

**FACULDADES INTEGRADAS  
“ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO”**

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E ADMINISTRATIVAS  
DE PRESIDENTE PRUDENTE

**TAXA BÁSICA DE JUROS NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO  
NO BRASIL: EFEITOS NA COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO  
PÚBLICO ENTRE 1999-2005**

Wagner Manoel Simões dos Santos

Presidente Prudente/SP  
2006

**FACULDADES INTEGRADAS  
“ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO”**

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E ADMINISTRATIVAS  
DE PRESIDENTE PRUDENTE

**TAXA BÁSICA DE JUROS NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO  
NO BRASIL: EFEITOS NA COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO  
PÚBLICO ENTRE 1999-2005**

Wagner Manoel Simões dos Santos

Monografia apresentada como requisito parcial de conclusão de Curso para obtenção do Grau de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Walter K. Dalari.

Presidente Prudente/SP  
2006

**TAXA BÁSICA DE JUROS NO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO  
NO BRASIL: EFEITOS NA COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO  
PÚBLICO ENTRE 1999-2005**

Trabalho de Conclusão de Curso  
aprovado como requisito parcial para  
obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Econômicas.

Prof. Walter Klienchen Dalari

Prof. Álvaro Barboza dos Santos

Prof. Wilson de Luces Fortes Machado

Presidente Prudente, 27 de novembro de 2006.

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais. Também dedico especialmente a minha namorada pelo apoio dado durante a realização.

*“Sempre antes de realizar um sonho, a alma do mundo resolve testar tudo aquilo que foi aprendido durante a caminhada. Ela faz isto não porque seja má, mas para que possamos, junto com o nosso sonho, conquistar também as lições que aprendemos seguindo em direção a ele.”*

*“Quando você realmente deseja uma coisa, todo o Universo conspira para que você possa realizá-la.”*

*Paulo Coelho*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por ter me concedido condições de realizar esta pesquisa e capacidade para elaborar o trabalho. Agradeço ao meu orientador Walter Dalari que acompanhou todas as etapas de desenvolvimento da pesquisa e me incentivou em todo processo de execução. Agradeço a todos os demais que colaboraram direta e indiretamente com o meu trabalho.

## RESUMO

No presente trabalho é apresentado o sistema de metas de inflação que iniciou em junho de 1999 após o processo de desvalorização cambial no início desse mesmo ano. É explicado o funcionamento do regime de metas e a experiência pela qual passou a economia brasileira até final de 2005. Posteriormente, é explicada a dinâmica da taxa básica de juros Selic e quais seus reflexos na macroeconomia, também foram analisadas as variações da Selic durante esse período e sua relação com a meta inflacionária fixada anualmente pelo Banco Central, sendo verificado que a política monetária foi direcionada prioritariamente para o cumprimento da meta de inflação. A composição da dívida pública mobiliária federal é analisada com base na variação da taxa Selic, tendo sido constatada a relação entre o patamar de juros e a participação dos títulos indexados ao over/Selic e os pré-fixados.

**PALAVRAS CHAVES:** metas de inflação; taxa Selic; política monetária; dívida pública mobiliária federal.

## **ABSTRACT**

In the present work is presented the system of inflation goals that was implanted in Brazil in June, 1999 after the process of cambial depreciation in the beginning of this same year. It is explained the functioning of the regimen of goals and the experience for which passed the Brazilian economy until the end of 2005. Later, it is explained the dynamics of the basic tax of Selic interests and its consequences in the macroeconomics, had been also analyzed the variations of the Selic during this period and its relation with the inflationary goal fixed annually for the Central banking, being verified that the monetary politics were directed in priority for the fulfilment of the inflation goal. The composition of the federal movable public debt is analyzed on the basis of the variation of the Selic tax, having been evidenced the relation between the platform of interests enters and the participation of the fixed headings to over/Selic and the pre-fixed ones in the composition of the Federal divide publish debt.

**KEY WORDS:** inflation goals; Selic tax; monetary politics; federal movable public debt.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### LISTA DE GRÁFICOS

<b>GRÁFICO 1</b>	–	Determinação da Taxa de Juros (Sistema Clássico).....	15
<b>GRÁFICO 2</b>	–	Declínio Autônomo da Demanda por Investimentos.....	16
<b>GRÁFICO 3</b>	–	IS-LM: Uma Versão Monetarista.....	17
<b>GRÁFICO 4</b>	–	Efeitos de um Aumento nos Gastos do Governo: O Caso Monetarista.....	17
<b>GRÁFICO 5</b>	–	Efeitos de um Aumento na Quantidade de Moeda.....	18
<b>GRÁFICO 6</b>	–	Metas de inflação x IPCA efetivo.....	26
<b>GRÁFICO 7</b>	–	Taxa Selic média anual.....	30
<b>GRÁFICO 8</b>	–	Evolução da dívida mobiliária federal entre 1999-2005.....	36
<b>GRÁFICO 9</b>	–	Composição da dívida mobiliária federal de 1999-2005.....	38
<b>GRÁFICO 10</b>	–	Curvas de juros.....	39
<b>GRÁFICO 11</b>	–	Composição da dívida mobiliária federal em dezembro de 2005.....	40

### LISTA DE QUADROS

<b>QUADRO 1</b>	–	Metas de inflação.....	23
<b>QUADRO 2</b>	–	Taxa Selic média anual.....	28
<b>QUADRO 3</b>	–	Composição da dívida mobiliária federal.....	36

### LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1</b>	–	Dívida líquida do setor público entre 1999-2005.....	34
<b>TABELA 2</b>	–	Dívida mobiliária federal entre 1999-2005.....	35

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>1 APLICAÇÃO E FUNCIONAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>	<b>10</b>
<b>1.1 Autoridades Monetárias: Conselho Monetária Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BC ou Bacen).....</b>	<b>10</b>
1.1.1 Comitê de Política Monetária (Copom).....	11
<b>1.2 Política monetária e seus instrumentos.....</b>	<b>12</b>
1.2.1 Depósito Compulsório.....	13
1.2.2 Taxa de redesconto.....	13
1.2.3 Operações de mercado aberto.....	13
<b>1.3 Teorias da taxa de juros: abordagem clássica.....</b>	<b>14</b>
1.3.1 Abordagem monetarista.....	16
1.3.2 Abordagem Keynesiana.....	19
<b>2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL X O COMPORTAMENTO DA TAXA SELIC.....</b>	<b>21</b>
<b>2.1 Metas de Inflação.....</b>	<b>21</b>
<b>2.2 Taxa Selic.....</b>	<b>26</b>
<b>3 DINÂMICA E COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO.....</b>	<b>32</b>
<b>3.1 Dívida Líquida do Setor Público.....</b>	<b>34</b>
<b>3.2 Dívida Mobiliária Federal e sua composição.....</b>	<b>35</b>
<b>4 CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>43</b>

## INTRODUÇÃO

A presente pesquisa objetiva apontar o funcionamento da política monetária dentro do regime de metas de inflação que, de certa forma, é o seu condutor. Foi abordada a dinâmica da taxa básica de juros desde a implantação do sistema de metas, com ênfase em verificar a relação dos movimentos de elevação da taxa Selic com o índice de inflação e a meta fixada pelo governo. Em seguida, analisam-se os efeitos da política monetária praticada no período de 1999 a 2005 na composição da dívida pública mobiliária federal referente à participação dos títulos por indexadores.

O tema foi escolhido em decorrência do propósito de explicar o sistema de metas de inflação que é uma experiência relativamente nova na política econômica nacional e influencia diretamente a taxa de juros da economia, bem como explicar os movimentos migratórios entre os indexadores que compõem os títulos da dívida relacionando-os com o nível da taxa Selic.

A pesquisa foi fundamentada em bibliografia disponível sobre o tema, tendo como fonte documentação secundária, além da ampla base de dados consultada no site do Banco Central do Brasil e do Tesouro Nacional.

No Capítulo 1 concentra-se a fundamentação teórica do trabalho, explicando o que é política monetária, os instrumentos de atuação e as teorias da taxa de juros pela visão clássica, monetarista e keynesiana. No Capítulo 2, é analisado o sistema de metas de inflação de 1999 a 2005 em relação ao seu cumprimento e à composição anual do índice (IPCA), com base nos dados disponibilizados nos Boletins Anuais, Cartas Abertas e nos Relatórios de Inflação do Banco Central. No mesmo capítulo é explicado o funcionamento no mercado da taxa Selic e sua variação anual, as fontes de pesquisa utilizadas foram as Cartas abertas do Banco Central e Atas do Copom. No Capítulo 3 é analisada a composição da dívida mobiliária federal no mesmo período, referente a participação de cada indexador, os dados consultados encontram-se disponíveis nos Boletins Anuais do Banco Central, seção finanças públicas e no Relatório Anual da Dívida Pública (2005). Na última parte são expostas algumas notas conclusivas a partir do que foi verificado ao longo da pesquisa.

# 1 APLICAÇÃO E FUNCIONAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA

## 1.1 Autoridades Monetárias: Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BC ou BACEN)

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é um órgão normativo, é o responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país. O CMN é integrado pelos seguintes membros: ministro da Fazenda (presidente), ministro do Planejamento e Orçamento e presidente do Banco Central do Brasil. Suas principais competências e atribuições específicas segundo FORTUNA (1998) são:

- Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional;
- Regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do Balanço de Pagamentos do país;
- Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas ou privadas e propiciar o aperfeiçoamento das mesmas e dos instrumentos financeiros;
- Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa;
- Autorizar as emissões de papel-moeda;
- Determinar as taxas de recolhimento compulsório das instituições financeiras;
- Regulamentar as operações de redesconto de liquidez;
- Regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país.

O Banco Central atua como órgão executivo das políticas e decisões do Conselho Monetário Nacional. É de sua competência o cumprimento das disposições e normas estabelecidas pelo CMN, sendo ainda órgão fiscalizador do Sistema Financeiro Nacional. O BC pode ser considerado como banco dos bancos, gestor do Sistema Financeiro Nacional, executor da política monetária,

banco emissor e banqueiro do governo. São algumas de suas atribuições segundo FORTUNA (1998):

- Emitir papel-moeda e moeda metálica nas condições e limites autorizados pelo CMN;
- Executar os serviços do meio circulante;
- Receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras e bancárias que operam no país;
- Realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras dentro de um enfoque de política econômica do governo ou como socorro a problemas de liquidez;
- Regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- Efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo CMN;
- Exercer o controle de crédito sobre todas as suas formas.

#### 1.1.1 Comitê de Política Monetária (Copom)

O Copom foi instituído em 1996 e atua no âmbito do Banco Central. O Copom tem por finalidade o estabelecimento das diretrizes do comportamento das taxas de juros no mercado monetário, definindo metas conforme as políticas econômicas do governo. (ASSAF NETO, 2003).

São realizadas reuniões nas quais se decide e comunica ao mercado a taxa Selic, taxa para o financiamento dos títulos públicos. A taxa divulgada pelo Comitê vem geralmente acompanhada de um indicativo de viés, que pode ser de baixa, de alta ou neutro. Esse viés representa uma tendência de comportamento da taxa Selic, que pode ser alterada pelo presidente do BC sem a necessidade de uma convocação extraordinária do Copom.

Na avaliação das decisões quanto às variações na taxa de juros, o Copom analisa informações referentes a: (i) conjuntura, fazendo estudos sobre atividade

econômica, contas públicas, índices gerais de preços e outros indicadores; (ii) mercado cambial, avaliando o ambiente econômico externo, o comportamento da taxa de câmbio e as reservas monetárias internacionais; (iii) mercado financeiro, examinando a liquidez do sistema bancário, o comportamento das operações de mercado aberto, etc. (ASSAF NETO, 2003).

## **1.2 Política monetária e seus instrumentos**

A política monetária atua no controle da oferta de moeda e das taxas de juros a fim de garantir a liquidez da economia. Segundo ASSAF NETO (2003) a política monetária “ênfatiza sua atuação sobre os meios de pagamento, títulos públicos e taxas de juros, modificando o custo e o nível de oferta de crédito”. Segundo LANZANA (2002) “o governo atua sobre a quantidade de moeda na economia, sobre a capacidade de concessão de empréstimos por parte dos bancos e, por conseqüência, sobre os níveis das taxas de juros”.

O Banco Central é executor da política monetária e utiliza os seguintes instrumentos clássicos para sua execução: depósito compulsório, operações de redesconto ou empréstimo de liquidez e operações no mercado aberto (open market).

Uma política monetária pode ser expansionista ou contracionista. É expansionista quando ocorre redução da taxa de juros e aumento da liquidez da economia. Elevam-se os meios de pagamento pela maior injeção de recursos no mercado, dinamizando o consumo e o investimento, com reflexos positivos sobre a atividade econômica. Essa política é geralmente adotada em momentos de retração da economia.

Uma política monetária é contracionista quando as autoridades monetárias promovem aumento da taxa de juros e reduções dos meios de pagamento (liquidez) da economia, contraindo o consumo e o investimento e provocando retração da atividade. As medidas restritivas são tomadas em circunstâncias de pressões inflacionárias.

### 1.2.1 Depósito Compulsório

Segundo ASSAF NETO (2003) o depósito compulsório representa um “percentual incidente sobre os depósitos captados pelos bancos comerciais, que devem ser colocados à disposição do Banco Central”, podendo incidir sobre depósitos à vista ou a prazo. Regula o multiplicador bancário, atuando sobre a capacidade de criação de moeda escritural por parte dos bancos. A variação da taxa do compulsório pode controlar, segundo ROSSETTI (1994), “não só o nível dos meios de pagamento e a liquidez geral da economia como também a capacidade global de empréstimos do sistema bancário”.

Em momentos de alta inflação os percentuais do compulsório aumentam para esterilizar maior volume de recursos e contrair a disponibilidade de crédito, reduzindo a demanda agregada. Em períodos de baixa inflação a taxa desses depósitos são reduzidas, aumentando o fluxo dos meios de pagamento e a oferta de recursos, diminuindo o custo do crédito e incentivando a demanda.

### 1.2.2 Taxa de redesconto

O Banco Central empresta recursos às instituições financeiras quando há necessidades de caixa, em caso de um aumento acentuado na demanda por recursos por parte de seus clientes, sendo tais empréstimos conhecidos por “empréstimos de assistência à liquidez” (ASSAF NETO, 2003). A taxa de juros cobrada pelo BC pelo socorro fornecido aos bancos é denominada taxa de redesconto.

Quando a taxa de redesconto é elevada o BC tenta evitar que os bancos recorram a seu auxílio financeiro, fazendo com que estes concedam menos empréstimos aos agentes econômicos. Caso a taxa cobrada no redesconto for menor àquela vigente no mercado, o sistema bancário é incentivado a elevar a oferta de crédito, apurando lucro pela diferença entre a taxa cobrada dos clientes e a taxa de redesconto paga ao BC.

### 1.2.3 Operações de mercado aberto

São operações representadas pela compra e venda de títulos da dívida pública a fim de regular o fluxo monetário da economia e do governo financiar-se através da emissão dos títulos. O mecanismo das operações de mercado aberto (open market) é dinâmico e produz resultados mais rápidos que os demais instrumentos de política monetária.

Em caso de excesso de oferta monetária o governo vende títulos no mercado para contrair os meios de pagamento (redução da liquidez). Para expansão da base monetária, de forma a elevar a liquidez da economia, o governo compra títulos da dívida pública injetando recursos no mercado.

Segundo LANZANA (2002) é de importante destaque “que toda vez que o governo coloca títulos junto à sociedade, além de retirar base monetária, está incorrendo em aumento da dívida pública”, sendo que tais títulos representam obrigações para o governo e são remunerados por juros.

### **1.3 Teorias da taxa de juros: abordagem clássica**

A teoria clássica considerou a taxa de juros como um fator de equilíbrio entre a demanda de investimentos com a oferta para a poupança. O investimento é representado pela demanda de recursos para investir, a poupança representada pela oferta e a taxa de juros é o preço dos recursos, se regulando sob ação das forças de mercado. A escola clássica admitiu o princípio da igualdade entre a poupança e o investimento. Também admitiram a influência importante do nível de renda sobre o total poupado, havendo uma correlação entre a renda e a taxa de juros.

Dois pontos são destacados pelos clássicos: (i) a demanda por investimentos cai mediante elevação da taxa de juros; (ii) um aumento na quantidade de moeda tende a reduzir a taxa de juros, pelo menos num primeiro momento (KEYNES, 1982).

Segundo FROYEN (2003) “a taxa de juros depende dos fatores que determinam os níveis de oferta de títulos (tomar emprestado de alguém) e da demanda por títulos (emprestar para alguém). No sistema clássico, os fornecedores de títulos eram as firmas, que financiavam seus dispêndios de capital pela venda de títulos, e o governo, que poderia vender títulos ao invés de

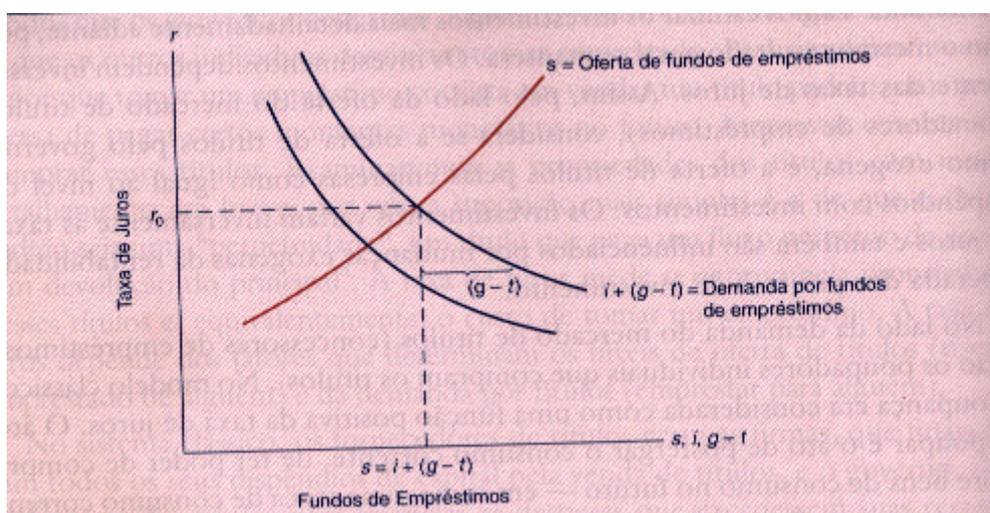
emitir moeda para financiar as despesas que excedessem suas receitas tributárias.

Os dispêndios com investimentos e consumo variavam inversamente à taxa de juros. A medida que a taxa de juros aumentasse, o número de projetos de investimentos lucrativos após o desconto dos pagamentos de juros seria pequeno, ocorreria então queda dos investimentos.

No modelo clássico a poupança era considerada uma função positiva da taxa de juros. Quanto mais alta estivesse a taxa de juros mais os consumidores poupariam, trocando o consumo corrente por consumo futuro. Segundo FROYEN (2003), em tempos normais, ou seja, sem a ocorrência de crises, a suposição clássica era que a poupança se realizasse através da demanda por títulos.

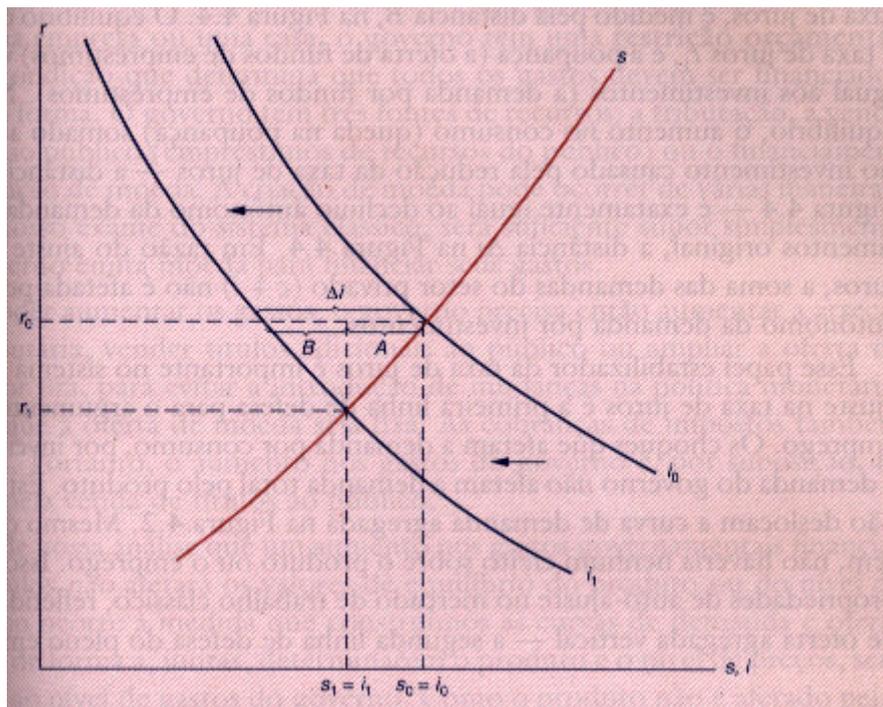
No sistema clássico a taxa de juros tem função estabilizadora. Uma suposição de queda autônoma dos investimentos, resultaria na diminuição da demanda por fundos de empréstimos. Com a queda na demanda por investimentos, a oferta de fundos de empréstimos passaria a exceder a demanda, o que reduziria a taxa de juros. À medida que a taxa de juros diminuísse, a poupança cairia, o que significa aumento do consumo. Os investimentos seriam fortalecidos com o declínio dos juros e o equilíbrio seria retomado, a poupança (oferta de recursos) igualar-se-ia novamente aos investimentos (demanda por recursos).

### GRÁFICO 1 – Determinação da Taxa de Juros (Sistema Clássico)



Fonte: Froyen (2003, p. 76).

## GRÁFICO 2 – Declínio Autônomo da Demanda por Investimentos



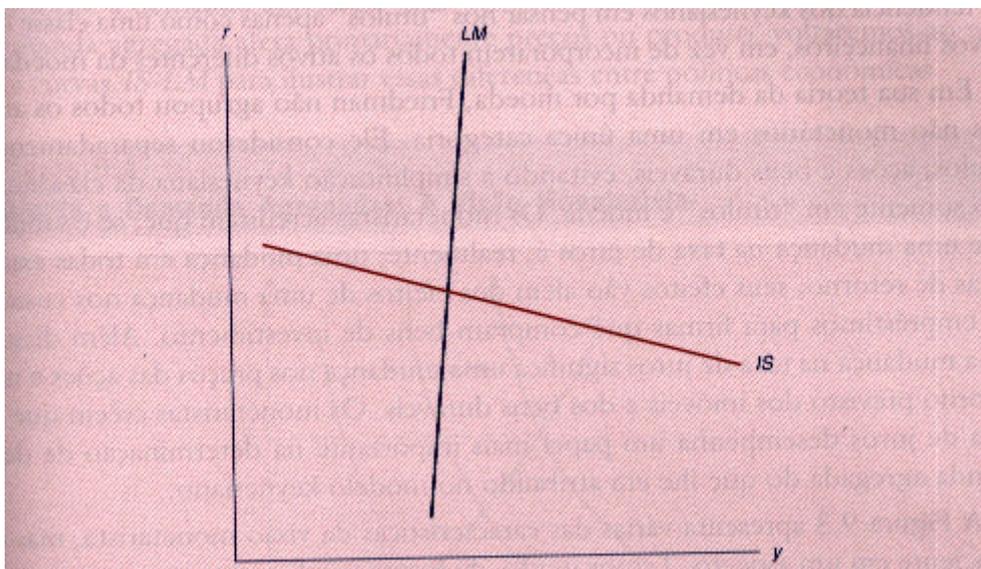
Fonte: Froyen (2003, p. 77).

### 1.3.1 Abordagem monetarista

Segundo FROYEN (2003) a definição da revista britânica *The Economist* para um monetarista é alguém que “julga ser mais importante regular a oferta de moeda em uma economia do que controlar outros instrumentos econômicos”. O monetarismo considera a política monetária a ferramenta de política econômica mais adequada e eficiente na estabilização da economia, julgando não ser a política fiscal um instrumento eficiente de estabilização. Os monetaristas rejeitaram a efetividade da política fiscal defendida pela proposição Keynesiana, defenderam que o importante é o que acontece com a quantidade de moeda.

A versão monetarista é de uma curva LM quase vertical, refletindo uma baixa elasticidade da demanda por moeda em relação aos juros e uma curva IS bastante plana, o que consiste na posição de que a demanda agregada é muito sensível a mudanças na taxa de juros.

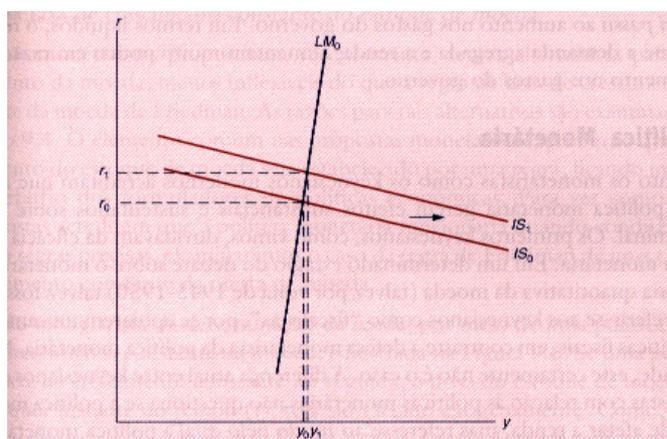
### GRÁFICO 3 – IS-LM: Uma Versão Monetarista



Fonte: Froyen (2003, p. 253).

Analise os efeitos de uma política fiscal expansionista (redução dos tributos ou aumentos dos gastos públicos) na visão monetarista. Um aumento nos gastos do governo desloca a curva IS para a direita, de  $IS_0$  para  $IS_1$ . O efeito do aumento nos gastos é provocar uma elevação na taxa de juros, de  $r_0$  para  $r_1$  e o nível de renda sofre leve alteração, de  $y_0$  para  $y_1$  como mostra a figura.

### GRÁFICO 4 - Efeitos de um Aumento nos Gastos do Governo: O Caso Monetarista



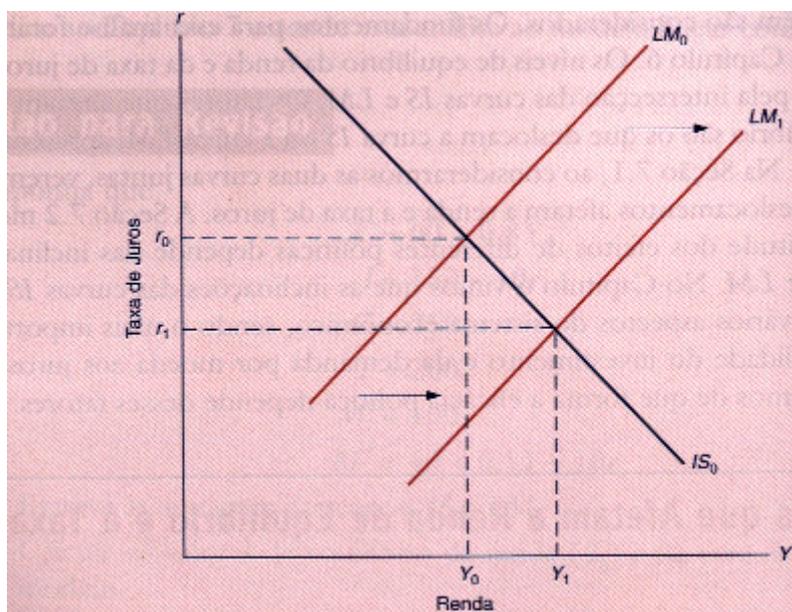
Fonte: Froyen (2003, p. 257).

Inicialmente o aumento nos gastos públicos aumenta a demanda agregada e a demanda por moeda, sendo o estoque de moeda constante, a taxa de juros

sobe até atingir um novo equilíbrio. Na visão monetarista a curva IS é quase plana, representando uma demanda por investimento bastante sensível a mudanças na taxa de juros. A elevação da taxa de juros para manter o mercado monetário em equilíbrio reduz a demanda agregada do setor privado, o que anula praticamente o resultado que o aumento dos gastos provoca na expansão da demanda agregada e da renda.

Analisemos agora os efeitos de uma política monetária expansionista (aumento no estoque de moeda) e sua efetividade para os monetaristas. Considerando uma curva LM muito inclinada que representa pequena elasticidade da demanda por moeda em relação aos juros, um aumento no estoque de moeda, de  $LM_0$  para  $LM_1$ , provoca queda na taxa de juros ( $r_0$  para  $r_1$ ) como expressa a figura. A redução na taxa de juros estimula o aumento do investimento e, por conseqüência, da renda ( $y_0$  para  $y_1$ ), sendo a política monetária eficaz.

**GRÁFICO 5** – Efeitos de um Aumento na Quantidade de Moeda



Fonte: Froyen (2003, p. 172).

### 1.3.2 Abordagem Keynesiana

A taxa de juros é definida segundo Keynes<sup>1</sup> como “a recompensa da renúncia à liquidez”. Ocorre que se a taxa de juros baixasse, o retorno pela renúncia à liquidez cairia, então o volume de moeda que o público “desejaria conservar excederia a oferta disponível”. Se a taxa de juros aumentasse, “haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter”. Sendo assim, há dois fatores que determinam a taxa de juros em determinadas circunstâncias: a quantidade de moeda e a preferência pela liquidez. Keynes acreditava que a quantidade de moeda desempenhava um papel-chave na determinação da taxa de juros.

A análise Keynesiana dividiu os ativos financeiros em dois grupos: a moeda e os títulos (ativos não monetários). A moeda pode ser definida pelo conceito de M1, que consiste no papel-moeda em poder do público mais os depósitos bancários à vista. Os títulos incluem os ativos financeiros de longo prazo, as ações, os títulos públicos.

Uma taxa de juros baixa estimula a oferta de moeda a medida que muitos agentes econômicos optam pela liquidez. A preferência pela liquidez é explicada por Keynes por três motivos: (i) demanda para transação, ou seja, as operações comerciais que são realizadas, dependendo positivamente do nível de renda e tendo uma relação negativa com a taxa de juros, o incentivo para reduzir os saldos transacionais seria maior quanto mais alta fosse a taxa de juros; (ii) demanda por precaução, isto é, o desejo de segurança na forma de valor monetário em relação a algum imprevisto futuro, dependendo positivamente da renda e negativamente da taxa de juros; (iii) demanda especulativa, reter moeda com o propósito de obter maiores lucros no mercado especulativo (FROYEN, 2003).

Na visão keynesiana o investidor era estimulado a reter moeda em razão da incerteza sobre as taxas de juros futuras, como também pela relação entre as alterações das taxas de juros e os preços dos títulos. A especulação é norteadada pelas expectativas de mercado em relação as taxas de juros. A expectativa de

---

<sup>1</sup> John Maynard Keynes economista da primeira metade do século XX, defensor da intervenção do Estado na economia via incremento dos gastos públicos em momentos de crises econômicas, para retomada do crescimento, da renda e do emprego.

aumento das taxas de juros gera uma expectativa de queda nos preços dos títulos. Segundo FROYEN (2003):

Se houvesse a expectativa de que as taxas de juros fossem se alterar de forma a causar perdas de capital com os títulos, seria possível que essas perdas esperadas excedessem os ganhos com juros dos títulos, estimulando o investidor a reter moeda.

A moeda seria o ativo preferido dos investidores quanto mais baixa fosse a taxa de juros, para valores baixos de juros muitos investidores esperariam que esses juros fossem subir substancialmente no futuro, preferindo a moeda aos títulos.

Na visão moderna dos keynesianos políticas monetária e fiscal são consideradas necessárias para a estabilidade do crescimento da renda, mas julgam ser a política fiscal o instrumento mais eficiente para esse fim. Os keynesianos defendem a aplicação de políticas econômicas (mais a fiscal que a monetária) ativas, ou seja, intervencionistas, pois acreditam ser o setor privado instável demais para, sozinho, manter a busca pelo crescimento econômico e pela estabilidade dos preços. Os monetaristas acreditam que as políticas econômicas (com ênfase à monetária) não devem ser diretamente utilizadas para se intervir na economia, mas apenas criar algumas regras fixas de política, como por exemplo, a expansão da oferta de moeda, assim o setor privado se ajustaria e se estabilizaria.

Outra divergência é que os Keynesianos acreditam na possibilidade de se prever choques que atingirão a economia e projetar políticas para combatê-los, resultando em um desempenho econômico mais estável do que com regras fixas de política econômica.

## **2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL X O COMPORTAMENTO DA TAXA SELIC**

### **2.1 Metas de Inflação**

A implantação do plano real teve como objetivo último de política econômica a estabilização de preços. De 1994 em diante, dois tipos de políticas monetárias foram utilizadas como base para controle da inflação: uma política de âncora cambial, até início de 1999; e o regime de metas de inflação, após junho de 1999.

As metas de inflação foram estabelecidas para substituir a âncora cambial, sendo que o país abandonou a política de câmbio controlado e valorizado, que favorecia as importações, possibilitando que os produtos nacionais passassem a sofrer uma concorrência internacional maior, inibindo o aumento dos preços internos e adotou o regime de câmbio livre ou flexível, que deixa de cumprir essas funções.

Iniciou-se o processo de desvalorização cambial que refletiu numa pressão inflacionária com aumento dos custos dos produtos importados, levando o governo à adoção do sistema de metas. A taxa de juros passou, ao invés do câmbio, a funcionar como mecanismo de estabilização de preços.

O regime de metas de inflação foi adotado pela primeira vez na Nova Zelândia em 1990, desde então diversos outros países<sup>2</sup>, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento, têm utilizado esse sistema.

Alguns benefícios são apontados pelos economistas na adoção de um regime de metas de inflação: (i) países que o adotaram obtiveram queda na taxa de inflação e melhoras das expectativas quanto à mesma; (ii) as metas reduzem a variabilidade da inflação.

O regime de metas de inflação possui características essenciais, para atingir os benefícios citados deve estar acompanhado das seguintes regras: a) o governo deve anunciar uma meta numérica para a taxa de inflação; b) a política monetária deve ser usada como um instrumento central para o alcance da meta, utilizando-se ajuste na taxa de juros; c) as previsões de inflação devem ser

---

<sup>2</sup> Fazem parte do grupo de países que adotaram as metas: Reino Unido, Canadá, Austrália, Suécia, Finlândia, Brasil, Chile, México, Colômbia, Polônia, República Tcheca e África do Sul.

usadas como metas intermediárias; d) deve haver um aumento da transparência da política monetária; e) essa deve ser operada por um Banco Central relativamente independente no sentido operacional; f) a política monetária deve ter como objetivo somente o controle da inflação, sendo ignorados os efeitos sobre outras variáveis. (PORTUGAL, 2002).

No Brasil, o regime de metas de inflação foi instituído pelo decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999 que: “estabelece a sistemática de metas para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária” (BANCO CENTRAL, 1999). Esse sistema caracteriza-se pelo estabelecimento formal de metas e intervalos de tolerância para a taxa de inflação, em horizontes de tempo determinados. Outras vantagens são destacadas pelo Banco Central (BC) na adoção do sistema:

Redução da variância da inflação e do produto, como resultado da atuação da autoridade monetária frente a choques de curto prazo; substituição de forma eficiente, do modelo de metas cambiais ou monetárias como objetivos intermediários de política monetária; possibilidade de coordenação de expectativas - obtida a credibilidade as metas passam a funcionar como baliza para a formação de expectativas de inflação e a determinação de preços e salários; possibilidade de avaliação do desempenho da política monetária, tendo como parâmetro o cumprimento das metas. ( BC, RELATORIO ANUAL 1999).

A meta de inflação é fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e deve ser cumprida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central. O índice de preços relacionado às metas para a inflação é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)<sup>3</sup>, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

A fixação de uma meta anual, por um lado, estabilizaria as expectativas dos agentes econômicos e, por outro, sinalizaria a determinação do Banco Central de usar a taxa de juros para esfriar a demanda, garantindo a estabilidade dos preços.

Quando o Banco Central cumpre a meta determinada aumenta sua capacidade de influenciar as expectativas de inflação para o período seguinte,

---

<sup>3</sup> Pesquisa a evolução de preços da cesta de consumo das famílias com rendimentos entre 1 e 40 salários mínimos, o período de coleta é do primeiro ao último dia do mês de referência. Abrange as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, São Paulo, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Distrito Federal e o município de Goiânia.

passando o regime a ter maior credibilidade, ou seja, mais o mercado acredita que a meta possa ser atingida.

Se o BCB obtém sucesso no cumprimento das metas, é capaz de influenciar as expectativas de inflação no início de cada ano e; quando o BCB acumula reputação e sua meta perde credibilidade ao longo de um determinado ano, as expectativas de inflação do mercado tornam-se mais heterogêneas nesse ano.( Sicsú, 2002).

O instrumento de política monetária mais utilizado pelo Copom para controlar a inflação e atingir o cumprimento da meta fixada tem sido a taxa de juros Selic. Funciona da seguinte maneira: se as estimativas do IPCA (índice oficial da inflação) estiverem acima da meta central, o Copom aumenta a taxa de juros Selic para desaquecer a demanda e reprimir a alta de preços.

O quadro 1 representa o estabelecimento das metas para os respectivos anos de análise. Em 1999 foi fixada uma meta de 8% para o IPCA, com banda de 2% para mais ou para menos, tendo sido registrada uma taxa de inflação de 8,94% e, portanto, a meta foi cumprida dentro do intervalo de tolerância.

#### QUADRO 1 - Metas de Inflação

Ano	Meta CMN	Mudança CMN	Meta ajustada	IPCA efetivo	Tolerância	Cumprimento
1999	8%			8,94%	2,0p.p.	cumpriu(banda superior)
2000	6%			5,97%	2,0p.p.	cumpriu(meta central)
2001	4%			7,67%	2,0p.p.	não cumpriu
2002	3,50%			12,53%	2,0p.p.	não cumpriu
2003	3,25%	4%(1)	8,50%	9,30%	2,5p.p.	não cumpriu
2004	3,75%	5,5%(2)		7,60%	2,5p.p.	cumpriu(banda superior)
2005	4,50%		5,10%	5,69%	2,5p.p.	cumpriu(banda superior)

Fonte: Banco Central, dados organizados pelo autor.

(1) Meta alterada em junho de 2002.

(2) Meta alterada em junho de 2003.

A taxa de inflação foi diretamente afetada pela desvalorização cambial que se verificou no início de 1999, o comportamento do índice teve como principal fator de influência os preços dos bens e serviços administrados, esses preços são regulamentados e monitorados por órgãos governamentais e não pelas forças de mercado. São preços administrados por contratos aqueles com menor sensibilidade a fatores de oferta e demanda, cujos contratos são indexados aos índices gerais de preços e os reajustes são calculados com base na variação dos

IGPs<sup>4</sup>. Nesse conjunto de preços estão incluídos eletricidade, combustíveis, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto, botijão de gás. Esses preços representaram 3,3% do índice.

Em 2000 a meta central de 6% estabelecida foi cumprida sem a utilização da banda, com IPCA de 5,97% neste ano. Segundo o BC no boletim de 2000 os preços administrados contribuíram com mais da metade da variação do IPCA, o equivalente a 3,46%. As expectativas quanto a inflação contribuíram para o sucesso da meta de modo que esta havia sido alcançada no ano anterior.

Em 2001 a inflação atingiu 7,67%, situando-se acima do valor de 6%, que corresponde ao intervalo superior da meta inflacionária. As causas apontadas pelo Banco Central pelo descumprimento da meta se referem aos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira em 2001. No cenário externo: “a desaceleração da economia mundial, o contágio proveniente da crise Argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos produziram forte pressão de depreciação do real em 2001” (BC, CARTA 2002). No ambiente interno o índice foi pressionado pelo aumento significativo dos preços administrados por contrato, cujo mecanismo de indexação faz com que a inflação passada alimente a inflação futura, destacando-se as tarifas de energia elétrica, o país passou nesse período pela crise de energia (apagão).

Pelos cálculos do BC o efeito da depreciação cambial sobre o IPCA de 2001 foi de aproximadamente 2,9% da inflação. Já os preços administrados por contrato contribuíram com 1,7% e a inércia inflacionária oriunda do ano de 2000 contribuiu com 0,7%. A inflação dos preços livres excluindo o repasse cambial e a inércia foi de 2,4%.

Em 2002 a inflação registrada foi de 12,53%, acima dos 3,5% da meta central e do intervalo de tolerância de mais 2%. As razões apontadas pelo Banco Central foram: “a severa crise de confiança” na economia brasileira devido às incertezas do processo eleitoral e “um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais”.(BC, CARTA 2003).

Esses fatores resultaram numa fuga de capitais da economia doméstica que levou à depreciação cambial e à piora das expectativas inflacionárias, tendo

---

<sup>4</sup> Índice composto por preços mais sensíveis a fatores externos, como variações de preços no mercado internacional e desvalorizações da taxa de câmbio. Agrega um componente de contágio da inflação pela variação cambial.

forte impacto sobre a inflação, o que resultou no descumprimento da meta para o ano em questão.

A valorização do dólar pressionou os preços internos, tendo o BC estimado que seu efeito sobre a inflação representou 5,82% do índice. A evolução dos preços administrados por contrato contribuiu com 1,85% do total. Em virtude da crise de confiança na economia brasileira, as expectativas inflacionárias contribuíram com 1,65% e a inércia inflacionária vinda do ano anterior com 0,93% para o IPCA de 2002. A inflação dos preços livres excluindo o repasse cambial, as expectativas e a inércia foi de 2,28%.

Em 2003 houve alteração da meta pelo CMN de 3,25 para 4 pontos percentuais, a taxa de inflação alcançou 9,30% excedendo o limite superior do intervalo de tolerância de 2,5%. Nem mesmo a meta de 8,5% que havia sido ajustada pelo Banco Central foi cumprida.

O fator que mais pressionou a inflação em 2003 segundo o BC foi a inércia, decorrente da elevada inflação do período anterior, da forte deterioração das expectativas no segundo semestre de 2002 e da depreciação cambial. Esse componente inercial contribuiu com 5,9% do índice, o que equivale a mais de 60% da inflação.

Ao longo do ano reverteu-se o quadro anterior de crise de confiança que aliado aos sucessivos aumentos da taxa de juros Selic reconduziram a um maior fluxo de capital externo para a economia nacional, ocorrendo um processo de reversão da depreciação cambial. Como a taxa de câmbio apreciou-se no decorrer do ano, esta contribuiu para uma inflação menor em 2003, de -1,1%.

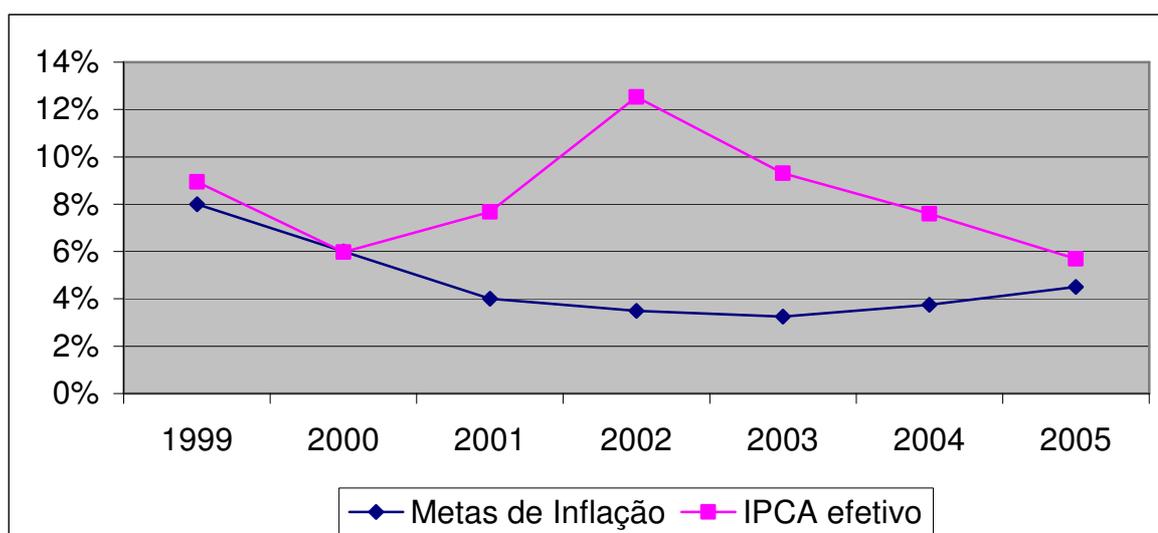
As expectativas inflacionárias exerceram influência significativa sobre os preços, com representação de 1,7% do total. A inflação dos preços livres excluídos repasse cambial, expectativas e inércia foi de 1,1%, enquanto os preços administrados por contrato exerceram sobre a inflação uma pressão maior, de 1,7%.

No ano de 2004 a meta passou de 3,75 para 5,5 pontos percentuais, registrando um IPCA de 7,60%, esta foi cumprida dentro da banda superior. A apreciação cambial e a oferta favorável dos produtos agrícolas foram fatores determinantes para menor variação dos preços em 2004. O repasse cambial representou -0,3% do índice, a inércia 0,3% e as expectativas 0,4%. Os preços

livres representaram 4,4% da inflação, enquanto os preços administrados por contrato 2,9%.

Em 2005 a meta de 4,5% foi ajustada pelo BC em 5,1%, a taxa de inflação foi de 5,69%, cumprida no intervalo superior e foi a menor inflação desde o estabelecimento do regime de metas. A participação dos preços livres e dos preços administrados tiveram praticamente o mesmo peso na composição do IPCA, sendo 3,4% e 3,3% respectivamente. A apreciação cambial teve papel fundamental para redução da inflação em 2005, contribuindo com  $-2,1\%$  da variação do índice, evidenciando que a taxa de câmbio constitui-se num mecanismo adicional de transmissão da política monetária. A inércia representou 0,8% e as expectativas 0,3%.

**GRÁFICO 6 – Metas de Inflação x IPCA efetivo**



Fonte: Banco Central, organizado pelo autor.

## 2.2 Taxa Selic

Taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, reflete o custo do dinheiro para empréstimos bancários com base na remuneração de títulos públicos. A taxa Selic regula diariamente as operações com títulos públicos, que são papéis lançados pelo governo no mercado aberto (open market) para captação de recursos privados para o setor público, podendo ser do Tesouro Nacional ou do Banco Central. Para o BC essa carteira de títulos objetiva o controle de liquidez da economia, quando vende títulos contrai os meios de

pagamento reduzindo a liquidez. Quando resgata os títulos injeta recursos no mercado e provoca uma expansão da liquidez na economia.

São títulos remunerados pela Selic: Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com rentabilidade definida pela média da taxa Selic, os prazos de resgate são definidos por ocasião de sua emissão e no resgate o investidor recebe o valor nominal acrescido do rendimento respectivo; Letra do Banco Central (LBC) é semelhante as LFTs, “tendo sua remuneração definida pela taxa média diária (overnight) do Selic” (ASSAF NETO, 2003).

A taxa é apurada no Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia):

obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas. (Banco Central).

A taxa Selic é fixada em reuniões do Copom em função principalmente do objetivo macroeconômico de cumprimento da meta inflacionária. Quando a inflação dá sinais de que vai aumentar ou quando as expectativas apontam para o descumprimento da meta, o Copom aumenta os juros, elevando o custo do capital o que reduz a demanda por bens e serviços. Como serve de parâmetro para as demais taxas de juros da economia influencia o nível de consumo, poupança e investimento.

Uma taxa elevada de juros afeta a decisão dos consumidores entre consumir e poupar, juros altos estimulam o aumento da poupança e a redução do consumo. Também afeta na disposição de adquirir um bem a prazo, as prestações tornam-se mais caras e o custo de tomar recursos na forma de empréstimos e financiamentos aumenta, diminuindo o poder de compra no presente. Uma taxa de juros baixa incentiva o consumo e desestimula a poupança, os incentivos para poupar (juros) são menores e o crédito fica mais barato, aumentando o poder de compra no presente.

No âmbito empresarial as taxas de juros interferem nas decisões de investimento sendo inversamente proporcional, quanto mais elevados os juros menos os empresários estão dispostos a investir. Primeiro, porque o custo de emprestar o recurso fica mais alto, e segundo, se dispuser do recurso pode ser mais atraente e vantajoso aplicá-lo no mercado financeiro ou em títulos do que na

atividade produtiva. Juros baixos incentivam investimentos pelo menor custo de obtenção dos recursos, quanto menor for a taxa de juros maior será a lucratividade de um projeto de investimento e menor a rentabilidade de aplicações financeiras.

Segundo ASSAF NETO (2003) para a atividade empresarial “a taxa de juros reflete, em essência, o custo de oportunidade de seu capital passivo, ou o preço a ser pago pelos recursos tomados emprestados”. Uma alternativa de investimento só será aceita quando seu retorno esperado for maior que o custo (juros) das fontes de capital.

A taxa Selic influencia também o comportamento do câmbio, a taxa de câmbio é afetada pelo fluxo de capital financeiro externo que os juros básicos atraem para o país. Quanto maior o volume de dólares que entram no mercado interno atraídos pelos juros, maior a sua oferta e conseqüentemente a taxa de câmbio tende a se valorizar. Uma elevada taxa real<sup>5</sup> de juros capta mais recursos externos e pressiona a valorização cambial.

A taxa básica de juros exerce um papel relevante para o governo por causa da dívida pública interna. A medida que a Selic sobe o custo de rolagem da dívida interna indexada a essa taxa aumenta, pressionando o déficit público e, por conseqüência, a própria dívida interna. Uma taxa elevada encarece e aumenta o serviço da dívida, sendo maior a despesa financeira paga pelo governo a seus credores. A parcela da dívida pública indexada ao dólar passa por variação conforme a taxa de câmbio, a desvalorização cambial promove elevação dessa dívida da mesma forma que a valorização cambial a reduz.

#### **QUADRO 2 – Taxa Selic média anual**

<b>Ano</b>	<b>Selic média anual</b>
1999	23,02%
2000	17,25%
2001	17,55%
2002	19,38%
2003	22,76%
2004	16,43%
2005	19,14%

Fonte: Banco Central, dados calculados pelo autor.

<sup>5</sup> É a taxa de juros descontada a inflação.

O quadro 2 representa a média anual da taxa Selic nos respectivos anos que estão sendo analisados. A média adotada foi a média geométrica para não haver distorções devido a grandes variações ocorridas na taxa em alguns períodos específicos de crise.

Em 1999 o país enfrentou reflexos da crise russa e passou por uma mudança cambial que resultou na depreciação da moeda. A taxa Selic teve um grande salto no início desse ano, passou de 25 para 45 % a.a.; devido à maior percepção de risco nas economias emergentes e ao ajuste pelo qual passava a economia nacional, o país tentava evitar, com juros elevados, a fuga em massa de capitais que provocava tal desvalorização. No decorrer do ano a taxa caiu sistematicamente encerrando em 19% a.a. em dezembro, a média foi de 23,02%.

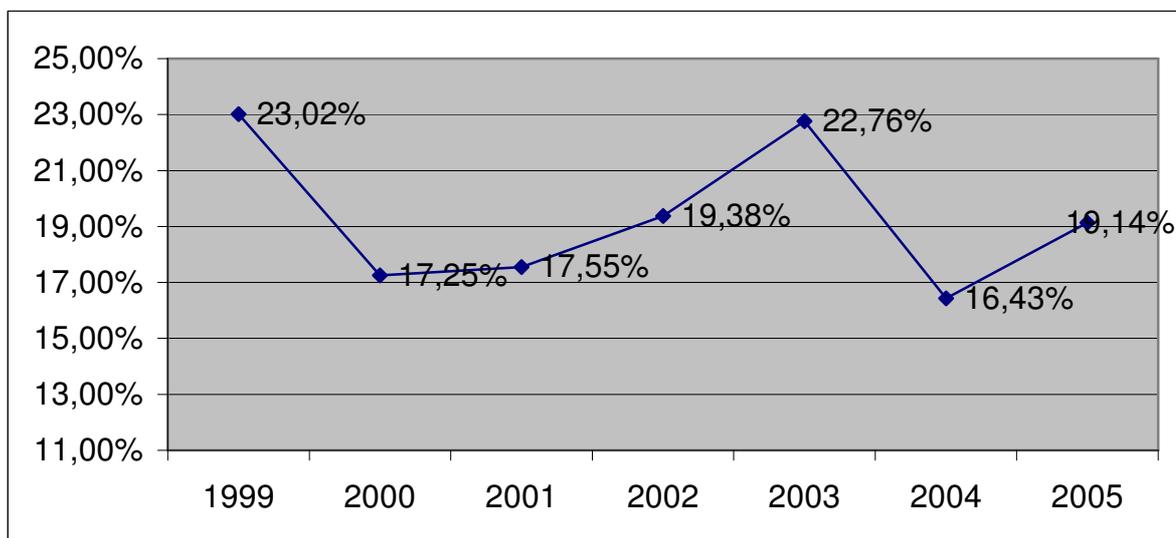
No início de 2000 o Banco Central manteve-se cauteloso, mas conforme as expectativas de inflação apontavam para o cumprimento da meta, a taxa de juros foi sendo reduzida pelo Copom e atingiu 15,75% no final do ano, registrando uma média de 17,25%.

Em janeiro de 2001 a taxa foi fixada em 15,25% a.a. passando por sucessivos aumentos até chegar em 19% a.a. em julho e mantendo-se assim até dezembro. Segundo o BC na Carta de 2002 sua atuação no sentido de maior restrição da política monetária ocorreu pelo “conjunto de choques sofrido pela economia brasileira em 2001” que gerou maior depreciação cambial. A taxa de câmbio foi afetada pelo agravamento da crise Argentina, perspectiva de desaquecimento da economia mundial, ataques terroristas nos Estados Unidos e pela crise energética no país. Esse cenário de incertezas e as maiores expectativas da inflação não se situar dentro da meta determinou o aumento dos juros, a média foi de 17,55%, encerrando o ano em 19%.

Em 2002 a taxa passou por uma modesta redução de 1% nos oito primeiros meses do ano, situando-se em 18% a.a. em agosto. No entanto, em setembro o cenário interno foi agravado pela crise de confiança gerada pelo processo eleitoral e a taxa de câmbio depreciou-se significativamente. As expectativas quanto ao cumprimento da meta deterioraram-se e houve aumento das projeções de “forte deterioração das expectativas de mercado para a inflação de 2003” ( BC, CARTA 2003), o que levou ao aumento contínuo da taxa Selic até 25% a.a. em dezembro, com uma média anual de 19,38%. A justificativa dada pelo BC na Carta de 2003 para elevação da taxa de juros foi que teve como

objetivo “inibir os reajustes de preços, contribuir para coordenação das expectativas, impedir que a deterioração das expectativas se auto-realizasse e evitar a propagação dos choques de oferta”.

**GRÁFICO 7 – Taxa Selic Média anual**



Fonte: Banco Central, organizado pelo autor.

No início de 2003 o cenário de incertezas persistia e o BC atuou para reverter esse quadro e convergir às projeções de inflação para as metas estabelecidas. Pautado nesses objetivos o Copom manteve a restrição da política monetária elevando a taxa de juros para 26,5% a.a., esse valor permaneceu até junho. O que justificou o aumento da taxa básica de juros e sua manutenção em patamares elevadíssimos foi a permanência das expectativas de inflação acima da meta, tendo como reflexo no primeiro semestre o declínio da taxa de câmbio.

O Copom iniciou processo de redução gradativa da taxa Selic a partir de junho, que atingiu 16,5% a.a. em dezembro, e média de 22,76%. Segundo o BC na carta 2004 a flexibilização da política monetária foi possível pela reversão das expectativas para as metas, demanda agregada reprimida e uma relativa apreciação cambial.

Em 2004 a taxa Selic teve leve queda de 0,5% no primeiro semestre situando-se em 16% a.a. até setembro, quando retomou sua ascensão e alcançou 17,75% a.a. em dezembro, com média de 16,43% no ano. As expectativas de inflação convergiam para a meta, o cenário externo era favorável em ritmo de

crescimento econômico mundial e a taxa de câmbio seguia em apreciação, no entanto, o BC manteve cautela na condução da política monetária.

O ano de 2005 iniciou com sucessivos aumentos da taxa Selic que atingiu 19,75% a.a. em agosto, passando por redução gradativa nos meses seguintes e encerrando em 18% a.a., com média anual de 19,14%. A postura restritiva da política monetária foi justificada pelo Copom devido ao crescimento das expectativas inflacionárias e ao maior risco da taxa de inflação não convergir para a meta. A partir de setembro a política monetária passou a ser flexibilizada com cautela baseada no fundamento de queda dos indicadores de inflação, melhora da percepção e convergência da inflação para a trajetória de metas.

### 3 DINÂMICA E COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO

O déficit público pode ser definido como o excesso de gastos governamentais sobre a arrecadação, ocorrendo déficit nas finanças públicas quando as despesas são superiores à arrecadação. O déficit não é considerado sinônimo de dívida por também poder ser financiado pela elevação dos tributos ou emissão de moeda (senhoriagem), a dívida é uma das alternativas de financiamento do déficit público.

Segundo LANZANA (2002) financiar o déficit via emissão monetária oferece a vantagem de não gerar déficits futuros e nem pressionar diretamente a taxa básica de juros da economia, por outro lado tem a desvantagem de gerar pressões inflacionárias pelo excesso de moeda no mercado. Financiando o déficit via colocação de títulos junto ao público o governo evita as pressões inflacionárias, mas eleva o seu endividamento, o que pressionará o próprio déficit no futuro e também a taxa de juros, para viabilizar a aceitação desses títulos pelo mercado, devido ao maior risco que uma dívida mais elevada oferece.

Segundo REZENDE (1983) a dívida pública, no seu conceito mais amplo, é o resultado das operações de crédito realizadas pelos órgãos do setor público a fim de antecipar a receita orçamentária, atender desequilíbrios orçamentários, financiar obras e serviços públicos e executar operações destinadas aos objetivos da política monetária.

A dívida pública pode ser classificada segundo tais critérios: (i) prazos de amortização, podendo ser dívida de curto prazo ou fluutuante quando o período de amortização ou resgate não ultrapassar 12 meses; e dívida de médio e longo prazos, ou fundada, quando superior a 12 meses; (ii) origem dos recursos, tendo-se a dívida interna, com recursos obtidos no país e a externa, com recursos externos; (iii) base de empréstimo, ou seja, se a dívida foi contraída mediante emissão e colocação de títulos públicos ou assinatura de um contrato; (iv) tipo de responsabilidade do órgão público, a dívida classifica-se em direta, no qual o tomador é o responsável direto e único pela dívida e em garantida, com um responsável indireto como avalista (REZENDE, 1983).

O perfil da dívida pública, quanto aos prazos de vencimento (curto, médio ou longo) e quanto a taxa de juros (pré-fixada ou pós-fixada), são de extrema importância para que um governo não tenha problemas na rolagem da dívida. No

Brasil, normalmente predominam títulos com prazos de vencimento de alguns meses, no máximo um ou dois anos, com remuneração pós-fixada seguindo a variação da taxa Selic. Conforme a metodologia de cálculo do Tesouro Nacional, o prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna era, ao final de 2005, de 27,5 meses segundo relatório anual da dívida pública de 2005. A preferência por títulos pós-fixados ocorre em função do alto custo de oportunidade, para o investidor, de assumir riscos em aplicações referidas a títulos pré-fixados, devido a elevada taxa real de juros básica. Um fator que influencia no perfil da dívida brasileira está ligado à questão da credibilidade, na confiança do mercado em relação à capacidade do governo honrar seus compromissos.

A credibilidade na política monetária é fundamental para o governo administrar sua dívida e melhorar o perfil da mesma, isso envolve o alongamento da dívida (aumento no prazo médio de resgate) e sua composição, reduzindo a indexação em títulos pós-fixados para utilizar mais os títulos pré-fixados e os indexados aos índices de preços. Os papéis pré-fixados são considerados como melhor tipo de dívida porque o governo define antecipadamente quanto vai pagar de juros, não ficando vulnerável às variações da taxa Selic. Quanto aos índices de preços, os títulos seguem a variação da inflação: se ela cai, a dívida sobe menos.

Os principais indexadores da dívida pública brasileira são os seguintes: índice de preços, câmbio, taxa Selic e pré-fixada. Segundo Mendonça (2005) os títulos indexados ao índice de preços oferecem as vantagens de sinalizar compromisso com inflação baixa e permite alongamento; a desvantagem é do Estado absorver o risco da inflação. Os vinculados ao câmbio fornecem hedge, evitando aumento da procura de dólares e permite alongamento; em contrapartida o Estado absorve o risco do câmbio. Os indexados a taxa Selic permitem alongamento, porém têm a desvantagem da política monetária contaminar a política fiscal, pois quanto mais elevada a taxa Selic para controlar as pressões inflacionárias, maior a conta de juros dos títulos da dívida e maior o déficit nominal que precisará ser compensado por um amplo esforço de contenção de despesas ou aumento de receitas do governo. A vantagem dos pré-fixados é isolar a política fiscal dos choques de oferta, monetários e externos, tornando a política monetária mais eficaz; mas existe a dificuldade de alongamento.

### 3.1 Dívida Líquida do Setor Público

A dívida líquida do setor público (DLSP) corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não-financeiro e o resto do mundo. O saldo líquido é o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro e do Banco Central.

Considera-se para o cálculo da dívida líquida todas as instâncias do setor público, exceto as instituições financeiras. Destacam-se as administrações diretas federal, estaduais e municipais, o sistema público de previdência social, o Banco central e as empresas estatais não-financeiras das três esferas administrativas.

**TABELA 1-** Dívida líquida do setor público entre 1999-2005

<b>Anos</b>	<b>Dívida líquida total (em R\$ milhões)</b>	<b>em % do PIB</b>
1999	516 578	48,7
2000	563 163	48,8
2001	660 867	52,6
2002	881 108	55,5
2003	913 415	52,7
2004	956 996	51,7
2005	1 002 485	51,6

Fonte: Banco Central, dados organizados pelo autor.

A dívida líquida do setor público praticamente dobrou no período analisado, registrou elevação de 94% no valor de 1999 (516 578 R\$ milhões) para o de 2005 (1 002 485 R\$ milhões). Em relação ao PIB<sup>6</sup> (produto interno bruto) variou menos de 3 p.p., passando de 48,7% em 1999 para 51,6% do PIB em 2005. A relação entre a dívida e o PIB não é demasiadamente alta no Brasil se comparada ao índice de países desenvolvidos, como por exemplo o Japão, em que essa relação supera 100%. Contudo, levando-se em consideração o fato do Brasil ser um país em desenvolvimento, muitos investidores encararem o país com desconfiança e o nível de poupança interna do país ser baixo (o contrário da poupança interna japonesa), esse índice de 51,6% é considerado elevado. Isso resulta numa dívida difícil de pagar e cara, visto que, como citado anteriormente, o vencimento dos

<sup>6</sup> Corresponde a soma dos valores agregados de todos os bens e serviços finais produzidos dentro do território econômico de um país, num determinado período de tempo, em geral, um ano.

títulos concentram-se no curto prazo e predominantemente indexados à taxa pós-fixada (Selic).

A DLSP ultrapassou a cifra de um trilhão no final de 2005, houve um impacto expansionista na relação dívida/PIB de 8,1 p.p. relativo à apropriação de juros nominais, totalizando 157,147 bilhões de reais de juros segundo o BC<sup>7</sup>. Por outro lado, houve impactos contracionistas de 4,8 p.p. associado ao superávit primário<sup>8</sup>, 2,4 p.p. relativo ao efeito do crescimento do PIB e 0,9 p.p. devido à valorização cambial.

### 3.2 Dívida Mobiliária Federal e sua composição

A dívida mobiliária para o governo central corresponde ao total dos títulos públicos federais fora do Banco Central, incluindo, além de títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central. Como se trata de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional pertencentes à carteira do BC não estão incluídos.

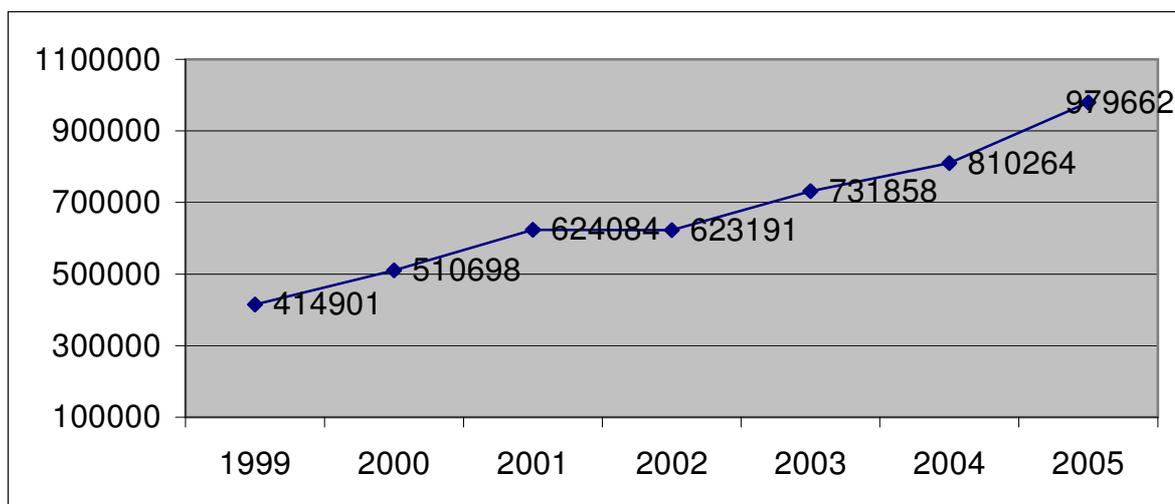
**TABELA 2-** Dívida mobiliária federal entre 1999-2005

<b>Anos</b>	<b>Dívida fora do Banco Central (em R\$ milhões)</b>	<b>em % do PIB</b>
1999	414 901	39,7
2000	510 698	45,3
2001	624 084	49,6
2002	623 191	39,3
2003	731 858	45,8
2004	810 264	43,8
2005	979 662	50,4

Fonte: Banco Central, dados organizados pelo autor.

<sup>7</sup> Conforme Boletim anual 2005, seção finanças públicas.

<sup>8</sup> Economia de receitas menos despesas do governo, exceto gastos com juros, para pagamento de juros da dívida.

**GRÁFICO 8** – Evolução da dívida mobiliária federal entre 1999-2005.

Fonte: Banco Central, organizado pelo autor.

A dívida mobiliária federal cresceu 136% em termos nominais de 1999 a 2005, evoluindo de R\$ 414,9 para 979,7 bilhões de reais. Em relação ao PIB também houve avanço significativo, variou de 39,7 p.p. para 50,4 p.p. respectivamente.

**QUADRO 3** - Composição da dívida mobiliária federal

Fim de período	Dívida fora do Bacen (R\$ milhões)	Índices de correção (participação em %)					Total
		Câmbio	TR	Índices de preços	Over/Selic	Pré-fixado	
1999 dez.	414 901	24,2	3,0	2,4	61,1	9,2	100,0
2000 dez.	510 698	22,3	4,7	5,9	52,2	14,8	100,0
2001 dez.	624 084	28,6	3,8	7,0	52,8	7,8	100,0
2002 dez.	623 191	22,4	2,1	12,5	60,8	2,2	100,0
2003 dez.	731 858	10,8	1,8	13,5	61,4	12,5	100,0
2004 dez.	810 264	5,2	2,7	14,9	57,1	20,1	100,0
2005 dez.	979 662	2,7	2,1	15,5	51,8	27,9	100,0

Fonte: Banco Central, dados organizados pelo autor.

Analisando a composição da dívida mobiliária federal foi verificada a predominância dos títulos indexados à taxa Selic em todos os períodos. A queda de dezembro de 1999 para dezembro de 2000 na participação dos títulos indexados ao over/Selic, que passou de 61,1% do total para 52,2%, ocorreu segundo o BC devido aos resgates líquidos de Letras do Banco Central (LBC). No entanto, pode-se relacionar que essa queda acompanhou a redução da taxa Selic que variou de 23,02% na média anual de 1999 para 17,25% na média de 2000,

como demonstra o QUADRO 2 da página 28. Em contrapartida, a participação dos títulos pré-fixados elevou-se de 9,2% para 14,8% em decorrência das emissões líquidas de Letras do Tesouro Nacional (LTNs). Quando no mercado há a expectativa de queda da taxa de juros e a efetiva redução da mesma, os bancos e investidores tendem a aumentar a demanda por títulos pré-fixados. Em períodos em que cresce a incerteza e a volatilidade dos juros, a demanda por esses títulos tende a diminuir.

Na comparação de 2000 com 2001 os títulos indexados ao over/Selic variaram pouco, de 52,2% do total para 52,8%, enquanto a Selic média passou de 17,25% para 17,55%. Os pré-fixados perderam participação, caindo de 14,8% para 7,8% devido aos resgates líquidos de LTN e à expectativa de aumento da taxa básica de juros. Os títulos vinculados ao câmbio tiveram destaque elevando sua participação de 22,3% para 28,6%, como reflexo da depreciação cambial e das emissões líquidas de NBCE.

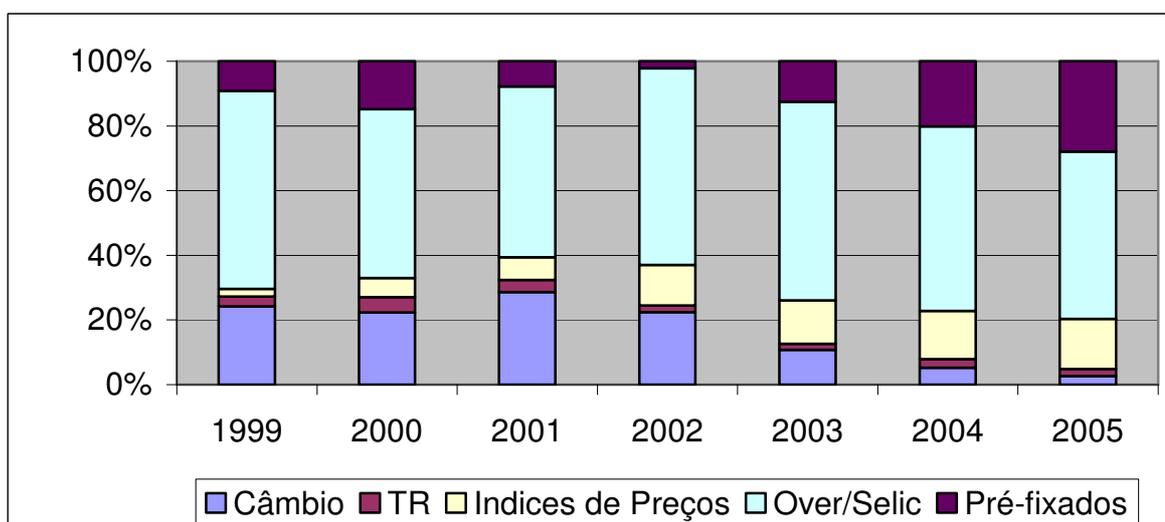
De dezembro de 2001 para dezembro de 2002 a participação dos títulos indexados ao over/Selic elevou-se de 52,8% para 60,8% e a Selic média variou de 17,55% para 19,38%. Os títulos pré-fixados recuaram de 7,8% do total para 2,2%, resultado da crise de confiança pela qual passou a economia brasileira no final de 2002 e da incerteza sobre o rumo de política econômica que seria seguido. Também houve redução dos títulos vinculados ao câmbio (de 28,6% para 22,4%). O que chama a atenção neste ano é a queda no valor da dívida, que era R\$624,08 bilhões e caiu para R\$623,19 bilhões, havendo queda em relação ao PIB de quase 10 p.p. ( de 49,6% para 39,3%). Segundo o BC, esse resultado foi possível em virtude de resgates líquidos no mercado primário e do superávit fiscal registrado, que ocorreu devido à expansão das receitas com arrecadação, representando crescimento nominal de quase 20%.

A participação dos títulos indexados ao over/Selic elevou-se de 60,8%, em dezembro de 2002, para 61,4%, em dezembro de 2003, enquanto a Selic média subiu para 22,76% em 2003 contra uma média de 19,38% em 2002. Os títulos pré-fixados tiveram alta expressiva de 2,2% para 12,5% do total da dívida, devido às emissões líquidas de LTN. Os vinculados ao câmbio recuaram de 22,4% para 10,8%, como reflexo da apreciação do real perante o dólar e resgates de NBCE. Apesar da significativa elevação da média da taxa de juros, os títulos pré-fixados aumentaram bastante na composição da dívida, isso é explicado pela expectativa

de queda da taxa básica de juros que o mercado projetava, e pela redução sistemática da mesma no decorrer do segundo semestre de 2003.

Ocorreu queda na participação dos títulos indexados ao over/Selic de 61,4% para 57,1%, em dezembro de 2004, refletindo resgates líquidos de LFTs. Na mesma direção seguiu a Selic média, reduzida para 16,43% no ano de 2004. Os pré-fixados saltaram de 12,5% para 20,1%, evidenciando a tendência de que quando a taxa básica diminui a demanda por títulos pré-fixados aumenta e os com indexação na Selic perdem participação. A parcela dos títulos vinculados ao câmbio recuou de 10,8% para 5,2% devido à apreciação cambial e aos resgates de NBCE.

**GRÁFICO 9** – Composição da Dívida Mobiliária Federal de 1999-2005



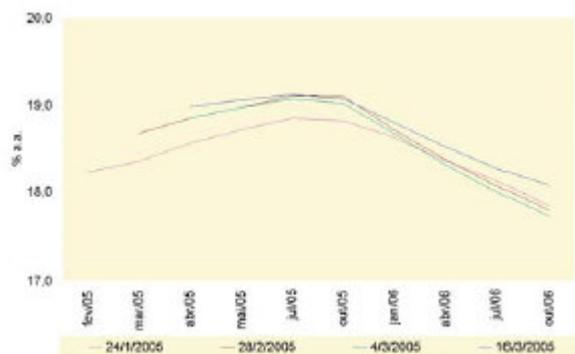
Fonte: Banco Central, organizado pelo autor.

O ano de 2005 apresentou resultados distintos dos verificados nos anos anteriores na relação de participação dos títulos indexados à Selic e dos pré-fixados com a variação da taxa básica média anual. Os vinculados ao over/Selic caíram de 57,1% para 51,8%, em valores, houve resgate líquido de 30,6 bilhões de reais, enquanto os pré-fixados elevaram-se de 20,1% para 27,9%, crescimento de mais de 38% de participação apesar do aumento da Selic média que saltou de 16,43% em 2004 para 19,14% em 2005. O fator explicativo para esse cenário é que o mercado mantinha expectativas de queda da taxa de juros a partir do terceiro trimestre de 2005 como de fato aconteceu. A curva de juros apresentava inclinação negativa como consta no relatório anual da dívida pública de 2005, e os

fundamentos macroeconômicos confirmaram as condições para flexibilização, ainda que cautelosa, da política monetária.

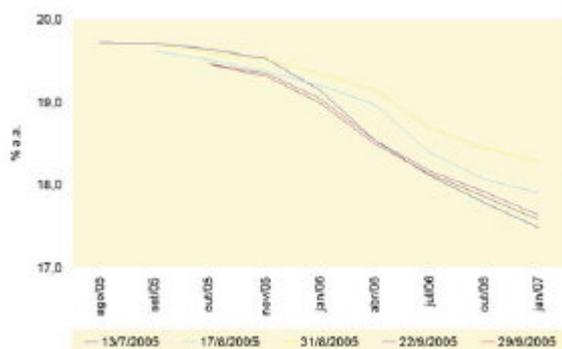
## GRÁFICO 10 – Curvas de juros

*Curva de Juros – 1º Trimestre*



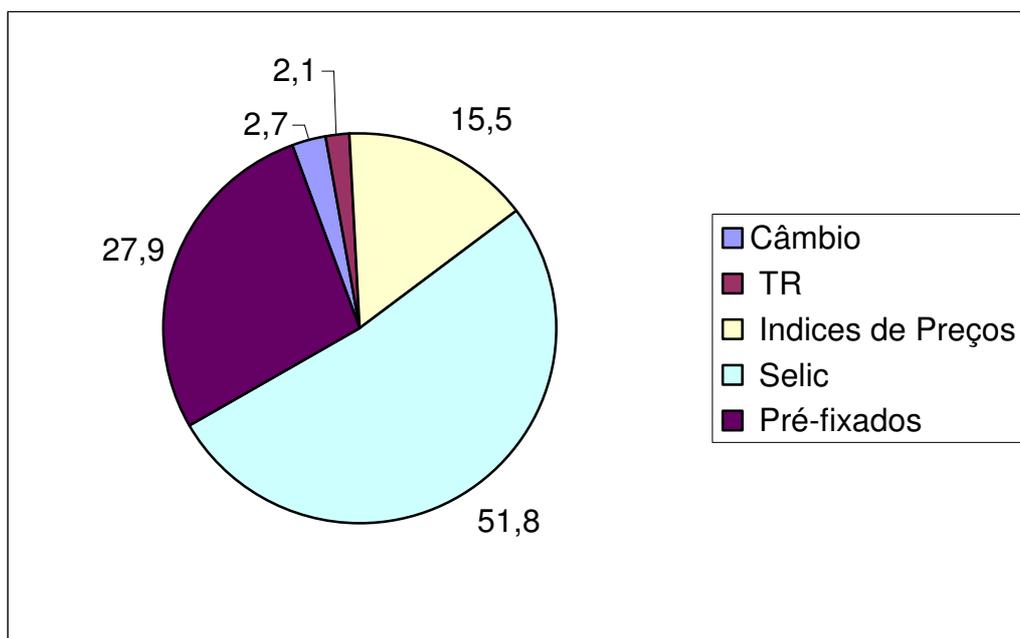
Fonte: BM&F

*Curva de Juros – 3º Trimestre*



Fonte: BM&F

Mantendo a queda observada em 2003 e 2004, a participação da dívida cambial passou de 5,2% para 2,7% do total da dívida mobiliária em 2005, concorreu para isso a manutenção da política de não emissão de títulos atrelados ao câmbio e apreciação cambial acima das estimativas. A exposição cambial do governo declinou devido à estratégia de não emissão de títulos cambiais e aos resgates executados.

**GRÁFICO 11** – Composição da dívida mobiliária federal em dezembro de 2005

Fonte: Banco Central, organizado pelo autor.

O cenário de 2005 demonstrou um avanço na composição da dívida mobiliária federal em comparação aos anos anteriores, com crescimento de participação dos pré-fixados e redução dos indexados à Selic, porém a participação dos vinculados ao over/Selic permanece elevada, mais da metade da dívida, o que mantém a política monetária vulnerável às expectativas de mercado. Quando a tendência for de alta da taxa de juros, seja pela inflação distanciar-se da meta ou pelos investidores exigirem uma remuneração mais elevada para adquirirem títulos da dívida pelo maior risco percebido, a migração para os títulos remunerados pela Selic tende a ocorrer e os pré-fixados tendem a perder participação, retornando a uma situação de maior vulnerabilidade.

## 4 CONCLUSÃO

As autoridades monetárias brasileiras concentraram-se em praticar no período de 1999 a 2005 uma política econômica de base monetarista, regulando a liquidez do mercado utilizando como principal instrumento a taxa de juros Selic, tendo em vista o cumprimento das metas de inflação. O sistema de metas inflacionárias é altamente influenciado pelas expectativas que o mesmo gera, tendo maior credibilidade quando a meta anterior é cumprida. Se as expectativas apontam para o não cumprimento da meta e o índice de preços segue em alta, a taxa de juros é elevada para controle do nível de preços.

Esse movimento produz efeitos na composição da dívida pública, à medida que as expectativas são de aumento dos juros, os títulos indexados ao over/Selic são preferidos pelos investidores que estão no mercado em busca de rentabilidade crescente, incrementando a participação desses títulos no total da dívida com efeito inverso para os pré-fixados.

A relação dívida/PIB considerando a dívida líquida total encerrou 2005 em 51,6%, patamar que dificulta uma redução expressiva da taxa de juros, constatando-se que o menor índice de juros no período abrangido foi de 15,25% a.a., isso porque o mercado exige como prêmio de risco uma rentabilidade maior para financiamento da dívida pública por considerá-la elevada.

As alternativas para redução e melhora da relação dívida/PIB dependem de esforço fiscal para geração de maior superávit primário, que possa ser abatido no total da dívida, ou maior índice de crescimento econômico, com um denominador (PIB) maior, a relação com a dívida diminuiria desde que esta não aumentasse na mesma proporção.

A melhora do perfil da dívida tem sido um objetivo constante em sua administração pelo Tesouro Nacional, com ênfase no alongamento do prazo de vencimento, ampliação da base de investidores e melhora da composição da dívida, tendo como propósito elevar a participação dos títulos pré-fixados e dos remunerados a índice de preços e reduzir a participação dos títulos indexados à taxa Selic e aos vinculados à variação cambial.

Os resultados alcançados na composição da dívida mobiliária federal foram positivos no período analisado, com exceção do ano de 2002, quando houve queda expressiva na participação dos pré-fixados para apenas 2,2% do total e

elevação dos títulos indexados à Selic para 60,8%, resultado da crise de confiança em decorrência do período eleitoral, das dúvidas em relação a política econômica que seria aplicada pelo novo governo e das expectativas quanto ao comportamento da taxa de juros que sinalizava tendência de alta.

No período de estudo, o melhor resultado na composição da dívida mobiliária federal foi alcançado no ano de 2005, com avanço na participação dos pré-fixados para 27,9% do total e dos vinculados a índice de preços para 15,5%, enquanto os títulos cambiais representaram apenas 2,7%, reduzindo a exposição da dívida à variação cambial e diminuindo a vulnerabilidade externa. Os títulos indexados à taxa Selic perderam participação caindo para 51,8%, no entanto, ainda permanece elevado esse índice de indexação, o que se reflete num alto custo fiscal da dívida.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL. **Atas do Copom**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM116>>. Acesso em: 22 abr. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel1999cap1p.pdf> >. Acesso em: 4 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel1999cap4p.pdf>>. Acesso em: 6 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2000/rel2000cap1p.pdf>>. Acesso em: 4 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2000/rel2000cap4p.pdf>>. Acesso em: 6 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2001/rel2001cap1p.pdf> >. Acesso em: 11 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2001/rel2001cap4p.pdf>>. Acesso em: 13 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2002/rel2002cap1p.pdf>>. Acesso em: 11 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2002/rel2002cap4p.pdf>>. Acesso em: 13 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2003/rel2003cap1p.pdf>>. Acesso em: 11 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2003/rel2003cap4p.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2004/rel2004cap1p.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2004/rel2004cap4p.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap1p.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Boletim do BC**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap4p.pdf>>. Acesso em: 27 mai. 2006.

BANCO CENTRAL. **Carta Aberta**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>>. Acesso em: 11 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Carta Aberta**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>>. Acesso em: 11 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Carta Aberta**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/img/noticias/carta2004.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Relatório de Inflação março 2005**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/03/ri200503c2p.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Relatório de Inflação junho 2005**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/06/ri200506c2p.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Relatório de Inflação setembro 2005**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/09/ri200509c2p.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2006.

BANCO CENTRAL. **Relatório de Inflação dezembro 2005**. Disponível em:  
<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2005/12/ri200512c2p.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2006.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**. 11. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Atlas, 1982.

LANZANA, A. E. T. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MENDONÇA, F. **A dívida pública brasileira**. Brasília: Plenarium, 2005.

PORTUGAL, M. S.; SILVA, M. E. A. **A recente experiência brasileira com metas de inflação**: uma avaliação preliminar. Disponível em: <[http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2002\\_04.pdf](http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2002_04.pdf)>. Acesso em: 8 abr. 2006.

REZENDE, F. **Finanças públicas**. São Paulo: Atlas, 1983.

ROSSETTI, J. P. **Introdução à economia**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

SANDRONI, P. **Novíssimo dicionário de economia**. 11. ed. São Paulo: Best Seller, 2002.

SICSU, J. **Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação**: uma análise preliminar do caso brasileiro. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/expectativas\\_inflacionarias\\_no\\_regime.pdf#search=%22expectativas%20inflacionarias%20no%20regime%20de%20metas%20de%20infla%C3%A7%C3%A3o%3A%20uma%20an%C3%A1lise%20do%20caso%20brasileiro%22](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/expectativas_inflacionarias_no_regime.pdf#search=%22expectativas%20inflacionarias%20no%20regime%20de%20metas%20de%20infla%C3%A7%C3%A3o%3A%20uma%20an%C3%A1lise%20do%20caso%20brasileiro%22)> Acesso em: 8 abr. 2006.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Anual da dívida pública 2005**. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/Relatorio\\_Divida\\_2005.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/Relatorio_Divida_2005.pdf)>. Acesso em: 8 jul. 2006.