

O regime de metas de inflação, a taxa de juros e a relação dívida pública/PIB*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS

O regime de metas de inflação foi adotado, no Brasil, a partir de 1999. Como ele se utiliza fundamentalmente da taxa de juros para buscar a estabilização dos preços, a prática de uma taxa Selic alta, ao longo dos anos, influenciou a elevação da relação dívida pública interna/PIB. Essa situação se explica, principalmente, pelo volume de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) pós-fixadas, que compõem a dívida e que são remuneradas pela taxa de juros básica da economia.

O presente texto, além de buscar uma explicação do por que a taxa de juros básica da economia brasileira é tão elevada (uma das mais altas do mundo), também procura mostrar a necessidade do Governo de reduzir o volume de títulos pós-fixados a ela no mercado, trocando-os por títulos prefixados. Por último, pretende esclarecer a anomalia da relação do sistema monetário com a estrutura de mercado da dívida pública. As LFTs, ao se constituírem em um estoque de quase-moeda, sempre que o Banco Central eleva a taxa de juros Selic, acabam expandindo a demanda efetiva da economia, devido ao aumento do volume de riqueza acumulada, o que, portanto, contraria o objetivo da política monetária do Governo, que é o de conter a demanda agregada.

1 O regime de metas de inflação

O tema das metas de inflação começou a ser discutido com certa intensidade, nos meios acadêmicos internacionais, a partir do início dos anos 90 e foi adotado, nos últimos anos, primeiramente por países como Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha.

O regime de metas de inflação constitui-se em uma estratégia que proporciona à condução da política monetária um nível de flexibilidade consideravelmente maior

do que o observado no regime de metas cambiais e, sobretudo, no regime de metas monetárias. Além disso, a existência de um mecanismo que permita a ocorrência de desvios em relação à meta, quando ocorrerem choques de oferta na economia, propicia maior flexibilidade a esse regime.

Devido a esses motivos, é possível lançar mão de algum grau de discricionarismo, sem que se comprometa a credibilidade da política monetária. Assim, esse regime não deve ser interpretado como uma regra que define uma meta para a inflação, que, ao se constituir no único objetivo da política monetária, deve ser atingida a qualquer custo, a despeito de outros fatores, como os níveis de produto e de emprego e a taxa de câmbio. O fato de a inflação constituir-se no objetivo prioritário de médio e longo prazos da política monetária não implica a inexistência de metas intermediárias, mas, sim, que, no caso de conflito entre elas, a estabilidade de preços prevaleça.

Nesse regime, a existência de uma relação estável entre as metas intermediárias e a final torna-se prescindível. Trata-se de uma vantagem do regime monetário de metas de inflação com relação ao de metas monetárias, cujo abandono, na maioria dos países que a adotaram, foi explicado, notadamente, pela instabilidade da velocidade de circulação da moeda.

A busca por mais transparência na condução da política monetária, aliada à sua simplicidade, torna o regime de metas inflacionárias facilmente compreendido pelo público, o que amplia a capacidade de os agentes econômicos monitorarem e avaliarem o comportamento do Banco Central, conferindo maior credibilidade à política monetária.

Enfim, a adoção desse regime proporciona uma âncora nominal que coordena as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e baliza a formação de preços, contribuindo diretamente para o controle inflacionário.

No Brasil, de acordo com a lógica do regime monetário de metas de inflação, o Bacen deve assegurar o cumprimento de uma meta referente à taxa de variação

* Artigo recebido em 06 jul. 2006.

** E-mail: moreira@fee.tche.br

do IPCA fixado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Esse objetivo é alcançado, fundamentalmente, pela definição de uma meta para a taxa de juros Selic — que, por sua vez, é obtida por meio do chamado gerenciamento diário de liquidez — compatível com a meta de inflação.

Tendo em vista a existência de defasagens na condução da política monetária, o Banco Central atua de maneira prospectiva, ou seja, a taxa Selic é calibrada de acordo com a expectativa de inflação: a identificação de uma trajetória da inflação superior e/ou inferior à meta requer uma elevação e/ou redução da taxa de juros.

Dessa forma, a taxa de juros torna-se o principal instrumento utilizado pela autoridade monetária para garantir que o IPCA se mantenha no intervalo de flutuação estabelecido pelo CMN. Portanto, a compreensão do processo de formação da taxa de juros e dos efeitos que ela produz sobre a economia é altamente relevante.

Em uma economia, há uma gama de taxa de juros (de poupança, de empréstimos, de financiamentos, etc.) que também se diferenciam em função do prazo (curto, médio e longo). O Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros de curto prazo, ou, mais precisamente, a taxa Selic, que é a taxa primária de juros estabelecida diariamente no mercado de reservas bancárias. Isto é, ela representa o custo no qual os bancos comerciais incorrem ao tomarem emprestado reservas bancárias, por um dia, no chamado mercado interbancário.

A partir da determinação da taxa primária de juros, através de um processo de arbitragem no mercado financeiro, determinam-se as taxas de prazo mais longo, em função das quais são pautadas, notadamente, as decisões de investimento, poupança, produção e consumo de bens.

Ao definir a taxa de juros Selic, o Bacen influencia indiretamente as taxas de médio e longo prazos, que também dependem de fatores fora de seu controle, como margens de lucro na intermediação financeira, risco de crédito, expectativas quanto ao desempenho futuro da economia e quanto ao comportamento da própria taxa primária de juros, dentre outros.

Conseqüentemente, variações na taxa básica propagam-se por toda a estrutura a termo da taxa de juros, que é o conjunto das taxas de juros para todos os prazos praticados na economia.

A pergunta que não quer calar é se, mesmo havendo necessidade de se praticarem taxas de juros elevadas para assegurar a estabilidade dos preços na economia brasileira, elas precisam ser tão altas como as praticadas desde a implantação do regime de metas de

inflação. Na próxima seção, são destacados alguns fatores que podem responder a essa indagação.

2 Algumas explicações para a elevada taxa de juros reais no Brasil

No Brasil, desde o Plano Real, a taxa de juros Selic real nunca caiu abaixo de 9%, um nível que seria considerado muito elevado em qualquer país do mundo. Hoje, no início de junho de 2006, estando na faixa de 10,55% (considerando-se a meta de inflação para este ano de 4,5% e a taxa de Selic nominal de 15,25%), ela é altíssima, quando comparada não só com a dos países desenvolvidos, mas também com a dos emergentes.

Alguns fatores podem estar contribuindo para isso; entre eles estão aqueles que são oriundos, muitas vezes, do processo de amadurecimento institucional do País, aos quais chamaremos de estruturais. Já os resultantes de eventos que vêm ocorrendo ao longo dos últimos anos e que, enquanto duram seus efeitos, contribuem para elevar a taxa Selic denominaremos conjunturais.

Do ponto de vista estrutural, a histórica fragilidade da solvência pública brasileira ocupa papel de destaque, pois ainda são lembrados, entre os credores internacionais, a reestruturação da dívida externa iniciada na década de 80 e concluída em 1994 e o pânico de 2002, em que o temor de uma moratória levou a economia nacional a sofrer uma parada súbita do financiamento internacional.

Dentro dessa classificação, também deve ser considerado o baixo nível de intermediação financeira no Brasil, que, além de diminuir o potencial de propagação da política monetária, pode levar à necessidade de juros mais altos para se conter a demanda. Taxas mais elevadas são mais efetivas em refrear a procura de crédito quando os agentes econômicos estão mais alavancados e sentem mais os seus efeitos. No Brasil, apesar de aumento recente, o volume de crédito em relação ao PIB ainda é baixo (por volta de 28%, enquanto, nos EUA, Europa e Japão, ultrapassa 100%). Outro aspecto da atrofia da intermediação financeira no Brasil é a ausência de mercados secundários bem desenvolvidos, como o de hipotecas nos Estados Unidos da América, que criam importantes canais de transmissão da política monetária.

Um fator estrutural relevante, já enfatizado algumas vezes pelo Bacen, que também contribui para manter a Selic elevada, é o grande volume de créditos administrados no Brasil, com taxas de juros imunes aos movimentos da Selic. Os repasses do BNDES, o crédito agrícola e várias modalidades de empréstimos imobiliários correspondem, atualmente, à cerca de um terço do crédito na economia.

Obviamente, tendo o espaço de ação do seu principal instrumento limitado (crédito), a autoridade monetária precisa atuar com mais intensidade sobre a parte vulnerável, para produzir um mesmo efeito contracionista na demanda. E isso representa uma taxa de juros Selic real mais alta.

O tamanho da dívida pública é outro fator que contribui para elevar a taxa básica real de juros. A ele, junta-se o fato de que mais da metade da dívida está em Letras Financeiras do Tesouro, ou seja, aplicadas no *overnight* e, portanto, atreladas à Selic. Isso significa que esses títulos do Governo não estão expostos a nenhum risco de mudança na estrutura a termo da taxa de juros da economia. Títulos de dívida pública prefixada, que predominam na maioria dos países, causam perdas para seus detentores, quando os bancos centrais provocam a elevação dos juros (e o inverso ocorre em quedas). É o chamado “efeito riqueza” — uma perda imediata de capital para os detentores de bônus do Governo que potencializa o efeito contracionista de um aperto monetário. No Brasil, o efeito é débil, já que os detentores de LFTs são imunes a mudanças na política monetária. O resultado são taxas básicas mais altas.

Outra hipótese recentemente levantada para explicar o alto juro real básico no Brasil é o chamado risco jurisdicional. Basicamente, a idéia é a de que o efeito combinado de um ambiente institucional e de um sistema jurídico com viés pró-devedor, de um lado, e de controles de capital, de outro, cria uma situação em que os agentes requerem uma taxa de juros muito alta para financiar o Governo brasileiro.

Com relação aos fatores conjunturais, podemos citar, por exemplo, o forte movimento de desvalorização do real de 1999 a 2003, que provocou grandes altas nos IGPs (índice de inflação com forte componente de preços de atacado), que, por sua vez, se transmitiram, contratualmente, a diversas tarifas públicas. Dessa forma, a alta do dólar acabou provocando impacto na inflação para o consumidor mais intensamente do que aconteceria apenas pelo efeito sobre os produtos comercializáveis internacionalmente. Mesmo com a existência das margens de tolerância em torno das metas de inflação, o Banco Central revelou-se bastante duro na

contenção dos choques oriundos da desvalorização do câmbio, o que explica, em parte, as altas taxas de juros reais do período mais recente.

As diversas crises externas nos anos 90 e no início da atual década, somadas à crise de confiança político-eleitoral em 2002, também podem ser consideradas como efeitos conjunturais sobre a taxa de juros real. Se a fragilidade que permitiu que essas turbulências acontecessem é estrutural, os eventos que as deflagraram têm uma natureza episódica. Isto é, são fatos que provocam choques e elevam a taxa de juros real, o que contribui para que a média dos últimos anos seja alta e, portanto, talvez explique o fato de o atual patamar ser elevado, na medida em que o Bacen tende a ser mais gradualista quando baixa a Selic do que quando a eleva.

Um importante fator conjuntural recente é o veloz crescimento do volume de empréstimos na economia e, particularmente, do crédito consignado. Essa ampliação está ligada a mudanças regulatórias e institucionais, no âmbito da chamada agenda microeconômica, e é extremamente benéfica. Circunstancialmente, porém, ela agiu no sentido contrário à tentativa do Bacen de conter a demanda a partir de meados do ano passado e pode ter sido um fator condicionante dos elevados juros reais praticados pela autoridade monetária a partir do segundo semestre de 2005.

Outro fator a ser considerado é o forte aumento da carga tributária iniciado desde o lançamento do Plano Real, obtido principalmente por impostos indiretos, os quais tendem a ser repassados para preços. Essa contínua pressão inflacionária pode ser considerada como um dos fatores que contribuíram para manter a Selic em níveis elevados. Também deve ser computado um outro fato, qual seja, o de que o Brasil ainda está migrando para o padrão contemporâneo de depósitos compulsórios zerados, tendo saído de 100% sobre os depósitos à vista na época do Plano Real para 45% hoje. Isso significa que ainda há um processo de monetização em curso na economia brasileira, o qual também influencia a inflação, o que pode exigir juros reais elevados para ser neutralizada.

Um dos reflexos das altas taxas de juros praticadas no Brasil é sobre a relação dívida pública/PIB. A seguir, procura-se explicar por que isso ocorre.

3 A relação dívida pública/PIB e a necessidade de reduzir as LFTs

A dívida pública, com a implantação do sistema de metas de inflação em 1999, manteve-se elevada em relação ao PIB. Era 48,7% do PIB em dezembro de 1999, atingiu o pico em dezembro de 2003, quando representou 57,2% de tudo o que foi produzido no País, e caiu, em dezembro de 2005, para 51,6% desse agregado. Especificamente de 2004 a 2005, a dívida, embora alta, manteve-se estável, pois, em dezembro de 2004, ela era 51,7% do PIB. A mesma situação de estabilidade verifica-se em relação aos primeiros meses de 2006 (em abril, a relação dívida pública/PIB era de 51%).

Além da manutenção da relação da dívida como proporção do PIB, também é importante destacar a melhora do perfil da dívida mobiliária (que corresponde a 95% da dívida líquida do setor público consolidado), expressa na redução da exposição cambial, refletindo a diminuição dos títulos cambiais e de operações com derivativos vinculadas à moeda estrangeira e o aumento da participação dos títulos prefixados.

Nos últimos anos, após uma contração da dívida cambial (inclusive *swaps*) de 33,8% do total da dívida em títulos federais em dezembro de 2001 para 9,3% em dezembro de 2004 e 1,2% em dezembro de 2005, houve um aumento do peso dos prefixados de 1,7% em janeiro de 2003 para 27,2% em dezembro de 2005 e dos remunerados com base na Selic, inclusive *swaps* de 41,9% para 52,1% do total entre janeiro de 2003 e dezembro de 2005.

Considerando a posição do mês de março de 2006, os títulos públicos por indexadores apresentaram a seguinte participação em relação ao total da dívida mobiliária federal: os títulos indexados ao câmbio representaram -1,5% (considerando-se as operações de *swaps*); os títulos vinculados à taxa Selic, 47,4% (queda de 4,7 pontos percentuais em relação a dezembro de 2005), também levando-se em conta as operações de *swaps*; os títulos prefixados, 27,5% (aumento em 0,3 pontos percentuais em relação a dezembro de 2005); e os títulos vinculados a índices de preços, 20,3%.

Em janeiro de 2006, o Tesouro Nacional (TN) divulgou o Plano Anual de Financiamento (PAF) para este ano. Dentre as diretrizes apresentadas para a gestão da dívida pública federal, destacam-se a elevação de seu prazo médio e a substituição dos títulos referenciados à taxa Selic (LFTs) e à variação cambial por papéis com

rentabilidade prefixada ou atrelada a índices de preços. Segundo esse plano, os papéis vinculados a taxa de juros Selic podem, até o fim do ano, cair em termos de participação no total da dívida pública e chegar a 39% da mesma, enquanto os prefixados podem ganhar participação e representar até 37%.

A necessidade de reduzir as LFTs prende-se ao forte impacto negativo da política monetária vigente sobre a dívida pública e, conseqüentemente, sobre as contas públicas.

Os dados da Tabela 1 mostram que, em todos os anos (até 2005), desde a implantação do novo regime monetário, as despesas com juros sobre a dívida pública líquida inverteram os resultados das finanças do Governo, transformando superávits fiscais primários em déficits nominais.

Aliás, o próprio Bacen deve ter surpreendido-se com o patamar alcançado pela dívida pública, pois, em relatório de 1999 sobre a dívida líquida e o déficit do setor público, previra que, pela geração de superávits primários de apenas 3% do PIB ao ano, seria possível reduzir a relação dívida pública líquida/PIB para níveis inferiores a 46,5% ao ano já no final de 2001. Enfim, dado o forte impacto da taxa de juros Selic no endividamento público — na dívida mobiliária federal, o percentual de participação dos títulos públicos indexados à taxa Selic atingiu 51,8% em 2005 — e no déficit público, a eficácia da política monetária, nos termos propostos pelo regime de metas de inflação, ficou reduzida.

Essa situação mostra a necessidade de o Governo diminuir a parcela dos títulos públicos atrelados à taxa Selic, melhorando o perfil da dívida e acabando com o maior problema enfrentado nos últimos anos: o impacto que os juros fixados mensalmente pelo Bacen têm sobre o endividamento do Governo Federal.

Na realidade, ter uma alta proporção da dívida pública indexada à taxa Selic é uma “anomalia”. O ideal é que o Governo tenha uma dívida cuja variação seja previsível, e, para isso, é preciso ter uma proporção maior de títulos indexados a remunerações prefixadas e não a pós-fixadas. A intenção do Governo em reduzir as LFTs pós-fixadas é uma evolução do próprio processo de ajuste fiscal.

O ponto crucial é que a LFT atende aos interesses do emissor, pois, sendo um título indexado à taxa Selic, oferece praticamente nenhuma incerteza quanto à rolagem junto ao mercado. Além disso, também há aqueles que defendem a LFT como um papel cujas qualidades superam os defeitos. André Lara Resende, que introduziu a LFT (como LBC) em 1986, é o mais ardoroso defensor. Segundo ele, a grande vantagem estaria

justamente no fato de ela ter duração de um dia; ou seja, a liquidez da LFT é praticamente absoluta a ponto de permitir ao Governo transformar a dívida em liquidez imediata da noite para o dia. Essa é a característica de quase-moeda da LFT, mas também pode funcionar contra o Governo, se, de repente, o sistema financeiro preferir *cash* na mão ao invés de um papel que, mesmo sendo altamente rentável, passe a ser objeto de incertezas de calotes ou confiscos.

Outro aspecto que pode ser levantado é a questão da casualidade: a existência da LFT confirmaria a reputação de mau pagador do País. Se verdadeiro, isso transforma a LFT em vítima — ao invés de vilã — do ambiente de incertezas que afetam a economia brasileira e que inviabilizam o crédito de longo prazo.

Já o ex-Presidente do Bacen, Francisco Lopes, sugere a criação de novas séries de LFTs, com juros flutuantes, as quais iriam, gradualmente, tomando o espaço das tradicionais. Na realidade, a proposta é um

atalho para o Governo reduzir mais rapidamente sua dívida vinculada à taxa Selic. Com a LFT flutuante, haveria uma ampliação da duração do título; por exemplo, subiria de um dia para um mês e seria progressivamente esticada conforme fossem sendo lançados novos papéis com taxas flutuantes mais longas. A vantagem é que não haveria encurtamento do prazo das LFTs, evitando a concentração dos vencimentos — eurobônus são a experiência mais conhecida de papéis com juros flutuantes, e sua remuneração muda a cada três ou seis meses, de acordo com a taxa de juros básica inglesa (Libor).

No prosseguimento, é caracterizada a relação anômala existente entre o sistema monetário e a estrutura de mercado da dívida pública brasileira, situação que foi constituída no período de inflação alta e que, mantida intacta pelo Plano Real, influenciou a relação dívida pública/PIB.

Tabela 1

Evolução percentual dos déficits primário e nominal e do pagamento de juros no Brasil — 1998-05

(% do PIB)

ANOS	DÉFICIT PRIMÁRIO (1)	PAGAMENTO DE JUROS (nominais)	DÉFICIT NOMINAL
1998	0,0	7,5	7,5
1999	-4,0	9,1	5,1
2000	-3,5	7,1	3,6
2001	-3,6	7,2	3,6
2002	-3,9	8,5	4,6
2003	-4,4	9,6	5,2
2004	-4,6	7,3	2,7
2005	-4,8	8,1	3,3

FONTE: Bacen.

(1) O sinal negativo significa superávit.

4 A anomalia da relação do sistema monetário com a estrutura de mercado da dívida pública

A atual política monetária brasileira tem a capacidade de gerar resultados ruins e diferentes daqueles explicados nos livros-texto. Por exemplo, uma política

monetária restritiva, com a elevação da taxa de juros, diminui a liquidez e provoca retração da demanda efetiva, pois, além de reduzir os investimentos, reduz também o consumo, ao restringir o volume de crédito e da riqueza financeira. No Brasil, uma elevação na taxa de juros é capaz de produzir o inverso — elevar a riqueza financeira —, pois o estoque da dívida pode aumentar, se o Banco Central majorar a taxa de juros. Como já salientamos anteriormente, mais da metade da dívida pública mobiliária federal em poder do público (LFTs), além das operações de financiamento do Bacen, são pós-fixadas

e sofrem correção diária pela taxa Selic. Como o valor dessas dívidas é dado pela capitalização da taxa diária de juros, qualquer elevação desta provoca, imediatamente, aumento no valor do estoque da dívida. Como parte significativa dessa dívida é do Banco Central (*overnight*), no mercado aberto, pode-se concluir que o aumento de juros eleva a massa de recursos com liquidez imediata no sistema. A oferta de crédito pode crescer, se os bancos não racionarem a quantidade, em função da elevação dos juros e do risco. A rigor, como a maioria das aplicações financeiras e os próprios títulos públicos são líquidos ou têm liquidez garantida pelo Banco Central, temos uma situação inusitada, na qual o aumento da taxa de juros, sinônimo de restrição de liquidez em condições normais, amplia a liquidez no Brasil.

Essa anomalia tem origem no fato de que o mercado de dívida pública (financiamento de longo prazo) e o de moeda (sobra de caixa de bancos e empresas) se tornaram uma coisa só no período de hiperinflação, quando toda a dívida pública era refinanciada, diariamente, no *overnight*. Mas a manutenção dessa fusão depois da estabilização não só é injustificada e incompreensível como gera um grande ônus para a sociedade.

O Brasil é talvez o único país do mundo no qual o Banco Central determina diretamente a taxa de juros que remunera títulos da dívida pública, portanto, taxas de longo prazo, utiliza essa mesma taxa como meta operacional (*over-Selic*) e opera no mercado de reservas bancárias. Isto é, a taxa de juros que remunera as sobras de caixa dos bancos nas operações de mercado aberto estabelece um piso e remunera títulos de longo prazo. Se o Bacen impõe ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo.

Dentro desse quadro, torna-se difícil o Tesouro Nacional alongar o perfil da dívida pública de forma significativa, pois tem como competidor o Bacen. O Tesouro Nacional teria que pagar um prêmio extra acima da taxa Selic, já absurdamente elevada. E, assim, cai-se numa armadilha. Com o piso da taxa de juros Selic elevado e a existência de títulos e aplicações de curtíssimo prazo remunerados por essa taxa diariamente (LFTs), torna-se impossível alongar o perfil da dívida pública. Por sua vez, esse perfil, associado à taxa de juros elevada, que significa risco elevado, não incentiva o aplicador a comprar títulos de longo prazo.

Portanto, a solução para essa situação passa pelo plano do Governo de reduzir as LFTs pós-fixadas, pois isso dificultaria e, no limite, extinguiria essa relação per-

niciosa entre o sistema monetário e a estrutura de mercado da dívida pública. Além disso, esse quadro pode ser influenciado pelo fato de o Governo, ultimamente, acenar com a possibilidade de praticar taxas de juros declinantes, o que incentivaria o aceite, pelos especuladores, de títulos prefixados, pois, nessa situação, a diferença entre a taxa pré e o custo do financiamento dado pela taxa do CDI atrelado a Selic constituiria o lucro do especulador.

5 Considerações finais

Através deste artigo, foi possível observar a influência da atual política monetária de taxa de juros elevadas sobre a relação dívida pública/PIB e, portanto, sobre as contas do Governo. Essa situação parece deixar claro que a necessidade de trocar as LFTs pós-fixadas por títulos prefixados é uma política correta do Governo para reduzi-la, bem como para melhorar as suas contas. Entretanto há os que acreditam que esses títulos não deveriam ser extintos, pois a vantagem de ser quase-moeda dá ao Governo a possibilidade de transformá-los em liquidez praticamente imediata, embora, por outro lado, possa despertar a suspeita, nos credores e investidores, de que o País é mau pagador, o que poderia gerar um ambiente de incerteza na economia brasileira. De qualquer forma, a impressão que fica, tendo em vista as atitudes do Governo ao insistir na troca, é que ele, a princípio, está disposto a correr o risco, reduzindo o potencial de um instrumento (ou até zerá-lo) que lhe propicia liquidez imediata em prol da queda da relação dívida pública/PIB, pois isso contribui para que o País mostre, aos investidores internacionais, uma maior consistência macroeconômica, o que influencia a atração de capital externo.

Referências

DÍVIDA cai para 51% do PIB e pode recuar de novo em maio. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A3, 26-28 maio 2006.

FARHI, Maryse. A ineficácia da política monetária. **Política Econômica em Foco**, n. 5, p. 78-102, nov. 2004/abr. 2005.

FRANCISCO Lopes propõe juro flutuante para LFT. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C2, 12 abr. 2006.

JURO real ameaça cair abaixo de 10%. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C2, 24-28 jan. 2006.

MODENESI, André de M. Por que a taxa de juros é tão alta no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A10, 12 jun. 2006.

MODENESI, André de M. **Regimes monetários**: teoria e a experiência do real. São Paulo: Manole, 2005. 438p.

MOREIRA, Ájax R. B.; PINHEIRO, Felipe C. de F. Dívida pública, rigidez fiscal e dinâmica macroeconômica. **Boletim de Conjuntura**, São Paulo, IPEA, n. 72, p. 79-90, mar. 2006.

PRADO, Maria Clara R. M. do. O aniversário da “Jabuticaba”. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A11, 25 maio 2006.

PRATES, Caio. Panorama macroeconômico. **Economia & Conjuntura**, Rio de Janeiro, UFRJ, Instituto de Economia, ano 6, n. 73, p. 6-16, 2006.