,25		1,13 15,19
54 ^a	20/12/2000		21/12/2000 - 17/01/2001	15,75		1,05 15,76
53 ^a	22/11/2000		23/11/2000 - 20/12/2000	16,50		1,21 16,38
52 ^a	18/10/2000		19/10/2000 - 22/11/2000	16,50		1,41 16,56
51 ^a	20/09/2000		21/09/2000 - 18/10/2000	16,50		1,16 16,60
50 ^a	23/08/2000		24/08/2000 - 20/09/2000	16,50		1,16 16,54
49 ^a	19/07/2000		20/07/2000 - 23/08/2000	16,50		1,53 16,51
48 ^a		<u>uso/baixa</u>	10/07/2000 - 19/07/2000	17,00		0,50 16,96
	20/06/2000	<u>baixa</u>	21/06/2000 - 07/07/2000	17,50		0,76 17,34
47 ^a	24/05/2000		25/05/2000 - 20/06/2000	18,50		1,28 18,39
46 ^a	19/04/2000		20/04/2000 - 24/05/2000	18,50		1,57 18,55
45 ^a		<u>uso/baixa</u>	29/03/2000 - 19/04/2000	18,50		1,09 18,60
	22/03/2000	<u>baixa</u>	23/03/2000 - 28/03/2000	19,00		0,28 18,94
44 ^a	16/02/2000		17/02/2000 - 22/03/2000	19,00		1,59 18,88
43 ^a	19/01/2000		20/01/2000 - 16/02/2000	19,00		1,45 18,87
42 ^a	15/12/1999		16/12/1999 - 19/01/2000	19,00		1,74 19,00
41 ^a	10/11/1999		11/11/1999 - 15/12/1999	19,00		1,67 18,99
40 ^a	06/10/1999	<u>baixa</u>	07/10/1999 - 10/11/1999	19,00		1,59 18,87
39 ^a	22/09/1999		23/09/1999 - 06/10/1999	19,00		0,69 19,01
38 ^a	01/09/1999		02/09/1999 - 22/09/1999	19,50		1,00 19,52
37 ^a	28/07/1999		29/07/1999 - 01/09/1999	19,50		1,78 19,51
36 ^a	23/06/1999	<u>baixa</u>	24/06/1999 - 28/07/1999	21,00		1,90 20,88
35 ^a		<u>uso/baixa</u>	09/06/1999 - 23/06/1999	22,00		0,87 21,92
	19/05/1999	<u>baixa</u>	20/05/1999 - 08/06/1999	23,50		1,09 23,36
34 ^a		<u>uso/baixa</u>	13/05/1999 - 19/05/1999	27,00		0,47 26,96
		<u>uso/baixa</u>	10/05/1999 - 12/05/1999	29,50		0,31 29,53

		uso/baixa	29/04/1999 - 07/05/1999	32,00		0,77	31,91
	14/04/1999	baixa	15/04/1999 - 28/04/1999	34,00		1,05	33,92
33 ^a		uso/baixa	06/04/1999 - 14/04/1999	39,50		0,93	39,42
		uso/baixa	25/03/1999 - 05/04/1999	42,00		0,84	41,96
	04/03/1999	baixa	05/03/1999 - 24/03/1999	45,00		2,08	44,95
32 ^a	18/01/1999		19/01/1999 - 04/03/1999	25,00	41,00	3,98	37,34
31 ^a	16/12/1998		17/12/1998 - 18/01/1999	29,00	36,00	2,16	29,21
30 ^a	11/11/1998		12/11/1998 - 16/12/1998	19,00	42,25	3,02	34,93
29 ^a	07/10/1998		08/10/1998 - 11/11/1998	19,00	49,75	3,26	42,12
28 ^a	ex. 10/09/1998		11/09/1998 - 07/10/1998	19,00	49,75	2,58	40,18
27 ^a	02/09/1998		03/09/1998 - 10/09/1998	19,00	29,75	0,45	25,49
26 ^a	29/07/1998		30/07/1998 - 02/09/1998	19,75	25,75	1,76	19,25
25 ^a	24/06/1998		25/06/1998 - 29/07/1998	21,00	28,00	1,86	20,45
24 ^a	20/05/1998		21/05/1998 - 24/06/1998	21,75	29,75	1,85	21,23
23 ^a	15/04/1998		16/04/1998 - 20/05/1998	23,25	35,25	1,92	23,16
22 ^a	04/03/1998		05/03/1998 - 15/04/1998	28,00	38,00	2,74	27,51
21 ^a	28/01/1998		29/01/1998 - 04/03/1998	34,50	42,00	2,72	34,20
20 ^a	17/12/1997		02/01/1998 - 28/01/1998	38,00	43,00	2,43	37,47
19 ^a	19/11/1997		01/12/1997 - 31/12/1997	2,90	3,15	2,97	39,87
18 ^a	ex. 30/10/1997		31/10/1997 - 30/11/1997	3,05	3,23	3,18	45,67
17 ^a	22/10/1997		01/11/1997 - 30/11/1997	1,58	1,78	(5)	(5)
16 ^a	17/09/1997		01/10/1997 - 30/10/1997	1,58	1,78	1,53	19,05
15 ^a	20/08/1997		01/09/1997 - 30/09/1997	1,58	1,78	1,59	19,81
14 ^a	23/07/1997		01/08/1997 - 31/08/1997	1,58	1,78	1,59	20,78
13 ^a	18/06/1997		01/07/1997 - 31/07/1997	1,58	1,78	1,60	19,04
12 ^a	21/05/1997		01/06/1997 - 30/06/1997	1,58	1,78	1,61	21,08
11 ^a	16/04/1997		01/05/1997 - 31/05/1997	1,58	1,78	1,58	21,91
10 ^a	19/03/1997		01/04/1997 - 30/04/1997	1,58	1,78	1,66	21,84
9 ^a	19/02/1997		01/03/1997 - 31/03/1997	1,62	1,80	1,64	24,11
8 ^a	22/01/1997		01/02/1997 - 28/02/1997	1,66	1,84	1,67	26,14
7 ^a	18/12/1996		01/01/1997 - 31/01/1997	1,70	1,88	1,73	21,73
6 ^a	27/11/1996		01/12/1996 - 31/12/1996	1,74	1,90	1,80	23,94
5 ^a	23/10/1996		01/11/1996 - 30/11/1996	1,78	1,90	1,80	25,27
4 ^a	23/09/1996		01/10/1996 - 31/10/1996	1,82	1,93	1,86	23,48
3 ^a	21/08/1996		01/09/1996 - 30/09/1996	1,88		1,90	25,40
2 ^a	30/07/1996		01/08/1996 - 31/08/1996	1,90		1,97	25,01
1 ^a	26/06/1996		01/07/1996 - 31/07/1996	1,90		1,93	23,28

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p. 3.

(1) No período de 1/7/96 a 4/3/99, o COPOM fixava a TBC e, a partir de 5/3/99, com a extinção desta, passou a divulgar a meta para a Taxa SELIC para fins de política monetária.

(2) A TBAN foi criada em 28/8/96 e extinta em 4/3/99.

(3) Taxa de juros acumulada no período.

(4) Taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

(5) As taxas de juros fixadas na 17^a reunião não entraram em vigor.

(6) A partir de 2/01/98, as taxas de juros passaram a ser fixadas na expressão anual.

Convenção:

ex. - Reunião Extraordinária

baixa - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de baixa.

alta - Reunião em que a meta para a Taxa SELIC foi fixada com viés de alta.

viés - Utilização da faculdade para alterar a meta para a Taxa SELIC entre reuniões do COPOM.