

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS-UFAL  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE-FEAC  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

SAMUEL SANTOS DE OLIVEIRA

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E SUAS IMPLICAÇÕES SOBRE A  
DÍVIDA PÚBLICA.

SANTANA DO IPANEMA/AL

2017

SAMUEL SANTOS DE OLIVEIRA

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E SUAS IMPLICAÇÕES SOBRE A  
DÍVIDA PÚBLICA.

Trabalho de Conclusão apresentado ao curso de economia da Universidade Federal de Alagoas como parte do requisito para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Cristiano da Silva Santos

SANTANA DO IPANEMA/AL

2017

**Catálogo na fonte**  
**Universidade Federal de Alagoas**  
**Biblioteca Polo Santana do Ipanema**  
**Responsável: Tatiana Beatriz L. de Alcântara**

O48r      Oliveira, Samuel Santos de.  
            O regime de metas de inflação no Brasil e suas implicações sobre a dívida pública / Samuel Santos de Oliveira..  
  
            50f.:Il.  
  
            Orientadora: Prof. Dr Cristiano da Silva Santos.  
            Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências Econômicas)-  
Universidade Federal de Alagoas. Unidade Santana do Ipanema. Curso de  
Ciências Econômicas. Santana do Ipanema, 2017.  
  
            Bibliografia: f.48-50.  
  
            1.Regime de metas de inflação. 2. Dívida pública. 3. Taxa de juros  
Over/Selic I. Título

CDU:330

## Folha de Aprovação

SAMUEL SANTOS DE OLIVEIRA

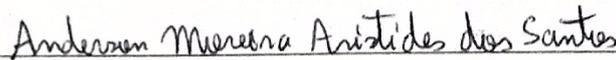
(O Regime de Metas de Inflação no Brasil e suas implicações sobre a dívida pública /  
Trabalho de Conclusão do Curso de Economia, da Universidade Federal de Alagoas)

Trabalho de conclusão de curso submetido ao  
corpo docente do curso de economia da  
Universidade Federal de Alagoas, e aprovado  
em 31 de maio de 2017.

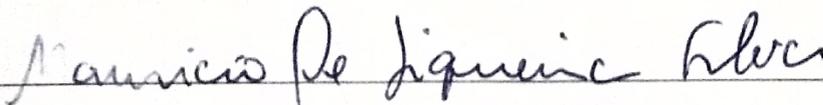


(Doutor, Cristiano da Silva Santos, UFAL) (Orientador)

### Banca Examinadora:



(Doutor, Anderson Moreira Aristides dos Santos, UFAL) (Examinador Interno)



(Mestre, Mauricio de Siqueira Silva, UFAL) (Examinador Interno)

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. Orientador Cristiano da Silva Santos, por todo o apoio, incentivo e acima de tudo disponibilidade incondicional.

A minha família, pelo o incentivo e confiança em todos os momentos da minha vida.

Aos amigos e companheiros de graduação.

A todos os professores do Curso, pela dedicação.

## RESUMO

O presente trabalho busca analisar a existência de uma relação entre o Regime de Metas de Inflação (RMI), uma política monetária que consiste em atacar a inflação gerada por pressões na demanda por meio da taxa de juros, seu principal instrumento de atuação. O RMI foi implantado no Brasil em junho de 1999. Através de uma apresentação da literatura existente sobre o tema no Brasil e análise de dados secundários, elaboração de gráficos e um modelo econométrico de MQO foi possível chegar à conclusão que existe uma relação entre o RMI e a dívida pública, de modo que uma elevação na taxa de juros no RMI está associada ao aumento do nível de endividamento.

**Palavras-chave:** Regime de Metas de Inflação, Dívida Pública, Taxa de juros Over/Selic.

## **ABSTRACT**

The present work seeks to analyze the existence of a relationship between the Inflation Target Regime, a monetary policy that consists of attacking the inflation generated by demand pressures through the interest rate, its main instrument of action. The ITR was implemented in Brazil in June 1999. Through a presentation of the existing literature on the subject in Brazil and analysis of secondary data, graphing and an econometric model of OLS, it was possible to conclude that there is a relationship between ITR And that it is positive, so that a rise in the interest rate is associated with the increase in the level of indebtedness.

**Keywords:** Inflation Target Regime Public debt, Over / Selic Interest Rate.

## LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1: Taxa de Câmbio .....	32
Gráfico 2: Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) .....	33
Gráfico 3: Composição da Dívida Pública Federal .....	34
Gráfico 4: Composição da Dívida por Indexador (%) .....	35
Gráfico 5: NFSP Sem Desvalorização Cambial (% PIB).....	38
Gráfico 6: Taxa de Juros Reais – Selic Anualizada .....	39
Gráfico 7: Reservas Internacionais .....	40
Gráfico 8: Setor Público Consolidado – Resultado Primário e Nominal (% PIB) .....	41
Gráfico 9: Taxa de Juros Selic, Juros Reais e PIB Real.....	42
Gráfico 10: Crescimento do PIB / Variação Anual .....	42
Gráfico 11: Relação Taxa de Juros / Dívida Pública (1994/1999).....	43
Gráfico 12: Relação Taxa de Juros / Dívida Pública (1999/2015).....	44

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central

BC – Banco Central

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

DPF – Dívida Pública Federal

DPMFe – Dívida Pública Mobiliária Federal Externa

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

FED – Federal Reserve Bank

FGV – Fundação Getulio Vargas

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP – Índice Geral de Preços

IPC- Índice de Preço ao Consumidor

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

MP – Medida Provisória

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

PIB – Produto Interno Bruto

POF – Pesquisa de Orçamento Familiar

RMI – Regime de Metas de Inflação

TBF – Taxa Básica de Financiamento

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TR – Taxa Referencial de Juros

URV – Unidade Real de Valor

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	10
3 POLÍTICAS ECONÔMICAS .....	14
4 INFLAÇÃO E ALGUNS CONCEITOS RELACIONADOS .....	16
4.1 Medidas de Inflação no Brasil .....	17
4.2 A Política do Regime de Metas de Inflação .....	18
4.2.1 A Implantação do Regime do RMI no Brasil .....	20
5 A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS .....	22
5.1 Taxas de Juros Real e Nominal .....	23
6 A DÍVIDA PÚBLICA E SUA RELAÇÃO COM O RMI .....	25
6.1 Literatura empírica da Dívida existente no Brasil .....	27
7 METODOLOGIA E DADOS .....	29
8 POLÍTICAS ECONÔMICAS E A DÍVIDA PÚBLICA NO PÓS-REAL .....	31
9 OS DETERMINANTES DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E O RMI .....	37
9.1 Análise dos Gráficos e Regressões .....	43
10 CONCLUSÃO .....	46

## 1 INTRODUÇÃO

O Regime de Metas de Inflação (RMI) trata-se de um tipo de política monetária adotada em mais de 20 países do mundo e que no Brasil foi implantado em junho de 1999, esse fato consolidou o fim de um período que ficou conhecido como primeira fase do Plano Real, marcada pela âncora nominal de câmbio fixo. Trata-se de uma alternativa à condução ortodoxa da política monetária de câmbio fixo ou agregado monetário, ligado ao arcabouço teórico da neutralidade da moeda o RMI tem como objetivo alcançar a estabilidade monetária (NEVES E OREIRO, 2008).

Do sucesso do regime de metas dependia a continuidade da estabilização econômica conquistada a partir de 1994 com o Plano Real, seu mais importante papel era garantir o controle dos preços e atacar qualquer tipo de pressão inflacionária através da taxa de juros, seu principal instrumento de atuação.

Esse estudo buscou desenvolver um debate sobre o novo modelo de política econômica adotado pelo país e suas implicações na composição da dívida pública, o tema é desenvolvido através da seguinte problematização: qual a relação do RMI com a dívida pública brasileira nos anos de 1999 a 2015? Para responder ao problema, partimos da hipótese de que a política monetária de RMI ao utilizar a taxa básica Selic como principal instrumento de controle inflacionário, provoca um efeito de crescimento sobre o nível de endividamento, essa relação se dá por conta da indexação de parte da dívida a títulos pós-fixados atrelados à taxa Selic.

O objetivo geral dessa pesquisa foi verificar qual o tipo de relação entre o Regime de Metas de Inflação e a dívida pública brasileira durante o período analisado e para isso os seguintes objetivos específicos tornam-se necessários: apresentar conceitos existentes na literatura sobre RMI, dívida pública e taxa de juros, além de analisar como é composta cada uma dessas variáveis e comportamento de cada uma delas.

A pesquisa do tema mostra-se relevante uma vez que busca refletir sobre questões socioeconômicas que atingem de maneira direta a vida da população brasileira. Sendo a taxa de juros o mais importante instrumento do RMI e uma das principais variáveis da economia, seu comportamento pode ocasionar desde um baixo nível de investimento, acarretando em maior número de desempregados, ou até mesmo colocar a economia em rota de crescimento explosivo do nível de endividamento, causando elevados custos fiscais gerando queda de

investimento em áreas sociais como saúde e educação.

A metodologia utilizada trata-se de uma pesquisa de cunho bibliográfico através da análise de dados secundários buscados em sites para obtenção de dados, como por exemplo: Banco Central (BC), Ipea data, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), além de livros e artigos.

Para melhor organização do trabalho, o mesmo está dividido em dez sessões, a primeira é constituída dessa introdução. A segunda sessão apresenta o período brevemente anterior ao Plano Real e sua primeira fase que vai de julho de 1994 a junho de 1999, fase em que a âncora nominal da economia brasileira era o câmbio, e o Real era equiparado ao dólar (SILVA, 2014). A sessão três apresenta o conceito de política econômica, em especial as políticas fiscal, cambial e monetária, condução da última pelo Banco Central (BC). A sessão quatro apresenta a definição de inflação, quais os tipos existentes, seus índices de medidas e as consequências para uma economia do convívio com o aumento generalizado no nível de preços, apresenta também o conceito de Regime de Metas de Inflação, além explicar como foi o processo de implantação do mesmo no Brasil.

A quinta parte apresenta a definição de taxa de juros e como se determina de acordo com as duas correntes existentes, as várias taxas de juros praticadas pelo mercado e o porquê da necessidade da criação de várias taxas, os índices de inflação no Brasil, a parte seis descreve o que é Dívida Pública, seus índices e como se dá sua existência, a sessão sete apresenta a metodologia e os dados utilizados, a sessão oito debate sobre políticas econômicas e dívida no Pós-Real através da análise de séries do BC, a parte nove apresenta os determinantes da dívida pública brasileira e sua relação com a taxa de juros e o RMI, nela é feita a análise dos gráficos e regressões e por último na sessão dez é efetuada a conclusão.

## 2 A CONTEXTUALIZAÇÃO DO PLANO REAL

A economia brasileira viveu ao longo de sua história, principalmente durante as décadas de 1980 e início de 1990, um gravíssimo problema de altas taxas inflacionárias. De acordo com Soares<sup>1</sup> (2006) dois fatores contribuíram para esse acontecimento: o primeiro deles foi o segundo choque do petróleo no ano de 1979 que resultou numa queda na oferta internacional, gerando consequências inflacionárias pelo aumento inclusive dos seus derivados e o segundo acontecimento também no ano de 1979 se deu com a elevação da taxa de juros internacionais pelo Federal Reserve Bank (FED) dos Estados Unidos, causando uma fuga de capitais nos países em desenvolvimento. Esse fator fez que com o financiamento do serviço da dívida externa brasileira se desse de maneira inflacionária, através da emissão de moeda, aumentando o desequilíbrio nos preços.

Diante dessa situação, alguns planos de estabilização foram implantados entre os anos de 1986 a 1992 com a finalidade de conter os altos índices de elevação nos preços na economia brasileira, foram eles: o plano cruzado I e II, plano Bresser, plano verão e plano Collor I e II, todos eles com a característica de congelamento nos preços e sem nenhum sucesso no longo prazo.

No ano de 1993 teve início um novo plano de estabilização, com uma estrutura totalmente diferente dos anteriores. O Plano Real, que cumpriu com o objetivo de estabilização dos preços, segundo Soares (2006) tinha três pilares centrais como política estabilizadora: a realização de um ajuste fiscal; uma nova Unidade Real de Valor (URV); e uma reforma monetária, o sucesso do novo plano dependia estritamente da execução dessas etapas iniciais.

De acordo com Giambiagi (2011), o plano real diferentemente dos planos antecessores possuía uma meta de enfrentar o problema fiscal do governo como principal causa da inflação brasileira. O ajuste fiscal tinha a finalidade de reorganizar as contas do governo e para isso várias medidas foram adotadas buscando alcançar esse objetivo: políticas contracionistas de redução dos gastos do governo e elevação da carga tributária, eliminação da inadimplência dos estados e municípios com a união; controle dos bancos estaduais e privatizações.

O segundo passo rumo à estabilização econômica brasileira passara pela implantação da Unidade Real de Valor (URV), cuja finalidade consistia na desindexação generalizada da economia brasileira. Para Soares (2006, p.6) “o fator alimentador da indexação brasileira era,

---

<sup>1</sup> Essa primeira seção foi elaborada tomando como referência principal a obra de Soares (2006).

principalmente, o descompasso entre o reajuste dos preços”. Posteriormente a URV estabelecerá uma nova indexação, dessa vez atrelando esse novo índice a contratos, preços, salários, tributos e taxa de câmbio.

A terceira fase do novo plano de estabilização inicia-se com a Medida Provisória (MP) 542 que possuía várias medidas sobrepostas, dentre elas: o lastreamento da oferta monetária doméstica na paridade em reserva cambial de R\$1 por U\$1 (um real por dólar); a implantação de limites máximos de estoque de base monetária e algumas mudanças institucionais no Conselho Monetário Nacional (CMN), (GIAMBIAGI, 2011). Foi assim que a partir do dia primeiro de julho de 1994, a URV, que valia naquele momento 2.750,00 cruzeiros reais passou ser 1 Real.

### 3 POLÍTICAS ECONÔMICAS

Alcançado o objetivo principal do Plano Real, a estabilidade monetária, o então presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), em seu governo, promoveu uma política econômica voltada à continuidade do controle inflacionário, assumindo basicamente que não pode haver uma política de crescimento sustentável com instabilidade monetária (REZENDE, 2009).

Política econômica, segundo Gremaud<sup>2</sup> (2011, p.175) pode ser entendida “como a intervenção do governo na economia com o objetivo de manter elevados níveis de emprego e elevadas taxas de crescimento econômico com estabilidade de preços”. Para exercer suas funções o governo utiliza de instrumentos, dentre os quais podem ser classificados em três grandes instrumentos de política macroeconômica: fiscal, monetária e cambial, cujas definições são apresentadas a seguir.

A política fiscal se refere à atuação do governo na economia no que diz respeito a sua arrecadação e gastos, seu papel era garantir o cumprimento de três objetivos: estabilização econômica, uma vez alcançada à estabilidade nos preços; redistribuição de renda; e promover a alocação de recursos com o fornecimento de serviços e bens públicos essenciais à sociedade. A receita do governo é constituída pelos impostos, que pode ser diretos quando incidem diretamente sobre o agente do imposto, e indiretos quando incidem sobre as mercadorias ou em sua produção. Esse tipo de política econômica afeta diretamente o nível de demanda agregada, uma vez que uma política fiscal contracionista, de elevação do nível de impostos ou diminuição nos gastos governamentais, por exemplo, diminui o poder de compra do indivíduo, afetando a renda disponível para consumo ou poupança, uma política fiscal expansionista, de redução do nível de impostos ou aumento nos gastos do governo tem consequências inversas.

A política monetária é o instrumento utilizado para controlar a quantidade de moeda a disposição dos agentes econômicos, esse mecanismo de aumento ou diminuição na oferta de moeda podem influenciar no consumo, na produção e por consequência nos preços dos produtos (REZENDE, 2009). Diferentemente da política fiscal, a política monetária não afeta de maneira direta a demanda agregada ou nível de produto da economia, através de intervenções no mercado financeiro que por sua vez influenciam a taxa de juros é que essa

---

<sup>2</sup> Esta e as próximas seções tiveram como referência principal a obra de Gremaud (2011).

política afeta o produto, ou seja, de maneira indireta.

O Banco central (BACEN) é o órgão responsável pela condução da política monetária, e para isso utiliza-se de instrumentos para controlar a oferta de moeda no país. Tanto as funções atribuídas ao BACEN quanto o seu grau de autonomia podem variar de país para país, no caso brasileiro, o banco dos bancos como também é conhecido possui algumas funções adicionais como a administração das reservas internacionais e a condução da política cambial, o Banco Central brasileiro também é o banco do Tesouro Nacional.

Os instrumentos utilizados pelo BACEN para controle monetário são: reservas compulsórias, empréstimos de liquidez e taxa de redesconto e as operações de mercado aberto. A forma de condução dessa política pode ser dividida em dois tipos: política monetária ativa, que ocorre com controle da oferta de moeda, deixando a taxa de juros livre para oscilar e a política monetária passiva, que acontece com o controle a taxa de juros e variação da quantidade de moeda.

A influência da política monetária no produto agregado ocorre através da taxa de juros, uma vez que a demanda por moeda é determinada diretamente pelo nível de renda e inversamente a taxa de juros, pois quando esta é elevada o custo de oportunidade de se manter poupança na forma monetária é alto, portanto é no equilíbrio da oferta e da demanda por moeda que a taxa de juros é determinada, é neste ponto que a política monetária pode afetar o nível de demanda agregada da economia e afetar o produto. Como o investimento e o consumo variam inversamente com a taxa de juros, sempre que o governo quiser conter a atividade econômica, ele pode contrair a oferta monetária e com isso afetar a taxa de juros e a demanda.

A política cambial trata-se do instrumento de controle de moedas estrangeiras negociadas no país, a taxa de câmbio representa a relação de troca entre diferentes moedas, seu preço relativo, de maneira que o mercado de divisas como também é conhecido, é constituído pela interação de agentes econômicos que negociam moeda estrangeira conforme suas necessidades (REZENDE, 2009).

#### 4 INFLAÇÃO E ALGUNS CONCEITOS RELACIONADOS

Conforme visto, uma política monetária, além de afetar a demanda, o nível de produção e o emprego, também é capaz de afetar o nível de preços da economia, podendo ser utilizada como instrumento de controle inflacionário. Com a implantação do Plano Real e alcançada a estabilidade monetária, a partir de meados de 1994, a política monetária passa a atuar como principal responsável de combate à inflação. Evitar a volta do convívio com uma economia inflacionária se tornara a bandeira da política monetária do governo FHC. Esse capítulo busca esclarecer o que é inflação, além de apresentar as consequências da persistência da mesma, para uma economia.

De acordo com Gremaud (2011, pag.95) “a inflação é definida como um aumento generalizado e contínuo dos preços”, quando esse aumento de preços ocorre em apenas alguns bens e serviços isso não é caracterizado como inflação, somente quando essa elevação acontece de maneira que atinja a maioria dos produtos e serviços o processo de inflação é efetuado.

O processo de aceleração inflacionária ocorre quando não existe estabilização do nível de inflação, ou seja, quando a inflação se mostra crescente de um determinado período analisado para outro, de forma que a inflação se torne cada vez mais alta devido aos preços que sobem cada vez mais.

A inflação pode ser classificada de acordo com o seu tamanho, podendo ser moderada ou rastejante, quando a elevação no nível de preços é pequena ou hiperinflação quando essa elevação no nível de preços é grande. Não há um consenso em relação ao ponto em que uma inflação moderada torna-se hiperinflacionária, alguns consideram hiperinflação a partir de 50% de inflação ao mês, enquanto outros colocam esse patamar mais abaixo ou acima.

Tomando-se como base as causas geradoras da inflação, podemos classificá-la basicamente como inflação de demanda, que ocorre quando existe um excesso de demanda em relação à produção disponível, esse tipo de inflação ocorre quando o nível de oferta é incapaz de acompanhar o nível de demanda e os preços tendem a aumentar, gerando inflação. A inflação de demanda está mais sujeita a acontecer quando os níveis do grau de utilização da capacidade produtiva estiverem altos ou mais próximos do pleno emprego.

O excesso de demanda pode ser ocasionado por expansão monetária, em decorrência da existência de déficit público não financiado por poupança privada, ou venda de títulos do

governo a agentes superavitários. Tanto a corrente monetarista quanto a fiscalista partem desse diagnóstico de inflação de demanda, diferindo, contudo na maneira de intervenção do governo para sua superação.

Outra forma de determinar as causas da inflação é como custos, uma inflação de oferta que decorre do aumento de custos das empresas repassados para os preços. Várias podem ser as pressões existentes sobre os custos: aumento nos preços das matérias-primas, aumento dos salários, elevação da taxa de juros etc., um exemplo do diagnóstico da inflação de custo decorre da concepção estruturalista, criada na América Latina.

Dentre os vários problemas existentes com a presença da inflação em uma economia, podemos citar o comprometimento da eficiência da alocação de recursos, uma vez que a inflação distorce os preços relativos eles deixam de ser sinalizadores da escassez e dos custos de produção, outro efeito negativo também é analisado nos investimentos devido à dificuldade de prever seu retorno, o processo de inflação também obscurece o valor da moeda nacional e da taxa de câmbio distorcendo os valores relativos ao balanço de pagamentos e um dos mais severos efeitos da inflação é a perda do poder aquisitivo da moeda, isso acontece devido à perda de valor do dinheiro que se torna incapaz de repor sua capacidade de compra por conta dos sucessivos aumentos nos preços dos produtos e serviços.

#### **4.1 Medidas de Inflação no Brasil**

A necessidade de se construir índices de preços apresenta-se quando é preciso saber da variação conjunta de bens fisicamente distintos e que variam a taxas diferentes. Existem inúmeros fatores que devem ser detalhadamente levados em consideração pelo índice de preços ao tentar responder qual a inflação do período, um dos mais importantes consiste em agregar diferentes variações de preços por meio de pesos relativos de cada produto. Os pesos relativos são de grande importância para o índice. Normalmente um IPC (Índice de Preço ao Consumidor) utilizará como base desses pesos uma pesquisa denominada Pesquisa de Orçamento Familiar (POF), que procura determinar a importância relativa dos bens e serviços no padrão de consumo das famílias. Aqui, outras questões aparecem: que famílias? Famílias pobres ou ricas, que moram onde? Esses pesos diferentes, respondendo de maneira diferente a essas perguntas, são a principal diferença dos diferentes índices de preços que calculam a inflação.

Uma vez definidos os pesos de cada item no orçamento familiar é realizada uma média ponderada das variações de preços para a obtenção da inflação. Todo esse processo de escolha diante da variabilidade dos componentes para cálculo da inflação explica o fato de que índices diferem em seus resultados em um mesmo período de análise de acordo com o instituto de pesquisa. Os principais índices de preços no Brasil e seus respectivos institutos de pesquisa são: Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tendo como instituição pesquisadora o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o Índice Geral de Preços (IGP), tendo como instituição a Fundação Getúlio Vargas (FGV).

#### **4.2 A Política do Regime de Metas de Inflação**

O Regime de Metas de Inflação surgido na década de 1990 trata-se de uma maneira alternativa de condução tradicional de política monetária por regimes de metas de agregado monetário ou de câmbio fixo. Implantado primeiramente na Nova Zelândia, em 1990, sendo adotado logo após em vários países, inclusive no Brasil no ano de 1999. Seguindo o tradicional arcabouço teórico ortodoxo monetário de neutralidade da moeda, o regime de metas de inflação passou a desempenhar o papel de âncora nominal, apresentando como principal objetivo, o controle inflacionário para um determinado período (NEVES E OREIRO, 2008).

O sistema de metas de inflação consiste numa meta oficial, previamente anunciada ao público, a ser perseguida pelo Banco Central através de seus instrumentos de políticas monetárias, principalmente a taxa de juros nominal de curto prazo, pois segundo o consenso ortodoxo, a inflação é um fenômeno monetário. A formulação da política de regime de metas de inflação deve considerar a particularidade de cada país que a adota, além da escolha de um índice de preços para acompanhamento da meta (NEVES E OREIRO, 2008).

Em um contexto mais geral do que é o regime de metas de inflação, de acordo com o Banco Central do Brasil (2016, p.3), “é um regime monetário no qual o banco central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente”. Contudo alguns elementos como transparência e prestação de conta tornam-se imprescindíveis para execução desse regime.

Existem quatro elementos caracterizadores do regime de metas para a inflação: o conhecimento público de metas numéricas para a inflação; o compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo da política monetária; transparência no anúncio de

planos, objetivos e as razões que justificam as decisões tomadas e mecanismos que tornem as autoridades responsáveis pelo cumprimento das metas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

São cinco as principais características básicas existente no desenho institucional de um regime de metas de inflação: escolha do índice de inflação, que pode ser cheio ou núcleo de inflação; definir a meta, que pode ser pontual ou intervalar, no caso brasileiro a meta é composta por intervalos, com estabelecimento de uma meta central, que pode ser opcional; estabelecimento de um horizonte de meta, ou seja, um período de determinação do cumprimento da mesma; existência de cláusula de escape para justificar possíveis situações de descumprimento da meta e por último a transparência nas informações (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

No Brasil o Sistema de Metas para a inflação é conduzido pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), instituído em 20 de junho de 1996, com a finalidade de estabelecer as diretrizes da política monetária e da taxa de juros praticada na economia, desde então suas decisões são pautadas para obtenção do cumprimento das metas para inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional, tudo isso determinado pelo decreto 3.088, de 21 de junho de 1999.

De acordo com Montes e Tiberto (2014) a partir da década de 1990, quando vários países passaram a adotar o regime de metas para inflação, estudos estão sendo elaborados para mensuração da credibilidade do regime, além da reputação do Banco Central, analisando como esses elementos afetam a economia, em especial nos países em desenvolvimento, como é caso brasileiro.

Montes e Tiberto (2014) enfatizam a importância da credibilidade e a reputação das autoridades monetárias na condução de suas políticas econômicas, em especial o regime de metas para inflação, “o sucesso desse regime depende em grande parte, da credibilidade das metas estabelecidas e da reputação do Banco Central”. Uma vez anunciada à meta a ser perseguida, é a confiança dos agentes econômicos que vai determinar a condução da política monetária, permitindo um maior controle sobre a inflação.

Por outro lado, segundo Mishkin (2007), citado por Montes e Tiberto (2014) um dos princípios básicos para que se obtenha um resultado positivo na condução da política econômica é que a política fiscal seja conduzida paralelamente a política monetária de regime de metas para inflação, pois, para Montes e Tiberto (2014):

Como a taxa de juros é o principal instrumento de política monetária no regime de

metas para inflação, e considerando-se uma estrutura da dívida pública em que a taxa de juros é o principal indexador (tal como caso brasileiro). As implicações sobre o lado fiscal são diretas, quando as políticas não são coordenadas (MONTES E TIBERTO, 2014, p.2).

#### **4.2.1 A Implantação do Regime do RMI no Brasil**

Com o sucesso alcançado no processo de estabilização monetária da economia brasileira iniciado no ano de 1994, por meio da implantação do plano real e de um vasto programa de reformas econômicas como privatizações, liberalização do comércio exterior e reestruturação do sistema financeiro, a taxa de inflação no Brasil foi reduzida para um dígito em menos de três anos. Devido à significativa redução no que era considerada uma das principais causas da inércia inflacionária, o produto brasileiro atingiu uma média de crescimento de 3,4% em termos reais entre os anos de 1994 e 1998 (BOGDANSKI, 2000). A adoção do regime de metas para inflação pelo Brasil em junho de 1999, em lugar do regime cambial teve a finalidade de preservar os ganhos obtidos pela estabilidade econômica, no que diz respeito à redução da inflação, estabelecer uma âncora nominal e guiar a condução da política monetária (MONTES E TIBERTO, 2014).

A adoção da âncora nominal baseada na taxa de câmbio fez com que o Brasil, assim como outros países da América latina que também aderiram, passasse a manter sua base monetária de acordo com as reservas internacionais acumuladas e das leis e regras que as relacionam com a criação de moeda.

A sustentação da âncora cambial foi viabilizada pela ampla captação de recursos externos de forte liquidez internacional, ao conferir estabilidade ao valor da moeda pelo fato do real estar lastreada abundantemente em dólares, o plano real garantiu a confiança dos investidores e fez com que os agentes econômicos passassem a demandar a moeda doméstica (SILVA, 2014, p.1).

Na implantação do plano real o governo define a paridade máxima de R\$1/1US\$, no entanto num primeiro momento não foi definido o limite inferior, só vindo a acontecer essa definição de ambos os limites, a partir do primeiro trimestre de 1995, de acordo com Silva (2014, p.1), “entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio e a taxa câmbio naturalmente sofreu uma apreciação, passando para R\$0,84/US\$”. Esse caminho natural, em outras palavras é devido à confiança dos investidores que devido

valor das reservas internacionais brasileiras serem maiores que o valor da base monetária, podia-se demandar a moeda doméstica, havendo assim uma apreciação do câmbio.

No entanto, devido ao caráter gradual na resolução de diversos problemas estruturais da economia, como o ajuste fiscal, o Brasil permanece na condição de vulnerabilidade a uma crise de confiança, que se torna realidade com a moratória russa, em agosto de 1998, tendo como principal consequência à fuga de capitais nos mercados emergentes. O governo brasileiro como resposta ao acontecido resolve elevar a taxa de juros de curto prazo e anunciar um forte aperto fiscal, além de recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e obter o valor de 41,5 bilhões de dólares em apoio financeiro (BOGDANSKI, 2000).

Finalmente, no dia 21 de junho de 1999, o Regime de Metas de Inflação (RMI) foi oficializado no Brasil através do decreto nº 3.088, composto por seis artigos e dentre eles: (i) o estabelecimento de diretrizes do RMI vinculada à sistemática de metas para inflação; (ii) independência ao Banco Central na utilização de instrumentos para cumprimento das metas estabelecidas; (iii) estabelecimento de obrigatoriedade de divulgação pública pelo Bacen em caso de descumprimento das metas; (iv) divulgação de relatoria até o último dia de cada trimestre (MEOTTI, 2009).

O ministro da fazenda, ministro do planejamento e presidente do Banco Central compõem o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão responsável pela fixação das metas de inflação no Brasil e que em 30 de junho de 1999, determinou através da resolução nº 2615 que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) seria o índice a ser utilizado como referência (MEOTTI, 2009).

## 5 A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS

Como apresentado anteriormente, a política monetária não afeta o produto da economia de forma direta, portanto a influencia da mesma no sistema econômico passa pela moeda, que por meio da taxa de juros, afeta indiretamente o nível da atividade econômica. A taxa de juros é uma das variáveis mais acompanhadas na economia, seu comportamento afeta as decisões do consumo dos indivíduos, as decisões de investimento, a magnitude do déficit público entre outras variáveis, a taxa de juros também afetam o fluxo de recursos externos para a economia, o valor da taxa de cambio e com isso a competitividade dos produtos do país.

Gremaud (2011, p.222) define taxa de juros como “o que se ganha pela aplicação de recursos durante determinado período de tempo, ou, alternativamente, aquilo que se paga pela obtenção de recursos de terceiros (tomada de empréstimo) durante determinado período de tempo”. É importante destacar que em geral, a taxa de juros, é expressa em termos monetários, ou seja, se ela corresponde a 20% ao ano, isso significa que ao fim desse período o indivíduo terá o retorno do valor aplicado adicionado de 20% do valor monetário, em caso de investimento, ou alternativamente, pagará o valor tomado acrescido de 20% do valor tomado, em caso de empréstimo.

Em relação à determinação da taxa de juros, existem duas correntes alternativas. A primeira concepção é formada pela teoria dos fundos emprestáveis, que consiste na renúncia do consumo presente, de maneira que a taxa de juros é tida como um prêmio a essa renúncia, ou poupança. Essa concepção parte da ideia de que a única forma de guardar poupança é com a aquisição de ativos financeiros, uma vez que ninguém demanda moeda como reserva de valor, tendo em vista que ela não rende juros, dessa forma, a oferta e a demanda por títulos é quem determina a taxa de juros.

A segunda concepção consiste no princípio da preferência pela liquidez, na qual a taxa de juros é um prêmio pela renúncia à liquidez, pois considera a possibilidade da poupança ser realizada na forma monetária, pois para essa teoria a moeda constitui reserva de valor. De acordo com essa segunda visão, o indivíduo tem duas decisões a tomar: a primeira é quanto a poupar e a segunda de que forma guardar a poupança. O simples fato de poupar não garante obtenção de juros sobre a poupança. Esta só terá algum rendimento se o indivíduo abrir mão de guardar a poupança na forma monetária e adquirir um ativo financeiro. Assim, a taxa de juros é vista como um prêmio pela renúncia à liquidez (segurança) absoluta oferecida pela

moeda.

De acordo com Gremaud (2011, p.226) “as taxas de juros praticadas pelo governo funcionam como as taxas básicas do mercado, sobre as quais se formariam as demais taxas”, as principais taxas de juros praticadas no Brasil são: O Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), também conhecida como taxa básica, por ser a taxa de negociação dos títulos públicos; Taxa Referencial de Juros (TR); Taxa Básica de Financiamento (TBF) e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), utilizada principalmente pelo BNDES com a finalidade de alongar os prazos do mercado financeiro.

Os fatores que levam a existência de várias taxas de juros entre os ativos consistem na diferenciação entre os seus aspectos básicos como: risco, liquidez e prazo. O risco está ligado à possibilidade do não pagamento por parte tomador do recurso em decorrência de sua incapacidade de arcar com sua obrigação, o segundo fator, a liquidez, está relacionada à rapidez com que determinado ativo pode ser passado para a forma monetária e o terceiro fator consiste no prazo de maturidade desse ativo.

### **5.1 Taxas de Juros Real e Nominal**

A taxa de juros nominal corresponde ao ganho monetário efetuado em decorrência de uma aplicação financeira, independentemente do valor da moeda. Ao se fazer uma aplicação no valor de R\$ 1.000,00 e ao final do prazo de um ano resgatar o valor de R\$ 1.300,00, isso significa que a taxa de juros nominal foi de 30% a.a., esse valor independe do atual valor monetário do montante aplicado.

Já a taxa de juros real, corresponde ao ganho referente ao poder de compra por determinada aplicação, ou seja, a taxa de juros nominal recebida, descontada a perda de valor da moeda, isto é, a inflação no período da aplicação. Repetindo o exemplo anterior, mas nesse caso para uma taxa de juros real, levando em consideração uma taxa de inflação dentro do mesmo período de 10%, obtemos:  $(1+0,3) / (1+0,1) = 1,181818$ , ou seja, o aumento do poder de compra em decorrência da aplicação, a taxa de juros real foi de 18,18% a.a.

O convívio da economia brasileiro com o processo inflacionário, principalmente durante as décadas de 1980 e início da década de 1990 levou ao surgimento de mecanismos que permitisse à população brasileira a convivência com elevadas taxas inflacionárias, a indexação e a correção monetária foram criados para proteger os valores monetários e corrigi-los respectivamente, o segundo mecanismo funcionava por um dado índice de preços, de

modo a compensar a perda do valor da moeda, para Gremaud (2011):

A forma como se deu esta introdução nas operações financeiras foi a criação dos títulos como taxas de juros pós-fixadas. Assim, no Brasil, o sistema financeiro trabalha com duas unidades de contas: operações prefixadas, em que a taxa nominal de juros é dada e a taxa real só se conhece ex post, uma vez verificada a inflação do período, e operações pós-fixadas, em que se define a taxa de juros real ex ante e acrescenta-se a correção monetária para determinar a taxa nominal de juros que só é conhecida ex post (GREMAUD, 2011, p.237).

## 6 A DÍVIDA PÚBLICA E SUA RELAÇÃO COM O RMI

Para que se possa compreender a diferença entre dívida pública e déficit público é fundamental que tenhamos bem definidos os conceitos de carga tributária bruta, que é o total de impostos arrecadados pelo governo, carga tributária líquida, que é composta pela diferença entre a carga tributária bruta e as transferências do governo, formada pelos juros sobre a dívida, subsídios e gastos com assistência e previdência social e que a diferença entre carga tributária líquida e o consumo do governo, ou gastos correntes compõe a poupança do governo em conta corrente. Para Gremaud (2011):

A poupança do governo em conta corrente não é o resultado do orçamento público nem se constitui em uma medida de déficit público, pois não considera as despesas de capital do governo (investimentos). O que ela mostra é a capacidade de investimento do governo, sem pressionar outras fontes de financiamento (GREMAUD 2011, p.291).

O que se constitui como déficit público é a diferença entre os investimentos governamentais e a poupança do governo em conta corrente, quando este é maior que zero, e quando acontece o contrário, quando o mesmo é menor que zero ocorre superávit. Esses conceitos estão intimamente ligados ao tipo de política fiscal adotada pelo governo, que no primeiro caso é caracterizada como expansionista e no segundo contracionista.

Segundo o Tesouro Nacional do Brasil, a Dívida Pública Federal (DPF) consiste na criação de uma dívida contraída pelo Tesouro Nacional com a finalidade de financiar o déficit orçamentário do Governo Federal. Em relação às principais formas de classificação da dívida estão à externa, se o fluxo financeiro de pagamento e recebimento ocorrerem em moeda internacional, como o dólar, por exemplo, e dívida interna caso o fluxo ocorra em moeda corrente de circulação nacional.

Para Silva *et. al* (2009), outra maneira de conceituar a dívida pública é como dívida bruta, quando são considerados apenas os passivos ou dívida líquida quando são deduzidos os ativos existentes em poder do Governo Federal sobre os passivos, quanto a sua emissão pode ser de oferta pública, quando emitidos em forma de leilão, ou de maneira direta quando emitidos através de contratos.

A forma com que o Governo Federal efetua esse endividamento pode ser através de dívida mobiliária, quando ocorre pela emissão de títulos públicos de renda fixa, ou contratual

quando ocorre via contratos, geralmente firmados com organismos multilaterais, como Banco Mundial, agências governamentais ou bancos privados (TESOURO NACIONAL, 2016).

Quando o governo incorre em déficit, ou seja, quando seus gastos superam suas receitas, ele deverá captar recursos adicionais para cobrir esse excesso de despesa, e as duas principais formas são através da venda de títulos públicos ao setor privado, efetuado através de transferência de poupança e a segunda forma de captação de recursos é através da venda de títulos públicos ao Banco Central, via emissão monetária. Ambas as formas levam ao endividamento do Tesouro Nacional, órgão responsável pela execução orçamentária do Governo Federal. Uma vez esclarecidos os conceitos nos quais o governo entra em déficit, podemos resumir déficit público como a diferença entre o que se gasta e o que se arrecada e dívida pública como sendo o financiamento desse déficit.

Segundo o Tesouro Nacional (2016), atualmente no Brasil toda a Dívida Pública Interna é efetuada através da emissão de títulos e paga em moeda nacional, o real, caracterizando-a como Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Já a Dívida Pública Federal existente no mercado internacional é captada tanto através da emissão de títulos públicos quanto de contratos, o pagamento é realizado em moedas internacionais, portanto é caracterizada como Dívida Pública Federal Externa (DPMFe).

De acordo com Martello (2016), a principal causa do grande salto da dívida pública brasileira no ano de 2015 é a despesa com juros. Os números da dívida em termos percentuais são representados pela elevação de 21,7% em relação ao ano anterior, o endividamento tanto no país como no exterior passou de R\$ 2,29 em 2014 para R\$ 2,79 trilhões em 2015, correspondendo ao valor nominal de R\$ 498 bilhões, maior patamar desde o início da série em 2004.

Segundo Martello (2016), as despesas com juros compõe o maior valor da série histórica, pois no ano de 2015, chegou a R\$ 367,6 bilhões, contra R\$ 243,3 bilhões em 2014, uma elevação de 51,08% e em valores absolutos de R\$ 124,3 bilhões. Para Costas (2015), esse grande impacto na dívida pública brasileira ocorre devido ao fato da taxa Selic ser utilizada para cálculo da remuneração dos títulos da dívida.

Para Costas (2015), como a emissão de títulos é uma das principais fontes de arrecadação do governo no financiamento de suas atividades, que por sua vez tem a taxa Selic como base para calcular o custo desse financiamento, quanto maior é a taxa, maior será a dívida pública, ou montante a ser pago pelo governo, segundo Cosas (2015):

Aumentar os juros para conter o consumo é o instrumento de ação mais rápida que o Banco Central tinha para tentar desacelerar a inflação, que, neste início de ano, deve ser pressionada pela alta dos preços administrativos (como transportes, energia elétrica e combustível), (COSTAS, 2015, p.1).

Sendo a principal característica da política monetária de Regime de Metas de Inflação, utilizar a taxa de juros Selic, como principal instrumento para conter a demanda e retomar a estabilidade de preços, é possível que se considere um dos responsáveis pelo aumento do nível de endividamento.

### **6.1 Literatura empírica da Dívida existente no Brasil**

Ao se buscar teorias existentes sobre a condução da política monetária brasileira, encontramos estudos como os de Amaral e Oreiro (2008), que afirmam a existência de uma anomalia. Contudo, o problema não se caracteriza apenas pelo efeito dos preços administrados, em decorrência da influência do câmbio, mas também como consequência do insignificante efeito riqueza na economia brasileira, "o efeito riqueza pode ser entendido como o impacto de variações na taxa de juros sobre a riqueza financeira dos agentes e, por esse canal, sobre os níveis de consumo e investimento dos agentes econômicos".

Um dos principais canais de transmissão da política monetária, o efeito riqueza tem sua eficácia comprometida em decorrência da excessiva participação dos títulos pós-fixados na dívida pública brasileira, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), como não existe risco de taxa de juros para elas, cria-se a necessidade de maiores variações dos juros, o que acaba reduzindo o poder do principal instrumento da política monetária do regime de metas para inflação (AMARAL E OREIRO, 2008).

Estudos realizados por Montes e Tiberto (2014) chamam a atenção para a importância da reputação das autoridades monetárias no regime de metas para inflação, que por sua vez é determinada pela forma como são conduzidas, tanto as políticas monetárias como fiscais. Os agentes econômicos precisam acreditar que as metas estabelecidas serão alcançadas, dessa forma será desenvolvida a credibilidade e em consequência da mesma, a boa reputação das autoridades monetárias.

De acordo com Mendonça e Souza (2009), citados por Montes e Tiberto (2015), existem "evidências de que em regime de metas para inflação com elevada credibilidade e uma autoridade monetária com alta reputação contribuem para uma menor variabilidade e um

menor nível da taxa de juros", em seu trabalho essas evidências são apresentadas através da elaboração de um indicador de reputação fiscal e a influências das ações das autoridades fiscais sobre esse indicador e do risco-país. Os resultados sugerem que as políticas econômicas utilizadas foram positivas para a construção da reputação, além da redução do risco-país.

Considerando a existência de distinção entre os instrumentos, objetivos e preferências entre as autoridades fiscal e monetária, Gadelha e Divino (2008), verificam a existência de uma dominância fiscal ou monetária na economia brasileira no período pós- Plano Real e seus resultados sugerem a existência de um regime de dominância monetária, segundo definições propostas por Sargent e Wallace (1981). A definição de regime de dominância monetária apresenta-se quando a autoridade fiscal, nesse caso passiva, gera superávit primário compatível com a estabilização da relação dívida/PIB, enquanto a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida, mantendo sua atenção voltada para o controle do nível de preços.

Finalmente, ao estudar evidências empíricas para a dinâmica da dívida pública a partir de variáveis como superávit primário, juros reais, taxa de câmbio, inflação e dívida pública no período posterior à introdução do plano real, aplicando uma metodologia de um modelo auto regressivo vetorial, Mendonça (2004, p.22), afirma que "à estabilidade de preços obtida no período não é suficiente para promover reduções no estoque da dívida pública e que é necessária uma nova estrutura de indexação", tendo em vista que possíveis efeitos do esforço fiscal da política de superávit primário foram neutralizados tanto pela desvalorização cambial quanto pela elevada manutenção de taxas de juros elevadas. Portanto, torna-se imprescindível a redução dos títulos indexados ao câmbio e a taxa Selic.

## 7 METODOLOGIA E DADOS

Com a finalidade de identificar como o RMI influencia a dívida pública brasileira, a análise empírica foi realizada usando o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), além da elaboração e utilização de gráficos.

A razão pela qual foi utilizado gráficos, dentre eles do tipo dispersão é o fato de estimativas por MQO possuírem problemas de auto correlação serial, heterocedasticidade ou não linearidade comuns em séries temporais macroeconômicas. Desta forma, o modelo de regressão é apenas um primeiro indicativo da relação entre RMI e dívida pública.

O período de análise compreende julho de 1999 a dezembro de 2015. No entanto, para captar o efeito do RMI sobre a dívida pública brasileira para o período apresentado, foi realizada uma comparação com a primeira parte do plano real, julho de 1994 a junho de 1999. As séries mensais utilizadas são descritas a seguir:

- 1) Dívida pública: dívida líquida do setor público total, em porcentagem do PIB, setor público consolidado (série nº38388 - Ipea data);
- 2) Taxa de juros Selic: taxa de juros over/Selic acumulada no mês - % a.m.(série nº4390 - Banco Central do Brasil);
- 3) Índice nacional de preços: índice nacional de preços ao consumidor-amplio (IPCA) – var. % mensal (série nº433 – Banco Central do Brasil);
- 4) Superávit primário: NFSP - necessidade de financiamento do setor público, resultado primário (%PIB) – total Governo Federal e Banco Central sem desvalorização cambial – fluxo acumulado em 12 meses (série nº5783 – Banco Central do Brasil);
- 5) Produto Interno Bruto: PIB mensal – valores correntes (R\$ milhões), (série nº4380 – Banco Central do Brasil);
- 6) Taxa de câmbio: variação percentual da taxa de câmbio R\$/US\$ - comercial – venda (série nº3692 - BCB);
- 7) Indexadores da dívida pública (%): representação do somatório da posição em carteira dos seguintes indexadores da dívida pública brasileira: dívida pública pré-fixada (série nº4178 - Banco Central do Brasil), dívida pública indexada ao IPCA (série nº12001 - BCB), dívida pública indexada ao IGP-M (série nº4175 - BCB), dívida pública indexada ao IGP-DI (série nº4176 - BCB), dívida pública indexada à taxa de juros over/Selic (série nº4177 - BCB) e dívida pública

indexada ao câmbio (série nº4173 - BCB);

Através da verificação das séries apresentadas, foi possível a construção e análise dos gráficos, o cálculo de variáveis reais, além de determinar os fatores relevantes para a composição da dívida pública brasileira, incluindo a taxa de juros over/Selic principal instrumento de política monetária no Regime de Metas para Inflação.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como índice de endividamento foi escolhida por ser o principal indicador do governo para sinalizar a capacidade de solvência fiscal do país, para Athayde e Vianna (2015, p. 2) “a DLSP apresenta o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro e do Banco Central, assim, estariam incluídos todos os ativos e passivos financeiros dos governos federal, estadual e municipal, de suas estatais (exceção Petrobrás e Eletrobrás), e do Banco Central”.

A relação entre Produto Interno e a DLSP também se mostrou superior aos outros índices de endividamento, isso se dá pela forma com que cada indicador absorve os impactos das operações de compras de ativos pelo governo, por não ocasionarem efeitos diretos na DLSP, esse indicador acaba por ter respostas mais rápidas às variações de crescimento econômico (ATHAYDE E VIANNA, 2015).

A equação que será estimada para identificar os fatores que influenciam a dívida pública é dada pela seguinte equação básica abaixo:

$$DLSP_t = \alpha_0 + \alpha_1 Selic\ real_{t-1} + \alpha_2 Superávit_{t-1} + \alpha_3 Tx\ câmbio_{t-1} + Pib\ real_{t-1}. \quad (1)$$

A equação (1) capta os efeitos exercidos pela taxa Selic, pela política de geração de superávit primário e pela política cambial sobre a dívida pública brasileira. Os sinais esperados para as relações estão expressos por meio de derivadas parciais.

$$\frac{\partial f}{\partial Selic\ real_{t-1}} > 0; \frac{\partial f}{\partial Superávit_{t-1}} < 0; \frac{\partial f}{\partial Tx\ câmbio_{t-1}} > 0; \frac{\partial f}{\partial Pib\ real_{t-1}} < 0$$

A estimativa por MQO, com margem de erro de 5%, realizada neste trabalho inclui variáveis *dummy* para capturar: i) a crise política devido à eleição presidencial de 2002 - "efeito Lula"; ii) a liberação cambial em janeiro de 1999; iii) e o período de ano eleitoral.

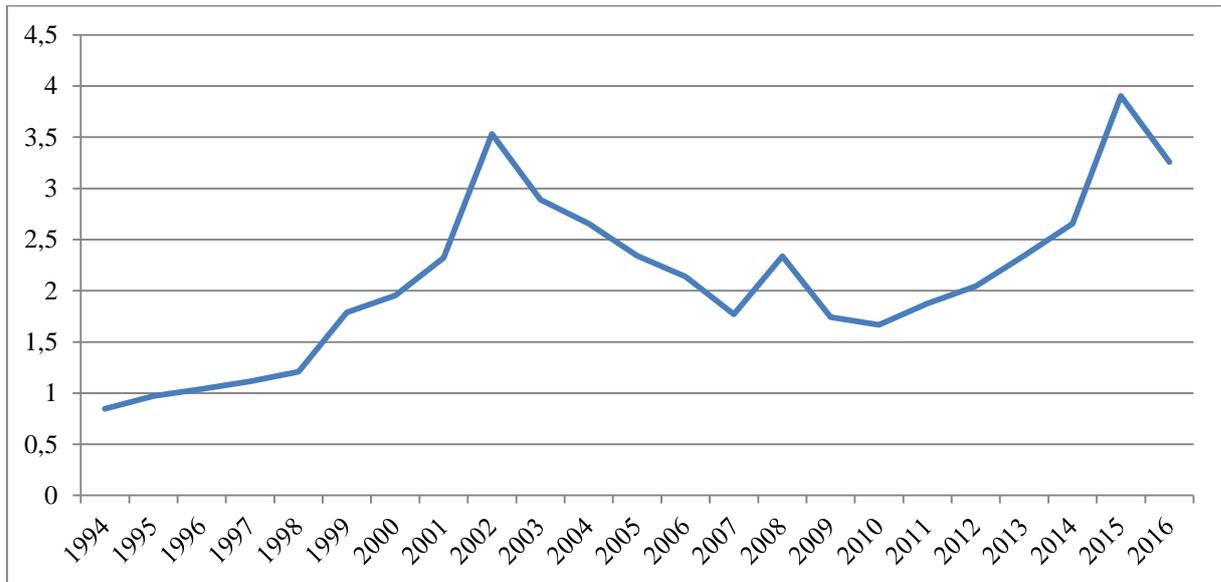
## 8 POLÍTICAS ECONÔMICAS E A DÍVIDA PÚBLICA NO PÓS-REAL

O plano de estabilização implantado a partir de meados de 1994 não trouxe consigo também a reforma fiscal, o que acabou acarretando no descompasso da dívida pública em decorrência da queda nas receitas inflacionárias, nas receitas oriundas da emissão de moeda conhecidas como senhoriagem e das elevadas taxas de juros para obtenção de capital estrangeiro no financiamento de déficit em conta corrente (PALOMBO, 2010).

Quanto à política cambial o Brasil passou a adotar uma política de valorização, variante do câmbio fixo. No entanto para Palombo (2010):

O regime de câmbio que predominou de 1994 até a flutuação do câmbio a partir de 1999, era inconsistente, uma vez que não conseguia suportar as crises externas, tais como a mexicana em 1994, a do sudeste asiática em 1997 e a russa em 1998, obrigando o governo a aumentar as taxas de juros reais, para se proteger de ataques especulativos e manter a paridade da taxa de câmbio, sendo esta taxa maior do que a taxa de crescimento econômico, o que provocou um aumento explosivo da dívida pública e o desequilíbrio fiscal (PALOMBO, 2010, p.4).

Para demonstrar isso, gráfico abaixo apresenta o comportamento do câmbio desde o início do plano real no ano de 1994 e sua mudança a partir de 1999, dando continuidade logo após a implantação do regime de metas em junho de 1999, período em que o câmbio se tornou oficialmente flutuante.

Gráfico 1: Taxa de Câmbio<sup>3</sup>

Fonte: Banco Central, gráfico elaborado pelo autor.

Como resposta ao descontrole da relação dívida/PIB, em 1998 a tão esperada reforma fiscal foi implementada através da assinatura de um acordo com o FMI (Fundo Monetário Internacional). Diversos instrumentos de controle de gastos foram elaborados, com destaque para a LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal) instituída em 2000, estabelecendo regras fiscais a serem cumpridas pela União, tendo como principal dispositivo a LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias). A federalização da dívida dos estados e municípios através da renegociação da dívida entre os anos de 1997 e 1999 também compõe um marco importante na composição da reforma fiscal, contudo o principal objetivo não foi alcançado, pois, a depreciação do câmbio fez com que a dívida mais uma vez se elevasse devido à parcela de sua composição atrelada ao câmbio (PALOMBO, 2010).

Como podemos verificar no gráfico 2 e segundo Palombo (2010), mesmo com todas as diretrizes estabelecidas pela LRF a dívida líquida permaneceu no patamar de aproximadamente 50% do PIB, entre os anos de 1999 e 2000, quando se inicia o processo de aceleração da mesma até 2002, quando chega ao seu pico em mais de 62% do PIB.

<sup>3</sup> Nota: Taxa de câmbio livre – Dólar americano (venda) – Fim de período – anual – u.m.c./US\$

Gráfico 2: Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)



Fonte: IPEA data, gráfico elaborado pelo autor.

Esse acontecimento se deu em meio à mudança na âncora nominal da economia, com a troca do regime de câmbio fixo pelo flutuante, a desvalorização da taxa cambial elevou consideravelmente o nível de endividamento brasileiro, uma vez que a maior parte dos títulos públicos encontrava-se atrelados a ele. Um segundo motivo foi à elevação das taxas de juros que buscavam evitar a fuga de capitais estrangeiros. Apenas a partir de novembro de 2002 podemos perceber uma mudança na trajetória da dívida pública, de acordo com Palombo (2010), isso se deve principalmente as mudanças ocorridas no perfil da dívida, pois:

Com as mudanças no perfil da dívida, onde os títulos atrelados ao câmbio e pós-fixados foram trocados por títulos pré-fixados e atrelados ao índice de preço e com alongamento do financiamento da dívida nos últimos anos, à dívida se tornou muito mais sustentável e menos vulnerável aos choques externos (PALOMBO, 2010, p.4).

Já o gráfico 3 mostra a composição da Dívida Pública Federal Brasileira nos anos de 2002 a 2014, de acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional.

Gráfico 3: Composição da Dívida Pública Federal



Fonte: Banco Central, retirado do artigo 220 anos do plano real.

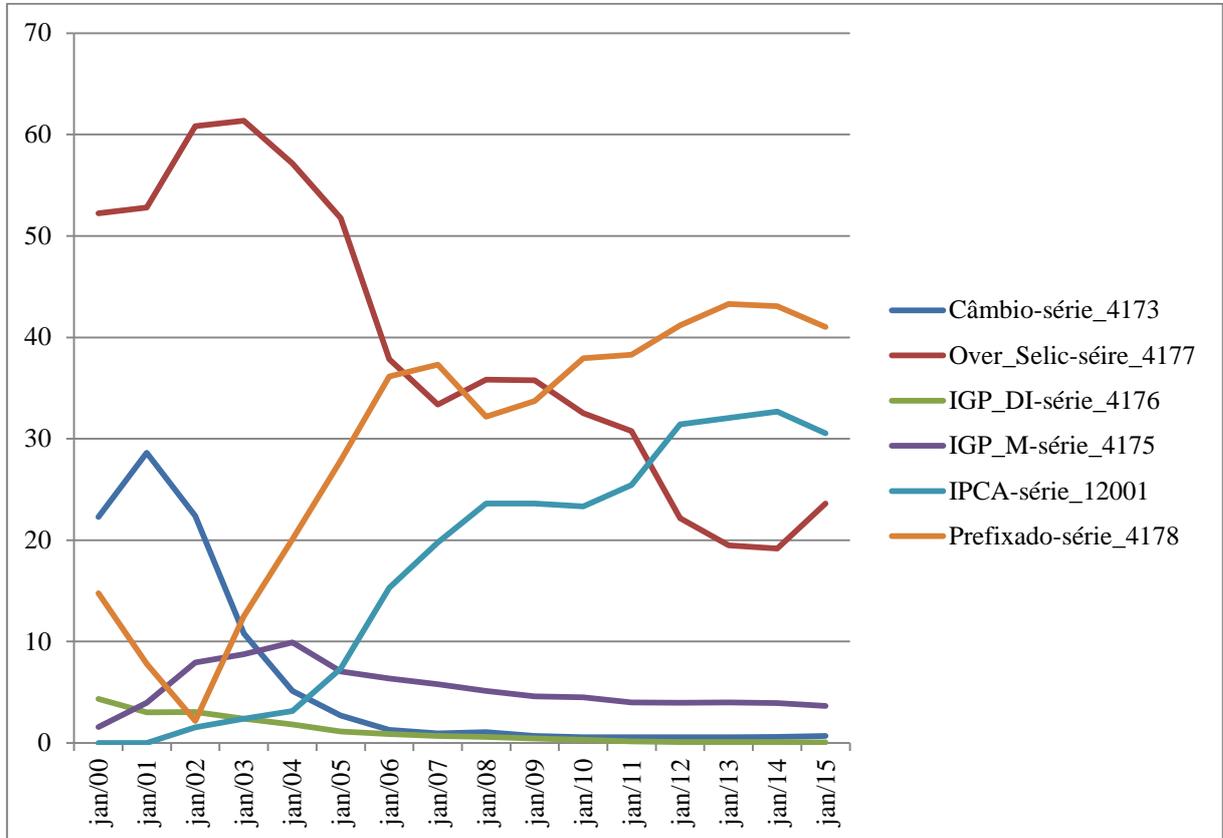
Como se pode verificar no gráfico acima, da composição da dívida pública brasileira, a mesma se torna cada vez mais internalizada, ou seja, quando os fluxos de pagamento ocorrem em moeda nacional, nesse caso o real, no ano de 2002, 67,4% da dívida atendiam a essa característica, e nos anos posteriores houve um aumento bastante significativa até 2010 quando apresentava-se com 95,5% mantendo-se pelos 2 anos subsequentes e em 2014 apresentou uma queda para 95,1% de endividamento interno, de acordo com Bastos, (2016, p. 2), a queda da dívida externa se deu principalmente “porque o país acumulou superávits de balanço de pagamentos no período e, entre 2003 e 2007, chegou a ter superávits em transações correntes. Além disso, a partir de 2006 passou-se a realizar uma política de acumulação de reservas cambiais em excesso aos compromissos de curto prazo”.

Buscando observar a composição da indexação da dívida, uma vez que é preferível emitir títulos públicos ao setor privado, para que assim, através da transferência de poupança o governo não incorra a emissão de moeda, gerando inflação, os prêmios a esses títulos, ou pagamento dos juros ou serviços, ocorrem de maneira a variar de acordo com a sua indexação.

O gráfico 4, mostrado abaixo explica a composição em (%) por indexador da dívida pública brasileiro entre dezembro de 2000 e dezembro de 2015. Como podemos perceber a maior parte da dívida era indexada a Selic, representado acima de 60% entre os anos de 2002 e 2003, e ao câmbio que em 2001 compunha mais de 20%, com a mudança no perfil da dívida esses títulos foram trocados por pré-fixados, o que levou os títulos indexados ao câmbio a representarem menos de 0,5% da dívida em 2015, contudo, no mesmo período os títulos

indexados a Selic ainda representação mais de 23% na composição da dívida.

Gráfico 4: Composição da Dívida por Indexador (%)



Fonte: Banco Central, gráfico elaborado pelo autor.

Então, mesmo para o caso brasileiro, onde a política monetária é determinante na variação da dívida pública interna, a vulnerabilidade externa caiu significativamente quando em 2002 67,4% da dívida era interna e 32,6% externa passou para 95,1% e 4,9%, respectivamente no ano de 2014, esse resultado se deu pela acumulação de superávit no balanço de pagamento entre 2003 e 2007, fazendo com que o nível de reservas cambiais se acumulasse ao mesmo tempo em que o país reduzia seu endividamento externo líquido, para Bastos (2006), além disso:

Parte importante da dívida externa (ou seja, ativos financeiros de propriedade estrangeira) é denominada em reais, o que diminui a vulnerabilidade do país a desvalorizações cambiais. Como as reservas são concentradas em dólares, uma desvalorização do real perante o dólar reduz a dívida pública líquida (a dívida bruta menos os ativos do setor público, como reservas cambiais) e gera ganhos

patrimoniais que o Banco Central transfere semestralmente para o Tesouro Nacional. Em 2015, esses ganhos patrimoniais resultantes da depreciação cambial (de 47% em termos nominais em relação ao dólar, ou 28% em termos efetivos reais) somaram R\$ 260 bilhões, algo bem maior do que o prejuízo do BC com operações de seguro cambial oferecido a agentes privados (na forma de swaps cambiais), de R\$ 90 bilhões (BASTOS, 2016, p.5).

## 9 OS DETERMINANTES DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E O RMI

A existência de dívida pública não é um fenômeno típico do estado brasileiro, muito pelo contrário, trata-se de um fato normal e legítimo, frequentemente positivo nas economias modernas, uma vez que nem sempre é desejável que os dispêndios do governo sejam financiados pela emissão de moeda ou pela política fiscal contracionista de elevação do nível de impostos (BASTOS, 2016).

Do ponto de vista da gestão macroeconômica, a possibilidade de financiar gasto público com dívidas é importante, sobretudo em momentos em que o setor público precisa realizar políticas contracíclicas para evitar a contratação de gastos privados e, portanto, impedir uma recessão que pode prejudicar a própria arrecadação de impostos e aumentar a própria dívida pública (em relação ao PIB) (BASTOS, 2016, p.3).

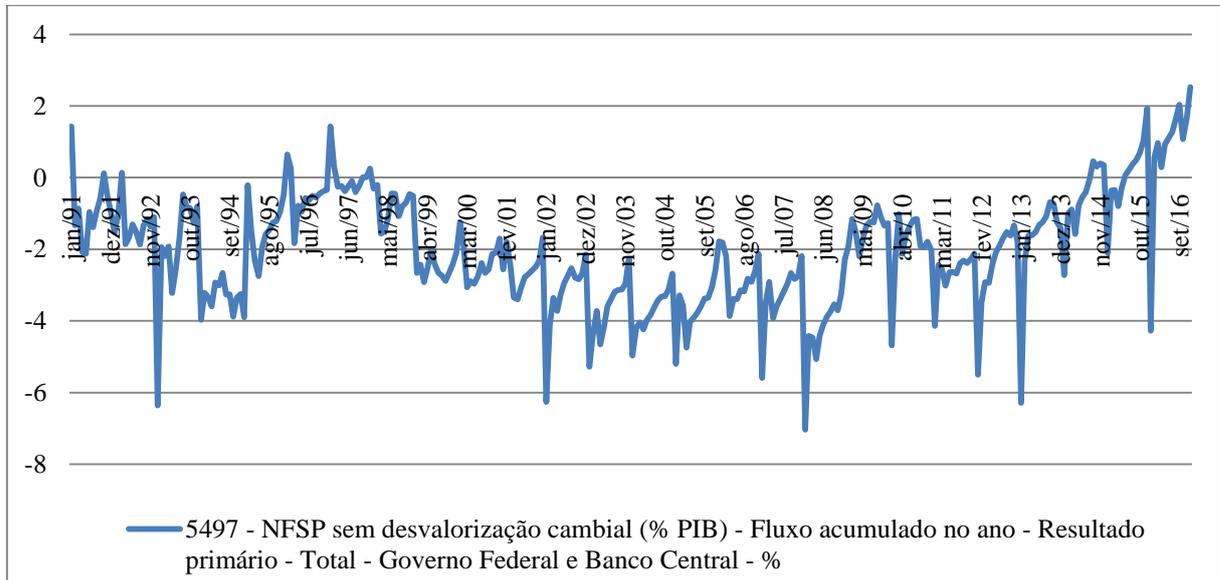
Outro fator também capaz de elevar o patamar da dívida, cuja sua influência sobre ela é o principal objeto de estudo do presente trabalho é a taxa de juros cobrada sobre a dívida anterior, no caso de ser elevada, independentemente do resultado primário eleva o nível de endividamento do setor público. A importância dos títulos públicos para uma economia não se restringe ao financiamento dos dispêndios do governo com gastos não financeiros, ou seja, quando não realiza superávit primário, os títulos emitidos pelo governo são de fundamental importância na rolagem da própria dívida ou gastos financeiros, além de serem utilizados na política monetária, uma vez que cumpre um papel determinante para a taxa de juros através do mercado financeiro (BASTOS, 2016).

Não existe um consenso entre os economistas quanto às causas do aumento do nível de endividamento público brasileiro, enquanto alguns economistas atribuem como causa principal à exagerada elevação dos gastos públicos, muito embora admitam que as altas taxas de juros pressionem a dívida para cima, outros atribuem aos juros a principal razão da elevação no nível de endividamento (BASTOS, 2016).

O gráfico 5, a seguir, apresenta o resultado primário por % do PIB durante o período de 1991 a 2016, nele podemos verificar que após a implantação do plano real em julho de 1994 apenas em 1996 e 1997 o governo incorre em déficit em seu resultado primário 0,65% e 1,43% do PIB respectivamente, a partir de 1998 o governo passa a obter superávits crescentes até chegar a mais de 6% do PIB em 2002, no entanto, como demonstra o gráfico da dívida

líquida do setor público foi o ano de maior explosão da dívida pública.

Gráfico 5: NFSP Sem Desvalorização Cambial (% PIB)



Fonte: Banco Central, gráfico elaborado pelo autor.

Para o período que nos interessa analisar, julho de 1999, quando foi implantado o Regime de metas de Inflação a 2015, pode-se perceber que apenas em meados de 2014 o governo incorre em déficit, quando apresenta um valor inferior a 0,5% do PIB.

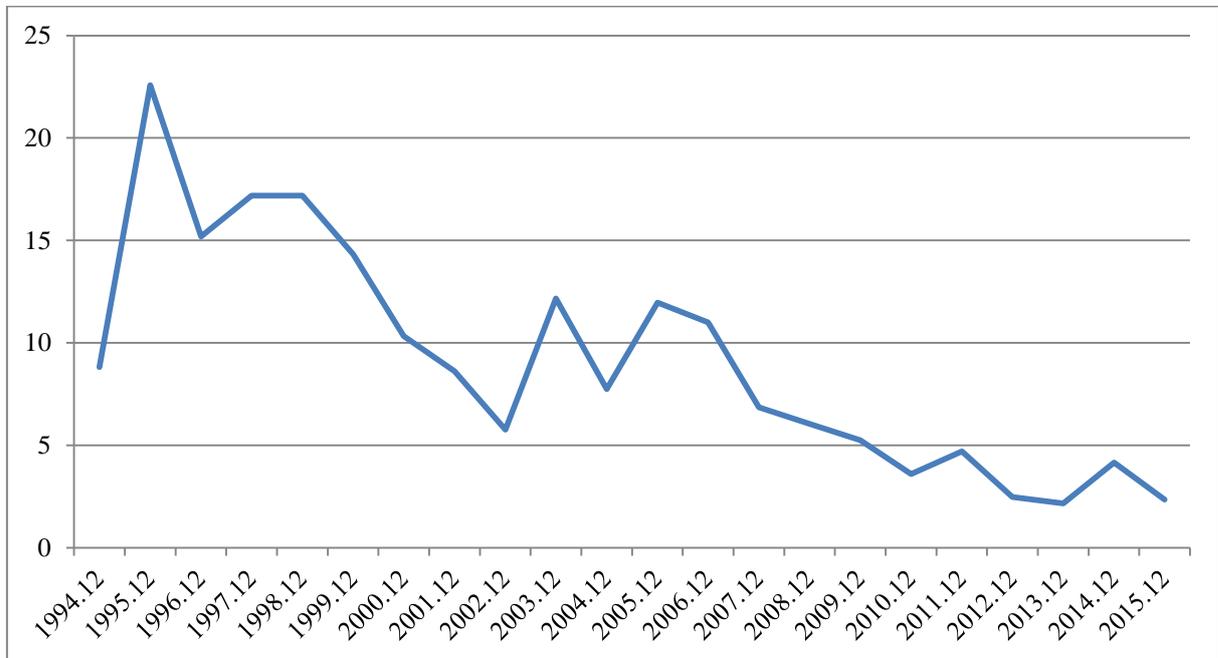
Ao compararmos os períodos antes e após o regime de metas podemos perceber que o fato em comum sobre a análise da dívida é a desvalorização da taxa de câmbio como mostrado no respectivo gráfico que atinge sua máxima desvalorização no ano de 2002 com uma relação R\$ 3,53 por US\$ (Real/Dólar), mesmo período em que a dívida líquida do setor público atinge seu pico com 62,45% do PIB, além da manutenção de elevadas taxas de juros. Durante o período entre 1990 e 2002, Bastos (2016), explica que:

O que determina a trajetória explosiva no período são os juros muito elevados e o lançamento de títulos indexados em dólar para evitar a crise da âncora cambial. Como se sabe, a defesa da política cambial depois do Plano Real, contou primeiro com o aumento do diferencial de juros para atrair capitais interessados em títulos de curto prazo denominados na moeda brasileira (BASTOS, 2016, p.16).

Como mostra o gráfico 6, logo a baixo, embora a taxa de juros apresenta uma tendência decrescente a partir de 1995 o Brasil ainda mantém o patamar de maior taxa do

mundo na média do período, isso aliado a maior desvalorização da moeda brasileira até então no pós-real, levam o nível de endividamento numa trajetória explosiva.

Gráfico 6: Taxa de Juros Reais – Selic Anualizada



Fonte: Banco Central, gráfico elaborado pelo autor.

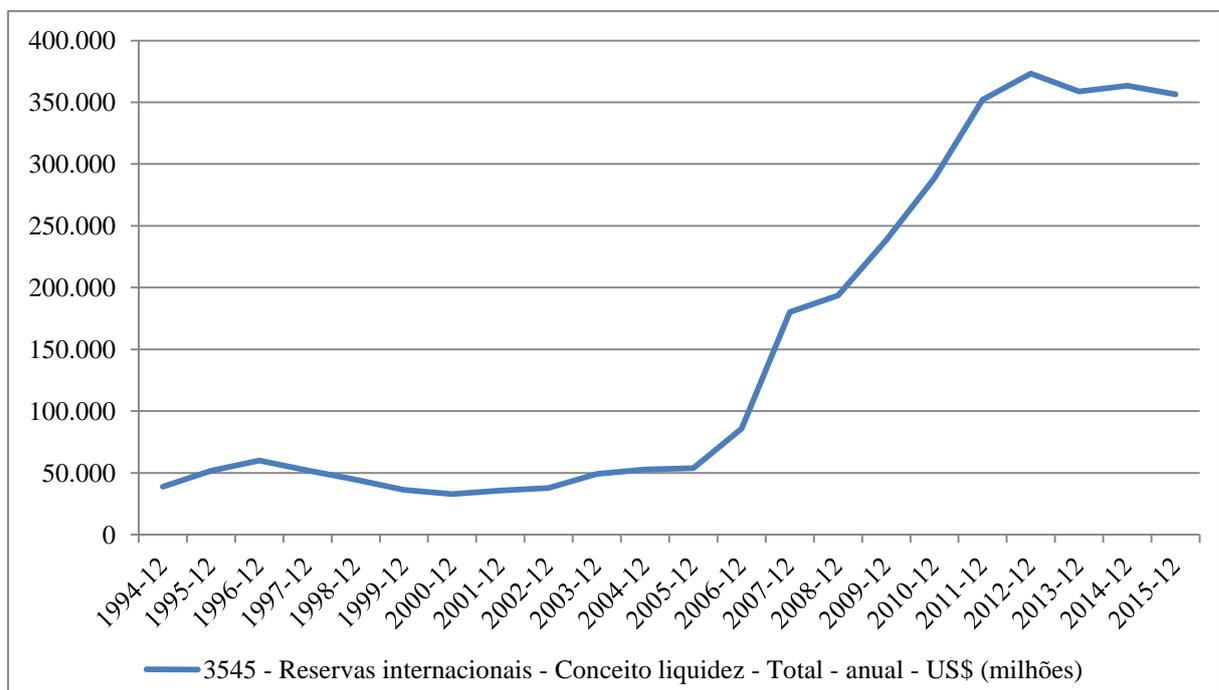
Entre os anos de 2003 de 2013 houve uma marcante redução da relação dívida líquida/PIB, mesmo se mantendo a taxa de juros em valores elevados, comparados com a média internacional, para Bastos (2016, p.17.) isso se explica “pela permanência de superávits primários e pelo aumento da taxa de crescimento do PIB nominal, mas poderia ser muito maior caso a política monetária não permanecesse extremamente conservadora”, essa redução ainda de acordo com Bastos (2016), se deu devido a:

A entrada de capitais e a especulação do mercado futuro de câmbio determinadas em parte pelo diferencial internacional de juros, por sua vez, reverteu o impacto da variação cambial sobre o crescimento da dívida, ao determinar forte tendência de apreciação cambial. Ela reduziu o custo da dívida interna indexada ao câmbio e, com o tempo, a eliminou, à medida que a convenção de apreciação cambial era consolidada e os investidores migravam para títulos com outros indexadores (BASTOS, 2016, p.17).

O efeito da política de acumulação de reservas cambiais a partir de 2006 demonstrado

no gráfico 7, esclarece o porquê, de em um primeiro momento, a apreciação cambial reduziu a dívida externa e a partir de 2008 em um segundo momento, com a crise financeira mundial que determina uma forte depreciação da moeda brasileira, contribui para uma redução da dívida líquida brasileira, pois, a acumulação de reservas proporciona significativos ganhos patrimoniais, uma vez a dívida sendo denominada em moeda nacional. Essa depreciação do câmbio continuou a contribuir entre os anos de 2011 a 2014 para a queda da relação dívida líquida/PIB (BASTOS, 2016).

Gráfico 7: Reservas Internacionais



Fonte: Banco Central, gráfico elaborado pelo autor.

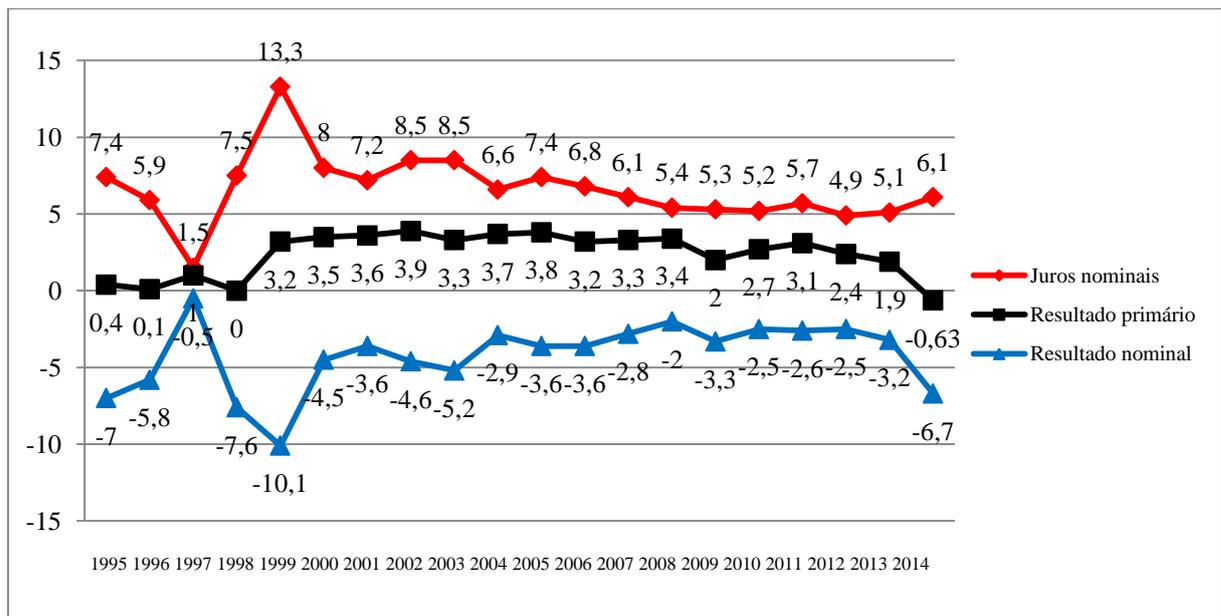
A nova mudança na trajetória da dívida líquida brasileira a partir do ano de 2014 se deu de acordo com Bastos (2016), a austeridade da política monetária realizada pela presidente Dilma Rousseff, a partir de 2011, ano do seu primeiro ano de mandato, com o custo fiscal recaindo com força total em 2014, em 5,5% do PIB, somados ao período em que o Banco Central anunciava sucessivas elevações nas taxas de juros desde meados de 2013.

Embora o efeito conjunto dessas variáveis tenha mudado a trajetória de queda da dívida pública líquida brasileira a partir de 2014, em dezembro de 2015 a mesma se encontrava com 35,6% do PIB, ainda em patamar menor que em 2010 que era em torno de 37,7% do PIB. Mesmo sendo o alarmismo da mídia e do atual governo em relação à dívida

algo desproporcional, percebemos que a variável taxa de juros não só contribui desde o início do plano real, passando pela mudança na política cambial em 1999 até os dias atuais para um patamar de endividamento muito acima do que os outros fatores da nossa política macroeconômica nos permitiriam, sendo assim, as altas taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro agem de maneira extremamente nociva no que desrespeito aos custos fiscais exigidos para cumprimento das exigências oriundas de sua manutenção.

O gráfico 8 apresentado abaixo, demonstra claramente o custo fiscal exigido pela política monetária de juros elevados. Mesmo o governo incorrendo em superávit primário, o resultado nominal, ou seja, quando acrescentadas às receitas e despesas financeiras, observamos uma necessidade de financiamento muito grande por parte do governo, isso se deve exclusivamente as grandes taxas de juros construídas em pró do combate a inflação, cumprindo o papel de principal instrumento de política monetária no regime de metas.

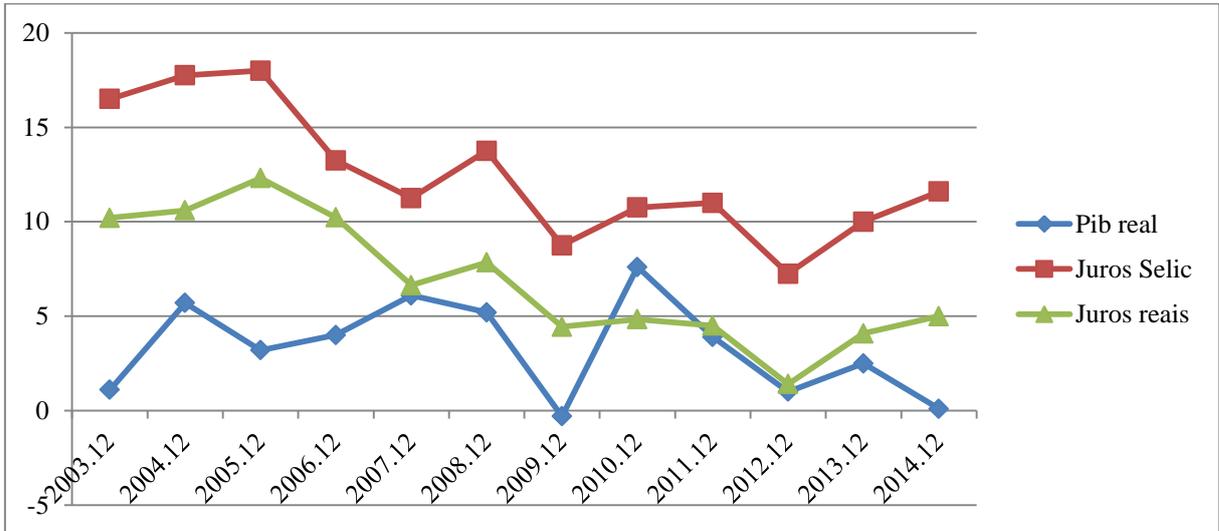
Gráfico 8: Setor Público Consolidado – Resultado Primário e Nominal (% PIB)



Fonte: Banco Central, retirado do artigo 220 anos do plano real.

Já o gráfico 9 apresenta a relação entre as taxas de juros reais e nominais com o PIB real, como pode ser observado entre o período de 2003 a 2014 apenas com exceção de 2010 o Brasil conseguiu realizar uma taxa de crescimento real acima dos juros reais, a consequência dessa situação em outras palavras é de que tudo que se produz no país é insuficiente para quitar as despesas financeiras, os juros pagos pelos Títulos Públicos Federais.

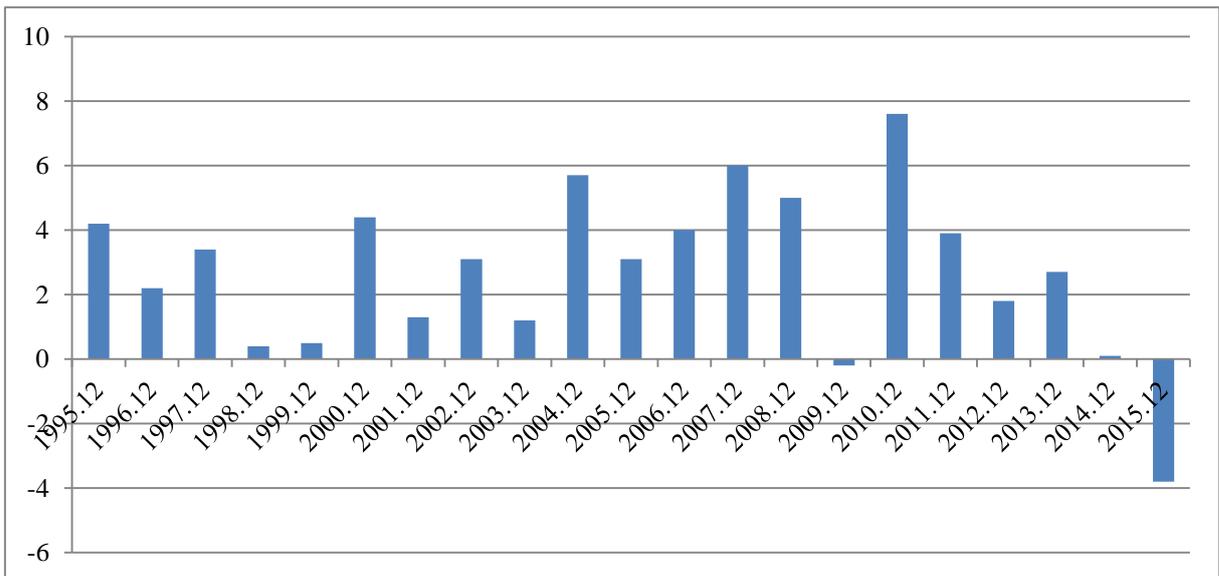
Gráfico 9: Taxa de Juros Selic, Juros Reais e PIB Real



Fonte: Banco Central, retirado do artigo 220 anos do plano real.

No gráfico 10 observamos o comportamento da variação do Produto Interno brasileiro durante os anos de 1995 a 2015, que mesmo não apresentando um resultado regular ao longo do tempo durante o período analisado, apenas no ano de 2009 e 2015 consolidou valores negativos em 0,2 e 3,8 respectivamente, como a taxa de crescimento tem uma relação negativa com o nível de endividamento uma queda em seu patamar representa um nível de elevação da dívida pública.

Gráfico 10: Crescimento do PIB / Variação Anual



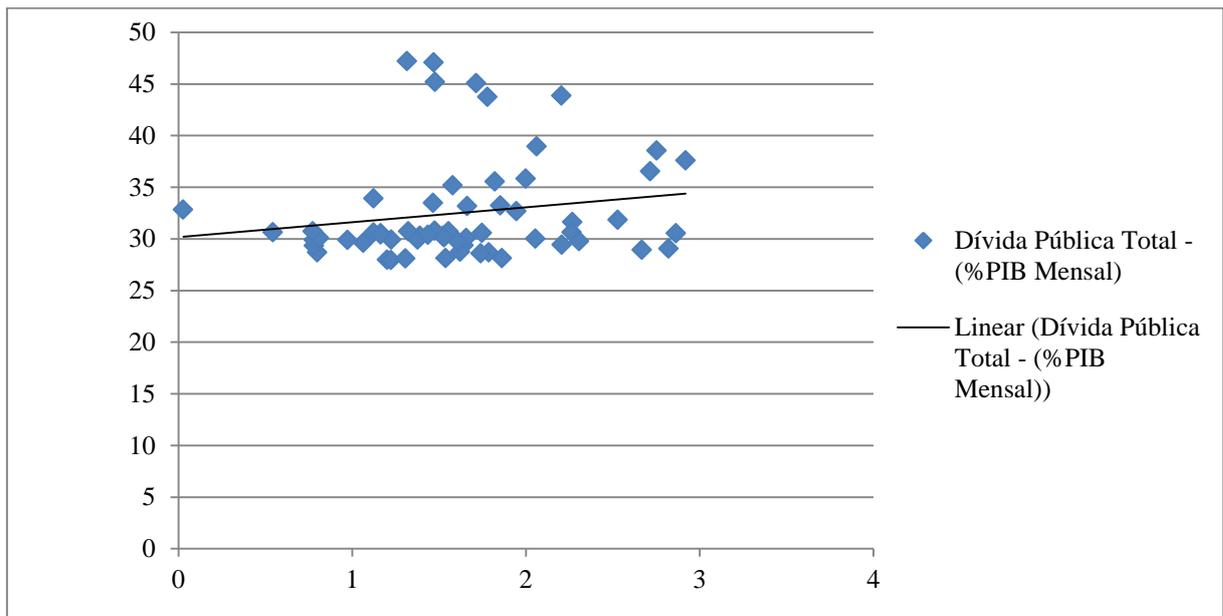
Fonte: Banco Central, retirado do artigo 220 anos do plano real.

## 9.1 Análise dos Gráficos e Regressões

Para analisarmos o efeito da taxa de juros sobre o endividamento brasileiro, torna-se necessário que façamos uma análise de dois períodos distintos que compreendem a primeira parte do Plano Real, entre julho de 1994 a junho de 1999 e o segundo período que representa a segunda parte do Plano Real, com implantação do RMI, entre julho de 1999 e dezembro de 2015.

A primeira parte está representada pelo gráfico 11 no qual podemos identificar a ausência de correlação entre as duas variáveis analisadas, a taxa de juros e a dívida pública, mesmo percebendo uma pequena tendência linear negativa, não se pode afirmar uma existência significativa entre a relação.

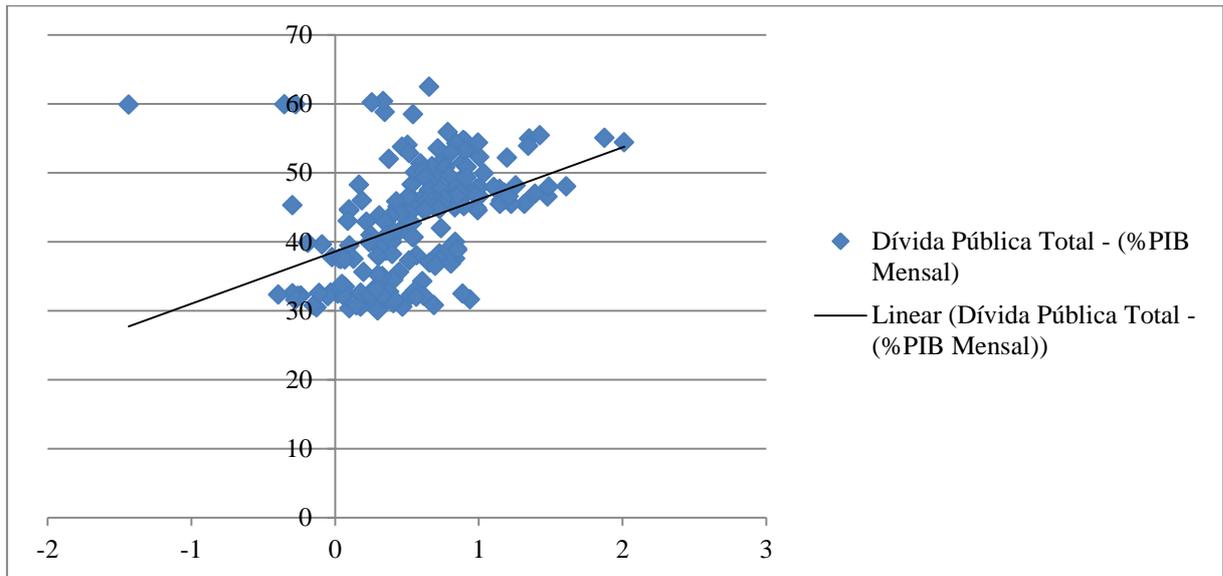
Gráfico 11: Relação Taxa de Juros / Dívida Pública (1994/1999)



Fonte: Banco Central e IPEA data, gráfico elaborado pelo autor.

O gráfico 12 mostra agora a análise realizada para o período pós-adoção do regime de metas de inflação, julho de 1999 a dezembro de 2015. Nele percebemos que a partir de certo patamar do endividamento público brasileiro existe uma relação linear positiva entre as variáveis analisadas.

Gráfico 12: Relação Taxa de Juros / Dívida Pública (1999/2015)



Fonte: Banco Central e IPEA data, gráfico elaborado pelo autor.

A tabela 1 apresenta os resultados da regressão realizada também para ambos os períodos, a parte esquerda representa o período anterior ao RMI, enquanto o lado direito da tabela representa o período do RMI. Na parte 1, mesmo obtendo um valor de R quadrado de 90%, a variável taxa de juros se comporta de maneira que o aumento de um ponto percentual provoca um efeito de 0,10% de elevação na dívida pública, mesmo assim, o P valor está acima de 0,5, demonstrando que não existe significância estatística do resultado.

A segunda parte da tabela apresenta resultado diferente do anterior, desta vez o R quadrado possui valor elevado, de 79%, no entanto apresenta um valor P muito próximo de zero, o que comprova a existência de significância estatística no resultado obtido, para esse caso uma elevação de 1% na taxa de juros causa um aumento de 2,68% na dívida pública brasileira, esses resultados vão de encontro aos dos gráficos de dispersão apresentados anteriormente.

Tabela 1: Resultado das Regressões por MQO – Variável dependente: Dívida Pública (% do PIB)

Período antes do RMI julho de 1994 a junho de 1999			Período do RMI julho de 1999 a dezembro de 2015		
Variáveis Explicativas	Coefficiente	Valor-P	Variáveis Explicativas	Coefficiente	Valor-P
Taxa de juros real	0,109	0,805	Taxa de juros real	2,683	0,000
5783 - NFSP	-2,345	0,000	5783 - NFSP	-0,604	0,107
Tempo	0,322	0,000	Tempo	-0,099	0,000
Dummy-câmbio	13,428	0,000	Dummy-lula	13,322	0,000
Dummy ano eleitoral	-0,303	0,582	Dummy ano eleitoral	2,427	0,000
Varição do câmbio	-0,248	0,034	Varição do câmbio	-0,089	0,182
PIB real	-8,263E-07	0,173	PIB real	-3,404E-07	0,020
R-Quadrado	0,901		R-Quadrado	0,797	
R-quadra ajustado	0,888		R-quadra ajustado	0,790	
Observações	59		Observações	198	

Fonte: Banco Central, tabela elaborada pelo autor.

Os dados acima analisados demonstram que a mudança no rumo da política monetária com a implantação do RMI proporcionou a criação de uma correlação, em termos significativos, antes não existente, segundo os dados apresentados, entre a taxa de juros e a dívida pública.

Uma possível explicação para esse comportamento, de acordo com estudos realizados por Ferreira et. al (2004, p. 1) passa pelas “especificidades da política monetária e da estrutura do mercado da dívida do país”, que por sua vez apresenta características de sua concentração por via de instrumentos pós fixados indexados a taxa de juros Over/Selic, de curto prazo.

Em outras palavras a instabilidade nas taxas de juros, além dos agregados monetários não permitiu que a política monetária brasileira atuasse conforme suas atribuições clássicas, isso se deve em parte concentração de haveres financeiros de curto prazo e em segundo lugar pelo ambiente instável em decorrência de anos de convívio com ambiente de hiperinflação, que juntamente não permitiam a possibilidade de criação de um melhor perfil de sustentabilidade da dívida (FERREIRA ET AL, 2004).

## 10 CONCLUSÃO

A partir da implantação do RMI como política monetária, em 1999, verificamos um comportamento explosivo da dívida líquida brasileira, muito embora tendo na crise do câmbio a principal explicação para essa situação pelo fato da maior parte dos títulos públicos estarem indexados a ele, boa parte era atrelada a Selic, pois, com a nova âncora nominal esses títulos se tornavam mais atraentes, devido à característica da nova política monetária.

Mesmo com a mudança no perfil da dívida a partir de 2002, com a troca de parte dos títulos pós-fixados, atrelados a Selic e ao câmbio, pelos pré-fixados, a taxa de juros não só continuou mantendo uma relação direta com o nível de endividamento brasileiro, como ganhou o papel de principal instrumento de crescimento da mesma, tendo em vista a grande importância do esforço fiscal realizado pelo governo na realização de superávits primários condizentes com a tentativa de estabilização da relação entre dívida e PIB durante o período analisado.

Além disso, os resultados sugerem que a parcela da dívida que responde ao comportamento da taxa de juros não só cresceu com a implantação do RMI, como também, foi criada uma correlação significativa e positiva de linearidade entre ambas para um determinado patamar de endividamento não existente no período anterior a aplicação dessa política monetária. Portanto conclui-se que existe uma relação entre o RMI e o nível de endividamento no Brasil durante os anos de 1999 a 2015, e que essa relação é positiva, de maneira que uma elevação na taxa de juros está associada a um aumento na dívida pública.

Os resultados obtidos no presente trabalho vão de encontro a seu objetivo principal de estabelecer a relação existente entre a política monetária de RMI e o nível de endividamento brasileiro durante os anos de 1999 a 2015, nesse contexto, a hipótese criada mostra-se verdadeira, uma vez que a parcela da dívida indexada a taxa de juros de curto prazo ocupa o papel de maior responsável pela relação.

Uma possível solução para maior sustentabilidade da dívida parte da necessidade de melhorar o perfil da dívida pública brasileira através de uma estratégia de alongamento da mesma, tendo em vista a existência de resquícios do período de inflação elevada, contribuindo para a existência de ativos líquidos de curto prazo. Tal estratégia partiria como sugere Ferreira et. al (2004), da sincronia adotada pelo Tesouro Nacional juntamente com o BACEN, enquanto o primeiro alongaria de forma gradual os prazos para títulos pré-fixados, o segundo promovia uma diminuição gradual dos juros reais.

Outras discussões que não são o objetivo principal deste trabalho poderiam ser acrescentadas no desenvolvimento e execução da possível solução sugerida: maior autonomia do Banco Central, períodos de longo ou médio prazo para obtenção de resultados etc. Para tanto maiores detalhes ficam em aberto para estudos posteriores.

## REFERÊNCIAS

- AMARAL, Raquel Quevedo; OREIRO, José Luis. A Relação entre o Mercado de Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil. **Scielo Revista de Economia Contemporânea.**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, set/dez, 2008. ISSN 1980-5527. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-98482008000300004](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482008000300004)>. Acesso em: 05 de maio de 2017.
- ATHAYDE, David Rebelo; VIANNA, André Coelho. Dívida pública Brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Scielo Revista Nova Economia.**, Belo Horizonte, v. 25, n. 9, maio/agosto, 2015. ISSN 1980-5381. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512015000200403](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512015000200403)> . Acesso em: 16 de maio de 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil: série de perguntas mais frequentes**, 2016. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%2010-regime%20de%20metas%20para%20a%20infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20brasil.pdf>>. Acesso em: 30 de setembro de 2016.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **Crescimento da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil (1991-2014)**. Campinas, abril, 2016. Disponível em: <[file:///C:/Users/Adm/Downloads/TD273.%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Adm/Downloads/TD273.%20(1).pdf)> . Acesso em: 20 de janeiro de 2017.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre Antônio; WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa. **A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil**. 2000. Disponível em: <[http://www.economia.ufpr.br/Professores/54/Art\\_Bogdanski\\_2000.pdf](http://www.economia.ufpr.br/Professores/54/Art_Bogdanski_2000.pdf)>. Acesso em: 16 de janeiro de 2017.
- COSTAS, Ruth. Alta de juros terá impacto bilionário na dívida pública. **BBC Brasil**, São Paulo. 21 de jan. de 2015. Disponível em: <[http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/01/150121\\_juros\\_selic\\_ru](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/01/150121_juros_selic_ru)>. Acesso em: 25 de outubro de 2016.
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FILHO, Murilo Robotton; DUPITA, Adriana Beltrão. **Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão**. Texto para discussão 09 (2004). Disponível em: <<ftp://139.82.198.57/gfranco/Kawall2.PDF>>. Acesso em junho de 2017.
- GADELHA, Sérgio Ricardo de Brito; DIVINO, José Angelo. Dominância Fiscal ou Dominância Monetária no Brasil? Uma análise de casualidade. **Scielo Economia Aplicada.**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 4, out/dez, 2008. ISSN 1980-5330. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-80502008000400006](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502008000400006)>. Acesso em 10: de maio de 2017.
- GOMES, Gerson; CRUZ, Carlos Antônio Silva. **Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI. Vinte Anos de Economia Brasileira 1995/2014**. 2015. 153 slides. Disponível em: <<http://plataformapoliticasocial.com.br/wp-content/uploads/2015/04/VINTE-ANOS-DA->

ECONOMIA-BRASILEIRA-1995-2014.pdf>. Acesso em: 27 de dezembro de 2016.

GIAMBIAGI, Fábio. et al. **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval; JUNIOR, Rudinei Toneto. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MEOTTI, Fábio Vinícios. **Implantação e Evolução do Sistema de Metas de Inflação no Brasil**. 2009. 89 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009. Disponível em: <<http://www.economia.ufpr.br/Teses%20Doutorado/Fabio%20Vinicius%20Meotti.pdf>>. Acesso em: 16 de maio de 2017.

MARTELLO, Alexandro. Dívida Pública sobe 21,7% em 2015, para R\$ 2,79 trilhões, maior da série. **G1**, Brasília. 25 de jan. de 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/divida-publica-sobe-248-em-2015-para-r-279-trilhoes-maior-da-serie.html>>. Acesso em: 25 de outubro de 2016.

MENDONÇA, Helder Ferreira. Dívida Pública e Estabilidade de Preços no Período Pós-Real: Explorando relações empíricas. **SciELO**, São Paulo, v. 34, n. 2, p. 345-368, abril/junho de 2004. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ee/v34n2/v34n2a05.pdf>>. Acesso em 02 de maio de 2017.

MONTES, Gabriel Caldas; TIBERTO, Bruno Pires. Gestão da Dívida pública, reputação fiscal e risco-país: evidências empíricas para o Brasil. In: ENCONTRO DE ECONOMIA APLICADA, 2., 2014, Juiz de Fora. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://www.ufjf.br/encontroeconomiaaplicada/files/2014/05/Gest%C3%A3o-da-d%C3%ADvida-p%C3%ABblica-reputa%C3%A7%C3%A3o-fiscal-e-risco-pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: 10 de maio de 2017.

NAKANO, Yoshiaki. O Regime Monetário, a Dívida Pública e a Alta Taxa de Juros. **Revista Conjuntura Econômica**, FGV SB Sistema de Bibliotecas, v. 59, n.11. 2005. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218/27093>>. Acesso em: 01 de outubro de 2016.

NEVES, André Lúcio. OREIRO, José Luís. O Regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008. Disponível em: [http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro\\_neves\\_2008\\_fee.pdf](http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro_neves_2008_fee.pdf). Acesso em 01 de outubro de 2016.

PALOMBO, Paulo Eduardo Moledo. Fatores Determinantes da Evolução e Sustentabilidade da Dívida Pública. In: ENANPAD, 34., 2010, **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/apb87.pdf>>. Acesso em 15 de março de 2017.

REZENDE, Ricardo Pazzotti. **Uma análise das políticas macroeconômicas do governo FHC, governo Lula**. Monografia (Graduado em Economia), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia291727>>. Acesso em: junho de 2017.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira; MEDEIROS, Otavio Ladeira.

**Dívida Pública: a experiência brasileira.** Brasília, 2009. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243489/Livro+da+D%C3%ADvida+P%C3%ABblica+A+Experi%C3%AAncia+Brasileira/286e0616-6931-4e37-9174-b5cdce84a10f>>. Acesso em: 04 de outubro de 2016.

SILVA, Roseli. Âncora Cambial e o Brasil pós Plano Real. **Blog Random Walk**, ECO F, 2014. Disponível em: < <https://roselisilva.wordpress.com/2014/10/27/ancora-cambial-e-o-brasil-pos-plano-real/>>. Acesso em: 16 de janeiro de 2017.

SOARES, Fernando Antônio Ribeiro. **A Administração da Taxa de Cambio no Plano Real e os Fundamentos Econômicos Brasileiros.** Tese (Doutorado em Economia), Universidade de Brasília, Brasília, 2006. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/eppgg/producaoacademica/tese\\_-fernandosoares.pdf](http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/eppgg/producaoacademica/tese_-fernandosoares.pdf)>. Acesso em: agosto de 2016.

TESOURO NACIONAL. **O que é a Dívida Pública Federal?**, 2016. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-divida-publica-federal/-/asset\\_publisher/VEAOSTfHz2Hd/content/o-que-e-a-divida-publica-federal-](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-divida-publica-federal/-/asset_publisher/VEAOSTfHz2Hd/content/o-que-e-a-divida-publica-federal-)>. Acesso em: 04 de outubro de 2016.