

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**  
**SETOR DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA E**  
**MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS**

**CURITIBA**

**2005**

**VALTER FANINI**

**DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA E  
MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS**

**Dissertação apresentada à Universidade Federal  
do Paraná, como requisito parcial à obtenção do  
grau de Mestre em Desenvolvimento Econômico.**

**Área de concentração: Políticas Públicas.**

**Orientador: Prof. Dr. Francisco Paulo Cipolla**

**CURITIBA**

**2005**

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

**VALTER FANINI**

### **DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA E MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS**

Tese aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor no Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Políticas Públicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. Francisco Paulo Cipolla  
Departamento de Desenvolvimento Econômico

Prof. Dr. Igor Zanoni Constant Carneiro Leão  
Departamento de Desenvolvimento Econômico

Prof. Dr. Claus Magno Germer  
Departamento de Desenvolvimento Econômico

Curitiba, 9 de dezembro de 2005

## **AGRADECIMENTOS**

À Universidade Federal do Paraná, ao meu orientador Prof. Francisco Paulo Cipolla e a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	vi
<b>LISTA DE TABELAS ANEXAS</b> .....	vii
<b>LISTA DE SIGLAS</b> .....	viii
<b>RESUMO</b> .....	ix
<b>ABSTRACT</b> .....	x
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>2 BASE CONCEITUAL</b> .....	4
2.1 CONCEITO DE MOEDA E TÍTULOS DE DÍVIDA .....	4
2.2 CONCEITO DE DÍVIDAS PÚBLICA E PRIVADA .....	9
2.3 POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL .....	11
2.3.1 Política Monetária .....	12
2.3.1.1 Objetivos da política monetária .....	12
2.3.1.2 Instrumentos de execução da política monetária .....	12
2.3.2 Política Fiscal .....	18
2.3.2.1 Objetivos da Política Fiscal .....	18
2.3.2.2 Instrumentos de execução da política fiscal .....	20
2.3.3 Política Tributária .....	21
2.3.3.1 Princípios da Política Tributária .....	21
2.3.3.2 Critérios de tributação .....	22
2.3.3.3 Impactos da política tributária .....	24
2.3.3.4 Limites para a tributação .....	27
2.3.4 Política Orçamentária .....	30
2.3.4.1 Déficit Orçamentário .....	31
2.3.4.2 Efeitos macroeconômicos do déficit .....	34
2.4 REGIME DE META DE INFLAÇÃO .....	36
<b>3 HISTÓRICO E FORMAÇÃO ATUAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL</b> .....	39
3.1 PRINCIPAIS ASPECTOS DA FORMAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL .....	39
3.1.1 Liquidação de Passivos Contingentes .....	39
3.1.2 Pagamento de Juros dos Títulos Públicos .....	43
3.1.3 Déficit Orçamentário .....	45
3.1.4 Aquisição de Moeda Estrangeira .....	46

3.1.5 Assunção de Risco Cambial.....	47
3.2 EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL.....	49
3.3 COMPOSIÇÃO ATUAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL.....	54
3.4 NATUREZA DOS TÍTULOS PÚBLICOS QUE COMPÕEM A DPMFi.....	55
3.5 PROPRIETÁRIOS DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL.....	56
<b>4 MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS</b> .....	59
4.1 CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS PÚBLICOS .....	59
4.1.1 Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) .....	59
4.1.2 Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip) .....	61
4.2 VARIAÇÕES DO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS.....	62
4.2.1 Mercado Primário .....	62
4.2.2 Mercado Secundário .....	67
4.2.3 Principais Tipos de Operação do Mercado Secundário .....	69
4.2.3.1 Operações compromissadas por um dia (overnight).....	69
4.2.3.2 Operação de compra e venda compromissada de título .....	70
4.2.3.3 Operação de compra e venda definitiva de títulos .....	70
4.2.3.4 Operação a termo de compra e venda de títulos públicos .....	70
4.2.3.5 Operação com <i>swaps</i> cambiais.....	72
4.2.4 Precificação de Títulos Públicos no Mercado Secundário.....	73
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	76
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	89
<b>ANEXO 1</b> .....	91
<b>ANEXO 2 - NATUREZA DOS TÍTULOS PÚBLICOS QUE COMPÕEM A</b> <b>DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL</b> .....	99
<b>ANEXO 3</b> .....	105

## LISTA DE TABELAS

1 MOEDAS E HAVERES FINANCEIROS .....	8
2 DÍVIDA LÍQUIDA E BRUTA DO GOVERNO FEDERAL - 2003 E 2004 .....	40
3 AJUSTE PATRIMONIAL (PASSIVOS MENOS ATIVOS CONTINGENTES RECONHECIDOS) - FLUXOS ACUMULADOS DE 1996 A JUNHO DE 2003.....	42
4 RESULTADO OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002 .....	44
5 RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002 .....	44
6 JUROS PAGOS NOS PERÍODOS - 1993-2002 .....	45
7 NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO - CONCEITO OPERACIONAL - 1981/1991 .....	45
8 RESULTADO OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002 .....	45
9 OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL - RESGATES E COLOCAÇÕES - DEZ 2002/FEV 2005.....	48
10 EXPOSIÇÃO CAMBIAL - DPMFI E OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL - DEZ 1999/FEV 2005 .....	48
11 COMPARATIVO ENTRE AS TAXAS SELIC ANUAL E OS ÍNDICES DE PREÇOS IGP- DI E IGP-M - 1997-2004 .....	52
12 VARIAÇÕES HISTÓRICAS DA DPMFI EM RELAÇÃO AO PIB - 1994-2004 .....	54
13 RESGATES E EMISSÕES EM LEILÃO DE TÍTULOS FEDERAIS .....	66
14 VOLUME DE TÍTULOS NEGOCIADOS NO MERCADO SECUNDÁRIO - 2000 A 2003 .....	68
15 VENCIMENTOS MAIS NEGOCIADOS NO MERCADO A TERMO .....	71
16 OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL - RESGATES E COLOCAÇÕES - 2002-2005.....	73

## LISTA DE TABELAS ANEXAS

A.1.1	COMPOSIÇÃO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR MODALIDADE - DEZ 1999/FEV 2005 .....	92
A.1.2	COMPOSIÇÃO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005 .....	93
A.1.3	PRAZO MÉDIO, EM MESES, DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR MODALIDADE - DEZ 1999/FEV 2005 .....	94
A.1.4	PRAZO MÉDIO, EM MESES, DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005 .....	96
A.1.5	TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES, POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005 .....	97
A.1.6	ESTRUTURA DE VENCIMENTOS DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO - DEZ 1999/FEV 2005 .....	98
A.3.1	DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO (A) .....	106
A.3.2	DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO - POSIÇÃO DA CARTEIRA PRÓPRIA (A) .....	107



## LISTA DE SIGLAS

Abecip	- Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário
Acrecip	- Associação Nacional das Instituições de Crédito, Financiamento e Investimento
Anbid	- Associação Nacional dos Bancos de Investimento
Andima	- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRDE	- Banco Regional de Desenvolvimento Econômico
CDP	- Certificados da Dívida Pública
Cetip	- Câmara de Custódia e Liquidação
CFT	- Certificados Financeiros do Tesouro
Cide	- Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	- Conselho Monetário Nacional
Copom	- Comitê de Política Monetária
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
Demab	- Departamento de Operações de Mercado Aberto
DNER	- Departamento Nacional de Estradas de Rodagem
DPMFi	- Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
FCVS	- Fundo de Compensação das Variações Salariais
Febraban	- Federação Brasileira das Associações de Banco
FGTS	- Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FIFs	- Fundos de Investimentos Financeiros
Geipot	- Empresa Brasileira de Planejamento de Transporte
ICMS	- Circulação de Mercadoria e Serviços
INSS	- Contribuição Previdenciária
IPI	- Imposto sobre Produtos Industrializados
LDO	- Lei de Diretrizes Orçamentárias
Leinf	- Leilão Informal e Eletrônico de Moeda e de Títulos
Leinf	- Módulo Leilão Informal Eletrônico de Moeda e de Títulos
Ofpub	- Oferta Pública Formal e Eletrônica
PIB	- Produto Interno Bruto
Proes	- Programa de Saneamento Financeiro dos Bancos Estaduais
Refis	- Programa de Recuperação Fiscal
RFFSA	- Rede Ferroviária Federal S.A
Selic	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SRF	- Secretaria da Receita Federal
STN	- Secretaria do Tesouro Nacional
TDA	- Títulos da Dívida Agrária
TR	- Taxa Referencial
URV	- Unidade Real de Valor

## RESUMO

A presente dissertação trata do processo de formação da dívida pública no contexto da execução das políticas monetária e fiscal levadas a termo pelo governo visando fazer frente aos gastos governamentais, participar na formação bruta de capital fixo como agente investidor e controlar o processo inflacionário. Aborda também a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) como forma de administração da dívida pública por meio de sua transformação em títulos negociáveis entre os agentes econômicos, focando, assim, o mercado de títulos públicos. Ao analisar as informações sobre a formação recente da DPMFi, o seu crescimento excepcional na última década e o funcionamento dos mercados primário e secundário dos títulos públicos, verificou-se que, em dado momento, o crescimento da DPMFi deixa de ser um aspecto condicionado às políticas de estabilização econômica e passa a ser condicionante das políticas monetária e fiscal do governo brasileiro a partir da adoção do regime de meta de inflação como modelo de estabilização econômica. O trabalho permitiu concluir que as políticas econômicas levadas a cabo a partir de 1994 centraram-se no combate à inflação e utilizaram preponderantemente instrumentos de política monetária com ênfase no pagamento de elevadas taxas de juros nos títulos da dívida pública. Esta alternativa de ação foi empregada a despeito do vasto arsenal de instrumentos de política fiscal ou mesmo de outros instrumentos de política monetária menos impactantes na formação da dívida pública. Conclui-se ainda que, além de outros instrumentos de política fiscal e monetária, o governo poderia, a partir do completo domínio que tem sobre todas as transações diárias com títulos públicos, do controle de propriedade dos títulos públicos e do estreito contato que mantém com os operadores de mercado e principais proprietários da dívida pública mobiliária federal, estabelecer mecanismos de administração da dívida baseados em pactos e contratos, deixando de ter uma relação com o mercado de títulos públicos exclusivamente mediada pelas taxas de juros.

## ABSTRACT

The present dissertation focuses the public debt building process concerning the enforcement of monetary and fiscal policies by the government in order to face government expenditures, as well as take part in the fixed capital gross accumulation as investor and control the inflation process. It also analyses the intern Federal Public Debt (*Dívida Pública Mobiliária Federal Interna*) (DPMFi) as a way to manage public debt and transform it into government stocks, thus focusing the Government security market. We analyzed information on the DPMFi recent formation, its exceptional growth and the government security primary and secondary markets. From that analysis we inferred that, at a certain point, the DPMFi growth stopped being dependent on the Brazilian government economic stabilization policies and started being a determinant within the Brazilian government monetary and fiscal policies, mainly after the inflation target regime was considered an economic stabilization model. Through this work we could infer that from 1994 on the economic policies were addressed to inflation fighting and made use of monetary policy tools highlighting the high interest rates for government security payments. Such alternative was used in spite of the great variety of fiscal policy tools, or even other less impacting monetary policy tools, that helped to build the Brazilian public debt. Due to the government total control over daily security transactions and security property, as well as to its close contact with market agents and federal government security owners, we also inferred that besides using fiscal and monetary policy tools, the government could establish debt management tools based on agreements and contracts, thus relations between government and the security market would not be mediated exclusively by interest rates.

## 1 INTRODUÇÃO

A Dívida Pública Mobiliária e o Mercado de Títulos Públicos representam a dupla face de um mesmo fenômeno econômico com origem nos gastos governamentais e no processo de intervenção do Estado na administração da moeda nacional.

A Dívida Pública Mobiliária e o Mercado de Títulos Públicos não constituem um fenômeno passível de modelagem em sua totalidade a partir de teorias econômicas positivas, visto que podem ser influenciados por decisões políticas tomadas pelo governo, que detém poderes soberanos de mudar as regras do jogo, verificando o interesse do conjunto da sociedade, que, em sua maioria, não participa desse mercado. Trata-se, portanto, mais de um jogo estabelecido entre o governo, com o objetivo de promover a estabilidade e o crescimento econômico, e os proprietários de títulos públicos, visando auferir ganhos financeiros, não sendo possível, desse modo, a partir da identificação das variáveis envolvidas na trama de relações estabelecidas dentro do mercado de títulos públicos, encontrar uma única teoria econômica que explicita as relações de causa e efeito entre elas, definindo um único modelo teórico de seu funcionamento.

No entanto, é certo que em muitos momentos houve auxílio por parte de conceitos estabelecidos dentro da teoria econômica, principalmente aqueles que tratam da função da moeda e do crédito dentro da economia e aqueles que modelam o funcionamento de mercados concorrenciais.

Esta dissertação, à luz do já clássico texto de Adorno (1994), não almeja obter uma construção fechada, inquestionável e definitiva sobre o objeto, partindo de um grupo de conceitos e teorias rígidos que supostamente esclareceriam por inteiro e exaustivamente o objeto. Está-se analisando um objeto móvel e transitório, sujeito a conjunturas e circunstâncias, e esta característica de nosso objeto não o desqualifica como foco de investigação. Entretanto, em virtude de sua transitoriedade, serão apontadas interpretações possíveis e plausíveis para o fato em estudo, reforçando, no entanto, seu caráter temporal e inconcluso. Os conceitos e teorias usados para

ler o nosso objeto não foram a ele aplicados a fim de iluminá-lo por inteiro, mas, sim, utilizados sempre de modo inter-relacional, auxiliando a construção de uma interpretação possível do fato. As conclusões a que se chegou, construídas a partir do processo interpretativo, não são dependentes de algo primeiro, imutável, nem tampouco se fecham em algo último.

Considerando que este estudo busca fundamentalmente descrever e interpretar o funcionamento do mercado de títulos públicos abordando simultânea e paralelamente a formação da dívida pública, possuindo, desse modo, um forte viés descritivo associado a um conjunto de análises de natureza predominantemente empírica, estabelece-se uma análise com forte componente histórico, em que o "permanente" e "universal" foram tomados em seu caráter transitório. Foi construída uma interpretação sobre os fatos, buscando a objetividade e a verdade, mas tendo-se a certeza de que estas são construções históricas e limitadas, uma vez que mediadas por certas perspectivas teóricas e conceituais adotadas.

De início será apresentado um conjunto de conceitos selecionados dentro do universo das teorias econômicas e que se relacionam com o objeto de nosso trabalho. Estes conceitos permitiram verificar como são formadas a dívida pública e o mercado de títulos públicos e de que forma estes dois entes econômicos influenciam o equilíbrio macroeconômico e como se relacionam entre si.

Os conceitos apresentados dizem respeito inicialmente à moeda nacional e ao crédito e a como estas duas grandezas econômicas se combinam para viabilizar os sistemas de trocas econômicas e, em última instância, formam o mercado financeiro. Na seqüência são introduzidos conceitos relativos aos mecanismos de intervenção governamental no regime econômico utilizados para o controle da oferta de meios de pagamentos e da taxa de juros da economia (política monetária) e os mecanismos pelos quais o governo captura e gasta parcela da renda nacional (política fiscal).

Uma vez verificados os mecanismos de formação da dívida pública e as razões econômicas de sua existência, buscou-se compilar um conjunto de informações que nos permitisse conhecer os principais aspectos da Dívida Pública Mobiliária

Federal interna (DPMFi), que é a parte da dívida pública administrada pelo governo federal e representada por títulos públicos.

As informações levantadas dizem respeito à identificação dos fatores que levaram ao acelerado crescimento da DPMFi na última década, à atual composição da DPMFi, à natureza dos títulos públicos que compõem a DPMFi e à identificação dos principais proprietários de títulos da dívida pública brasileira.

Também serão discutidos os principais aspectos do funcionamento do mercado de títulos públicos, desde aqueles ligados à administração da liquidação e custódia dos títulos públicos, que permite que as operações com títulos públicos sejam feitas exclusivamente pelo modo escritural, até o funcionamento dos mercados primário e secundário de títulos públicos.

A análise do conjunto de informações de natureza conceitual e factual nos possibilitou estabelecer o paralelo entre a formação recente da Dívida Pública Mobiliária Federal interna e as políticas de estabilização econômica adotadas no período, e, ao final, fazer algumas considerações sobre alternativas de instrumentos de política econômica a serem utilizadas e que produziriam menores impactos no crescimento do endividamento público.

## 2 BASE CONCEITUAL

### 2.1 CONCEITO DE MOEDA E TÍTULOS DE DÍVIDA

É de fundamental importância explicitar o conceito de moeda e títulos de dívida para adentrarmos o tema de nossa dissertação. A abordagem conceitual de moeda e títulos de dívida será focada naquilo que nos auxilie no entendimento de cada um desses conceitos e nas relações existentes entre essas duas grandezas econômicas. Assim, não será feita uma abordagem histórica de seu surgimento na sociedade humana, porque isto seria mais objeto de especulação antropológica do que insumo para análises de ordem econômica.

Definida em termos de função, moeda é qualquer coisa que sirva como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Por meio de troca, entende-se que a moeda funciona como um intermediário prático para as transações econômicas, facilitando a aquisição de bens pelos agentes econômicos. Uma vez que os agentes definam um meio de troca torna-se uma decorrência natural sua utilização como unidade de conta de modo que o valor de cada bem desejado pelos agentes econômicos seja medido em termos desse meio, configurando seu respectivo preço monetário. Além disso, a moeda também pode funcionar como reserva de valor, ou seja, pode ser entesourada e disponibilizada para pagamentos futuros (MELLAGI FILHO, ISHIKAWA, 2000, p.31).

Uma vez definido funcionalmente o que é moeda, é preciso avançar na identificação daquilo que pode representar esse papel. Colocam-se, neste ponto, as características da moeda. A principal delas é que a moeda não possa ser reproduzida facilmente, ou seja, que sua expansão seja controlada; segundo, que ela seja aceita por convenção entre todos os membros de determinada comunidade econômica; terceiro, que possua facilidade de manejo; e finalmente, que tenha garantia de permanência no tempo, isto é, que possua durabilidade. Inicialmente essas características foram encontradas nos metais nobres, ouro e prata, que passaram a circular em forma de barras ou cunhados em forma de moedas. A utilização desses metais como moeda cumpriu o que se poderia chamar de fase do controle natural da expansão dos meios de pagamento. O controle de reprodução era dado pela escassez desses metais na natureza e as demais características desejadas para a moeda vinham das

qualidades físicas desses metais Com o desenvolvimento dos estados-nações e seus governos, o controle de emissão da moeda deixou de ser natural e passou a ser institucional, ou seja, a crença de que as entidades de governo controlariam a quantidade de moeda em circulação dentro dos limites do desenvolvimento saudável da economia permitiu o surgimento do papel-moeda. O passo seguinte no desenvolvimento da moeda foi a transformação do papel moeda em moeda escritural, o que se dá a partir do momento em que se deposita determinada quantidade de papel moeda em uma conta corrente bancária, e essa quantidade de moeda transforma-se em um registro contábil dentro do sistema bancário, que poderá ser repassado para outras instituições ou pessoas mediante autorização. Dessa maneira a moeda atingiu sua forma mais acabada, ou seja, tornando-se uma informação digital no interior de um sistema de informações que pode circular sem a necessidade de movimentação de qualquer tipo de material, seja metal ou papel.

O surgimento da moeda escritural viabilizou o moderno sistema financeiro, permitindo que a propriedade da moeda fosse transferida com enorme velocidade e sem limites quantitativos para qualquer parte do planeta.

Além da possibilidade de aperfeiçoamento do sistema financeiro, a moeda escritural conferiu aos bancos o poder de multiplicar a quantidade de moeda a partir da concessão de empréstimos lastreados em depósitos em conta corrente.

A moeda passou assim a ser administrada por um sistema bancário controlado pelo poder do Estado, que tem como principal responsabilidade definir a quantidade de moeda em circulação de modo a manter sua credibilidade e não provocar elevadas alterações no nível geral de preços da economia.

A partir daqui pode-se estabelecer as primeiras relações entre moeda e títulos de crédito de acordo com os diferentes conceitos de moeda adotados pelo Banco Central do Brasil:

**Base monetária (B):** é por definição formada pela totalidade de papel-moeda somada ao total de moeda escritural emitido pelo Banco Central.



A base monetária é, portanto, a quantidade de moeda efetivamente colocada à disposição do público para viabilizar os processos de trocas econômicas. O total de moeda emitido pelo Banco Central se diferencia do papel-moeda em poder do público em função da quantidade de papel-moeda retida nos caixas dos bancos comerciais.

**Meios de pagamento (M1):** os meios de pagamento são por definição formados pela somatória do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista nos bancos comerciais. O valor de (M1) é formado a partir de (B) através do que se convencionou chamar de multiplicador bancário, que se forma a partir da possibilidade que os bancos possuem de emprestar os valores financeiros depositados em conta corrente. Esse multiplicador pode ser deduzido teoricamente considerando-se os limites estabelecidos pelo Banco Central para os depósitos compulsórios, que são a parcela dos depósitos em conta corrente que os bancos comerciais são obrigados a manter nas contas de reservas bancárias no Banco Central.

Se a cada ciclo de empréstimo o valor monetário retorna aos bancos em forma de depósito bancário, então o valor final de (M1) gerado a partir de (B) e com infinitos ciclos de empréstimos será:

$$M1 = B + Br + Br^2 + Br^3 + \dots Br^n$$

onde:  $r = 1 - p$

sendo "p" a taxa de depósito compulsório.

Sendo (r) a razão de uma progressão geométrica na equação acima, então o valor de (M1) será dado pela somatória dos termos de uma progressão geométrica de infinitos termos e com razão igual a (r) menor do que a unidade, que pode ser obtida com a seguinte expressão:

$$M1 = B/(1 - r)$$

sendo:  $r = 1 - p$ , então:  $M1 = B/p$

Ou seja, teoricamente, os meios de pagamento são iguais ao valor dos depósitos em conta corrente multiplicado pelo inverso da taxa de depósito compulsório.

O multiplicador deduzido teoricamente não ocorre de forma plena na prática, mas serve para demonstrar que (M1), gerado a partir da base (B), cresceu na razão inversa à taxa de depósito compulsório estabelecido pelo Banco Central.

Os meios de pagamento representam, desse modo, a quantidade de moeda com o mais elevado nível de liquidez que intermedia as relações de troca na formação da renda nacional.

A partir de (M1) são definidos outros conceitos de moeda que englobam o conjunto de títulos de crédito que circulam no mercado financeiro. Estes novos conceitos são chamados de meios de pagamento ampliados.

O M2 é o conceito de moeda que, além do M1, inclui os depósitos especiais remunerados, depósitos em poupança e os títulos emitidos em mercado primário pelo sistema emissor representado pelo sistema financeiro e suas instituições financeiras (depósitos a prazo, letras de câmbio, letras imobiliárias e letras hipotecárias), aí não incluídas as contas dos fundos de renda fixa.

O M3 é o conceito de moeda que, além do M2, inclui as contas dos fundos de renda fixa (excluído o lastro em títulos emitidos em mercado primário pelas instituições financeiras) e as operações compromissadas com títulos federais do restante da economia junto ao sistema emissor, representado pelo sistema financeiro, e que funciona como moeda para efeito de transações no sistema.

O M4 é o conceito de moeda que, além de incluir o M3 e, portanto, incluir o sistema emissor representado pelo sistema financeiro, inclui o sistema emissor representado pelos governos no que corresponde aos títulos públicos federais (Selic) e títulos estaduais e municipais, em poder do setor financeiro (FORTUNA, 2002, p.49).

A tabela 1 apresenta informações sobre as quantidades das moedas em seus diferentes conceitos.

A diferenciação entre os diversos conceitos de moeda, partindo-se da base monetária (B) e chegando-se a meio de pagamento (M4), se faz pela incorporação gradativa dos diferentes títulos de crédito.

A incorporação dos títulos de crédito como meio de pagamento torna-se mais efetiva quando se aperfeiçoa o mercado de créditos, ou seja, a velocidade e a segurança com que os títulos de créditos podem ser cambiados entre agentes econômicos, substituindo, dessa forma, a moeda, seja na forma de papel-moeda ou na forma escritural.

TABELA 1 - MOEDAS E HAVERES FINANCEIROS

PERÍODO	BASE MONETÁRIA				MEIOS DE PAGAMENTO (M1)				MEIOS DE PAGAMENTO (M2)				MEIOS DE PAGAMENTO (M3)				MEIOS DE PAGAMENTO (M4)				MULTIPLICADOR DA BASE (M1/BASE)
	Média dos Saldos Diários (R\$ milhões)		Variação (%)		Média dos Saldos Diários (R\$ milhões)		Variação (%)		Saldos em Fim de Período (R\$ milhões)		Variação (%)		Saldos em Fim de Período R\$ milhões)		Variação (%)		Saldos em Fim de Período R\$ milhões)		Variação (%)		
	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	
1997	32.283	60,6	45.612	57,1	239.777	27,0	340.210	19,0	405.946	20,8	1.413										
1998	39.285	21,7	48.981	7,4	254.967	6,34	376.118	10,55	459.404	13,17	1.247										
1999	45.407	15,6	59.032	20,5	274.770	7,77	468.728	24,62	551.092	19,96	1.300										
2000	46.304	2,0	70.375	19,2	283.785	3,28	556.577	18,74	652.093	18,33	1.52										
2001	52.846	14,1	78.943	12,2	321.612	13,33	625.057	12,3	756.181	15,96	1.494										
2002																					
Dezembro 2003	69.901	13,9	102.308	29,6	397.503	3,08	688.269	10,11	807.523	6,79	1.464										
Dezembro 2004	70.802	16,1	104.892	16,4	412.895	3,63	838.386	3,3	960.061	3,50	1.481										
Janeiro	70.815	0,0	102.742	-2,0	405.056	-1,90	874.183	22,19	974.952	1,55	1.451										
Junho	70.769	3,2	103.958	1,3	436.469	2,04	899.639	23,5	1.027.575	1,10	1.469										
Novembro	76.978	1,5	113.227	0,0	470.768	1,42	961.911	18,52	1.085.890	1,10	1.471										

FONTE: Banco Central

NOTA: Extraído da revista **Conjuntura Econômica**, v.9, n.1, jan. 2005. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2005.

Pode-se ilustrar o processo de substituição da moeda por um processo de compensação de créditos com um exemplo bastante simples. Considerem-se três agentes econômicos que estabeleceram relações de trocas econômicas entre si de modo que A deve para B; B deve para C; e C deve para A a mesma quantia de moeda. A transação econômica entre os três agentes pode ser efetuada sem a utilização de moeda de qualquer espécie, mas simplesmente através da compensação de créditos entre eles. Obviamente, esta coincidência raramente acontece na prática. No entanto, essa necessidade de coincidência entre credores e devedores para que a moeda seja substituída pela compensação de créditos na intermediação das trocas entre agentes econômicos é substituída pelo mercado de títulos de crédito.

O espectro financeiro do processo econômico pode ser visto como um sistema de compensação de créditos e débitos entre agentes econômicos no qual a moeda representa o papel de um título especial de crédito em que o credor é uma determinada unidade econômica pessoa física ou jurídica, o devedor é toda a sociedade e os demais títulos de créditos estabelecem a relação de crédito e débito entre dois distintos atores econômicos, sendo a moeda, portanto, substituto perfeito de todas as outras espécies de títulos de crédito públicos e privados.

Nesse sentido, Stiglitz (2004, p.26) afirma:

A abordagem tradicional da economia monetária, baseada na demanda de transações por moeda, apresenta sérias falhas. Ela não fornece uma explicação convincente de por que – ou como – a moeda tem importância. Argumentamos pelo contrário, que a chave para compreender a economia monetária é a demanda e a oferta de fundos de empréstimo, que por sua vez está condicionada à compreensão da importância, e conseqüências, das imperfeições da informação e do papel dos bancos.

## 2.2 CONCEITO DE DÍVIDAS PÚBLICA E PRIVADA

O objetivo, aqui, é precisar e diferenciar os conceitos de dívida pública e dívida privada. Inicialmente afirma-se que o conceito de dívida está simetricamente associado ao conceito de crédito, isto é, para cada unidade de dívida existirá uma unidade de crédito no sistema financeiro de determinada economia. Em outras

palavras, não existe devedor sem que haja um credor; assim, a somatória de todos os créditos e débitos de uma economia é igual a zero. Sendo a dívida uma relação estabelecida entre dois agentes econômicos, em que um deles exerce o papel de credor e o outro de devedor, para se avançar na conceituação de dívidas públicas e privadas deve-se verificar qual é a função que os sistemas de créditos e débitos exercem na economia, ou seja, qual o papel do sistema financeiro de uma economia.

Se utilizarmos a identidade geral de equilíbrio da renda nacional na qual a renda ofertada ( $Y_s$ ) é igual à renda consumida ( $Y_d$ ), teremos, em uma economia fechada, a seguinte identidade:

$$Y_s = Y_d$$

$$Y_s = C + I + G$$

O valor de venda de todos os produtos ofertados na economia ( $Y_s$ ) em determinado período é igual ao valor de todos os produtos consumidos pelas famílias ( $C$ ), mais o valor dos investimentos feitos pelos empresários ( $I$ ) e mais os gastos do governo ( $G$ ).

Por outro lado, o valor de venda de todos os produtos ofertados na economia ( $Y_s$ ) é composto do valor da remuneração das famílias ( $W$ ), do lucro retido pelas empresas ( $Se$ ) e do valor das receitas do governo ( $T$ ).

$$Y_s = W + Se + T$$

Depreende-se que  $W = C$ ,  $Se = I$  e  $T = G$ .

As três igualdades estabelecidas acima expressam que para que toda a renda ofertada seja consumida em um determinado período é necessário que as famílias gastem todos os seus salários e rendas, as empresas invistam todos os seus lucros e o governo aplique todas as suas receitas. Caso alguma dessas igualdades não seja estabelecida em um determinado período haverá a formação de estoque não planejado na economia, o que configura um processo de recessão econômica.

Ora, considerando que essas igualdades nunca acontecem a curto prazo, seja por um mês ou por um ano, que todas as famílias não gastam imediatamente os

seus salários, que os empresários não investem imediatamente os seus lucros e que os governos podem não aplicar todos os tributos arrecadados, então a economia estaria sempre formando estoques, movimentando-se sempre em direção a um processo recessivo.

Para que isto não se dê é necessário que os agentes econômicos transfiram entre si as receitas financeiras auferidas em um determinado período e não gastas no mesmo período. As transferências de recursos financeiros entre os agentes econômicos dão origem aos títulos de crédito, que representam simultaneamente o direito de receber e a obrigação de pagar determinada quantia de moeda entre dois agentes econômicos.

A transferência de recursos financeiros entre dois agentes econômicos privados dá origem a títulos privados de dívida. A transferência de recursos financeiros entre um agente privado e o governo, tendo o governo como tomador, dá origem a títulos da dívida pública. A transferência de recursos financeiros entre agentes econômicos não dá origem obrigatoriamente a títulos de dívidas. Essa relação entre agentes econômicos poderá ser conduzida através de um contrato de empréstimo. Quando a dívida fica representada por meio de títulos ela é denominada dívida securitizada.

Uma vez formados, os títulos de dívidas poderão ser negociados entre os agentes econômicos como uma mercadoria, formando um mercado de títulos de crédito que irá compor, com outras formas de transação financeira, o sistema financeiro nacional.

### 2.3 POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL

As políticas monetária e fiscal são os instrumentos pelos quais formam-se, administram-se ou eliminam-se as dívidas públicas mobiliárias. Vistas de forma inversa, pode-se dizer que a emissão e o resgate de títulos públicos constituem um poderoso instrumental de execução dessas políticas públicas.

Portanto, para o desenvolvimento desta dissertação é fundamental que se conceitue e esclareça como essas duas políticas são levadas a efeito pelos governos e

de que forma elas influenciam o processo econômico e, em especial, a formação ou eliminação da dívida pública mobiliária.

## 2.3.1 Política Monetária

### 2.3.1.1 Objetivos da política monetária

A política monetária diz respeito ao conjunto de instrumentos levado a efeito pelos governos através de seus bancos centrais com o objetivo de controlar a liquidez do mercado, a qual está relacionada à oferta de moeda disponível para transações econômicas representada pelos meios de pagamento da economia (M1), sendo que o seu controle define, em última instância, a taxa de juros do mercado financeiro.

### 2.3.1.2 Instrumentos de execução da política monetária

Para a execução de sua política monetária os bancos centrais contam com alguns instrumentos de controle de oferta de moeda. São eles:

- operações com títulos públicos;
- emissão de moeda (papel-moeda ou moeda escritural);
- controle das reservas bancárias (depósitos compulsórios);
- empréstimos de liquidez às instituições financeiras (operações de redesconto);
- controle e seleção de créditos;
- compra ou venda de moeda estrangeira;
- prefixação da taxa básica de juros da economia.

A **operação com títulos públicos** representa o mais poderoso instrumento ao alcance dos bancos centrais para a execução de política monetária, considerando a velocidade com que pode ser implementado e o curto prazo em que seus efeitos podem ser observados.

Os bancos centrais podem operar com títulos públicos em dois sentidos: comprando títulos públicos, o que terá um aumento das reservas bancárias e

conseqüente aumento da liquidez do mercado e diminuição das taxas básicas de juros, ou vendendo títulos públicos, o que terá o efeito contrário de redução das reservas bancárias e conseqüente redução da liquidez do mercado e aumento das taxas de juros.

Dependendo da natureza do efeito desejado, se de caráter estrutural e de longo prazo ou de caráter conjuntural e de curto prazo, o Banco Central operará com os títulos públicos de forma diferenciada, utilizando diferentes modalidades de operação no mercado de títulos, bem como títulos com prazos de vencimento diferenciados.

Caso o Banco Central pretenda fazer uma alteração de caráter estrutural, com efeitos de mais longo prazo na liquidez do mercado, operará através do mercado primário de títulos públicos vendendo ou resgatando títulos de médio ou longo prazos de vencimento, sinalizando, dessa forma, para o mercado, que pretende alterações de maior tempo de duração na liquidez e nas taxas de juros do mercado financeiro. Neste caso o Banco Central atuará através do mercado primário de títulos públicos efetuando leilões de compra ou de venda de lotes de títulos públicos.

Se, pelo contrário, o Banco Central desejar efetuar pequenos ajustes de liquidez com o objetivo de manter a taxa de juros básica da economia em torno de uma meta preestabelecida, atuará por meio do mercado secundário de títulos públicos vendendo ou comprando títulos de curto prazo. Para atingir este objetivo, executa leilões informais, comprando ou vendendo títulos públicos através de seus *dealers*<sup>1</sup>, o que lhe possibilita fazer pequenas alterações de liquidez no mercado

---

<sup>1</sup>Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas a operar com o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do Banco Central junto ao Mercado Aberto de Títulos Públicos. Sua função é trabalhar de forma coordenada com a Mesa Operadora de Mercado Aberto do Demab de modo a tornar mais ágeis as operações do Banco Central com o mercado secundário de títulos públicos, bem como possibilitar a obtenção de maior quantidade de informações que permitam ao Banco Central verificar tendências de mudanças nas taxas de juros do mercado de moeda. A participação de instituições financeiras com *dealers* do Banco Central está limitada ao número de vinte, sendo que a cada seis meses são renovadas três instituições, sendo excluídas as três instituições credenciadas que apresentarem as piores performances, e incluídas as três instituições não credenciadas que apresentarem as melhores performances. O critério de seleção das instituições *dealers* foi redefinido a partir de agosto de 2001, através da Circular n.º 3.053 do Banco Central, e os critérios de avaliação de performance das instituições *dealers* foram definidos na mesma data, através da Carta-Circular n.º 2.969.



financeiro no período de um dia, de modo a manter a taxa de juros básica em torno de uma meta predefinida.

A operação de **emissão de moeda** poderá ser levada a efeito pelo Banco Central de diferentes formas e com objetivos bastante diferenciados. O modo mais usual é adicionar valor monetário na conta do tesouro nacional para que o governo o utilize para fazer frente a seus gastos e manter equilibrado o seu orçamento. Esta forma de emissão de moeda é bastante empregada em períodos de inflação elevada, de modo a manter constante, em valores reais, o montante da base monetária da economia.

Outra maneira bastante usual de se levar a cabo um processo de emissão de moeda é através do resgate de títulos públicos com moeda emitida, creditando-se na conta movimento do Banco Comercial responsável pela transação quantidade de moeda equivalente ao valor dos títulos resgatados, sem que se efetue o débito correspondente na conta do tesouro nacional. Esse processo de emissão de moeda é denominado monetização da dívida pública.

O Banco Central poderá efetuar uma emissão de moeda por meio da capitalização de suas agências financeiras de fomento ao desenvolvimento econômico, tal como o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ou de agências regionais de desenvolvimento, como o Banco Regional de Desenvolvimento Econômico (BRDE).

Observa-se que qualquer das formas utilizadas pelo Banco Central para efetuar um processo de emissão de moeda, seja pelo aumento dos gastos do governo, seja pelo financiamento do consumo ou do investimento, resultará em pressão de demanda por produtos acabados da economia e conseqüente pressão sobre os fatores de produção econômica – capital e trabalho. Caso não haja excedentes de produtos ou dos fatores de produção que possam ser acionados em curto prazo, o processo de emissão de moeda terá como conseqüência um processo de elevação geral dos níveis de preços da economia.

Portanto, a emissão de moeda é um instrumento de política monetária que somente poderá ser utilizado em sintonia fina com as variações dos fatores reais da economia.

O **controle das reservas bancárias** é operacionalizado mediante a taxa de depósito compulsório fixada pelo Conselho Monetário Nacional, a qual define a quantidade de moeda depositada em conta corrente ou a prazo fixo que os bancos deverão manter imobilizada em suas contas de reservas bancárias mantidas no Banco Central.

A taxa de depósito compulsório regula o multiplicador bancário que atua sobre a base monetária definindo o volume de meios de pagamento (M1) disponíveis na economia. Como o volume de meios de pagamento é o principal indicador de liquidez da economia, isto faz da taxa de depósito compulsório um instrumento eficaz de política econômica a ser utilizado para a obtenção de resultados de médio e longo prazos. A taxa de depósito compulsório não pode ser utilizada como instrumento de política monetária de efeito a curto ou curtíssimo prazos, considerando a impossibilidade dos bancos em alterarem rapidamente a quantidade de créditos lastreados em depósitos em conta corrente, ou seja, em suas reservas livres.

Os **empréstimos de liquidez às instituições financeiras** ou operações de redesconto constituem mecanismo pelo qual o Banco Central fornece assistência financeira aos bancos comerciais através do redesconto dos títulos descontados, de emissão dos seus clientes, que os bancos comerciais mantêm em suas carteiras. O redesconto é portanto uma facilidade de empréstimo do Banco Central destinada a atender aos bancos comerciais em situação de emergência.

Para que as operações de redesconto sejam efetivamente empregadas em situações excepcionais de necessidade de fechamento de caixa em curtos períodos de tempo, elas devem atender a algumas condições preestabelecidas pelo Banco Central, tais como: as taxas de juros a serem pagas pelos bancos comerciais nas operações de redesconto devem ser maiores que as taxas médias obtidas pelo banco em suas operações de crédito de curto prazo; o volume de redesconto a ser

concedido a determinado banco comercial deverá ser limitado a um percentual de suas reservas compulsórias depositadas no Banco Central; e, o número excessivo de operações de redesconto poderá ser punido com taxas de juros maiores.

As operações de redesconto alteram o volume de meios de pagamento disponíveis na economia por funcionarem de modo equivalente a uma redução da taxa de depósito compulsório dos bancos, o que amplia a capacidade dos bancos em oferecer créditos à economia. Daí a necessidade de garantir o caráter de excepcionalidade em seu fornecimento, para que não se torne uma maneira corriqueira de os bancos ampliarem suas reservas bancárias disponíveis para empréstimos.

O **controle e seleção de créditos** constituem uma intervenção direta da autoridade monetária sobre o mercado de moeda e podem se dar de duas maneiras: a primeira delas é o direcionamento de recursos financeiros captados pela rede de bancos estatais ou disponibilizados em fundos a partir de recursos do tesouro nacional que são emprestados a setores econômicos com taxas de juros diferenciadas do mercado financeiro. São exemplos deste intervencionismo estatal no sistema de créditos aqueles créditos ofertados pelo BNDES ao setor industrial, os ofertados pelo Banco do Brasil à Agricultura, o que constitui o Sistema de Créditos Agrícola, bem como o financiamento da habitação com recursos financeiros captados através da caderneta de poupança. A segunda forma é pelo estabelecimento de regras para a concessão de crédito pelo sistema financeiro, podendo o Banco Central, por exemplo, dificultar o crédito para o consumo e incentivar o crédito para investimento.

A **compra ou venda de moeda estrangeira**, motivadas pela necessidade do Banco Central em elevar sua reserva em moeda estrangeira, de fazer frente ao serviço da dívida federal externa ou mesmo de intervir na taxa de câmbio, alteram a quantidade de moeda em circulação caso as compras não estejam lastreadas através do superávit primário do orçamento federal e sim na emissão de moeda através do Banco Central. De igual forma, a venda de moeda estrangeira poderá resultar numa redução no volume de meios de pagamentos se não for acompanhada de algum mecanismo de reinserção dessa moeda na economia nacional, como, por exemplo, o aumento dos gastos do governo.

Assim, a compra ou a venda de moeda estrangeira pela autoridade monetária deverão estar em sintonia com os demais instrumentos de política monetária já mencionados, para que não resultem em efeitos colaterais indesejados sobre o nível geral de preços da economia ou mesmo sobre a taxa de juros do sistema financeiro.

A **prefixação da taxa básica de juros da economia** constitui o mais importante instrumento da política monetária à disposição do Banco Central. Através dela, a autoridade monetária afeta o nível de atividade econômica e de preços. Em virtude dos efeitos significativos que a taxa de juros provoca sobre toda a economia, a simples expectativa de mudança já é suficiente para causar efeitos econômicos.

A economia opera com vários tipos de taxas de juros: taxas de poupança, taxas de empréstimos, taxa de financiamento etc. Além disso, elas diferem de acordo com o prazo, sendo classificadas como de curto, médio e longo prazos. Na verdade, apesar das várias taxas existentes, o Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros do mercado de reservas bancárias. É nesse mercado específico que ele pratica a política monetária e influencia as demais taxas dos juros da economia.

Contudo, são as taxas de juros vigentes no sistema financeiro, em particular no sistema bancário, como taxas de aplicações financeiras, de empréstimos e de financiamento, que são relevantes para a economia. Com base nessas taxas, pessoas e empresas tomam decisões de poupança e investimento. No entanto, o Banco Central não controla essas taxas de juros diretamente, porque elas dependem de fatores que estão fora do controle do Banco Central, como margem de lucro, custos administrativos dos bancos, risco de crédito, níveis de inadimplência dos tomadores de empréstimos, e expectativas quanto ao desempenho futuro da economia.

A taxa Selic, que é a taxa básica da economia nacional, forma-se no mercado de reservas bancárias. Este, por sua vez, forma-se a partir da obrigatoriedade que os bancos comerciais têm de manter em suas contas junto ao Banco Central, denominadas contas Reservas Bancárias, um percentual dos depósitos à vista que possuem de seus clientes. Como os bancos não podem determinar com precisão qual será o volume de saques ou depósitos em sua conta Reserva Bancária,

poderão fechar o dia em posição deficitária ou superavitária. Como assumir uma posição deficitária não é possível por determinação de instruções do Banco Central, que aplica ao banco deficitário pagamento oneroso sobre o déficit bem acima das taxas de juros do mercado, os bancos trocam, ao final do dia, reservas bancárias com remuneração da taxa de juros Selic vigente no momento da transação. O Banco Central intervém sobre esse mercado de reservas bancárias alterando a liquidez do mercado através da compra e venda de títulos públicos de curto prazo, procurando fazer com que a taxa gire em torno da taxa básica de juros fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central.

A partir da taxa básica, todas as demais taxas de juros do sistema financeiro são formadas. Considerando que os bancos têm uma alternativa de investimentos de seu excedente de reservas bancárias igual à taxa Selic, em que estão ausentes todos os custos de crédito, a partir daí qualquer empréstimo terá taxas de juros superiores à taxa básica controlada pelo Banco Central.

## 2.3.2 Política Fiscal

### 2.3.2.1 Objetivos da Política Fiscal

Política fiscal é o processo pelo qual os governos promovem alterações de ordem econômica através do controle das variáveis representadas pelo nível de tributação (T) e pelos gastos governamentais (G).

Pereira (1999) faz o seguinte comentário sobre o desenvolvimento teórico da política fiscal em seu livro *Finanças Públicas: a Política Orçamentária no Brasil*:

Alvin Harvey Hansen desenvolveu estudos fundamentados na teoria keynesiana<sup>2</sup> orientado para um segmento específico das finanças governamentais denominado de "política fiscal", significando o uso consciente dos meios fiscais do governo – tributação, gastos e dívida pública – com o objetivo de neutralizar as tendências cíclicas da economia, traduzidas por inflação e recessão. Essas contribuições foram responsáveis pela inspiração, pouco tempo depois, de um tipo de política fiscal orientada para o fomento do crescimento econômico.

---

<sup>2</sup>HANSEN, Alvin Harvey. **Business cycles and fiscal policy**. New York: Norton, 1941.

Posteriormente, surge a contribuição de Richard Abel Musgrave<sup>3</sup>, para a formulação dos princípios teóricos da ação do setor público nas economias de mercado, a partir da publicação de seu livro *The Theory of Public Finance*, em que descreve e fundamenta o comportamento governamental. Assim, a teoria econômica passa a ter uma teoria geral da economia do setor público, definindo um referencial para o uso eficiente dos recursos governamentais, dando ao orçamento uma abordagem macroeconômica. Esta teoria levou em consideração as várias áreas sobre as quais a tributação e os dispêndios podem refletir seus efeitos, por meio de uma visão múltipla que contempla ajustes na alocação dos recursos, distribuição da renda e riqueza, estabilização da produção e emprego e crescimento econômico (PEREIRA, 1999, p.90).

A partir dos conceitos de política fiscal apresentados por Hansen e Musgrave, é possível afirmar que os principais efeitos esperados na execução das políticas fiscais podem ser sintetizados como se segue:

- *Alterações da demanda agregada da economia* no curto prazo através de variações dos dispêndios governamentais para mais ou para menos. Esta forma de utilização da política fiscal é conhecida como política anticíclica, porque os governos atuam em sentido contrário aos movimentos exagerados da economia, ou seja, reduzem os gastos governamentais em momentos de elevada aceleração do crescimento econômico ou aumentam os gastos governamentais em momentos de recessão econômica.
- *Alterações da oferta agregada da economia* por meio da aplicação das receitas governamentais na ampliação das infra-estruturas físicas da economia, como os sistemas de transportes de cargas e passageiros, os sistemas de geração e transmissão de energia, bem como, pelo lado das receitas, pelo fornecimento de incentivos fiscais a determinados setores produtivos ou proteção através do aumento de tarifas aduaneiras para determinados produtos.
- *Redistribuição da renda*, que pode ser obtida mediante a tributação diferenciada sobre os diferentes níveis da renda das pessoas físicas, pela redução da tributação sobre produtos essenciais, pelo fornecimento

---

<sup>3</sup>MUSGRAVE, Richard Abel. **The theory of public finance**. New York: Mcgraw-Hill, 1959.

de uma renda mínima aos desempregados ou para as pessoas excluídas do processo econômico e, de modo geral, pela assistência social às camadas da população de mais baixa renda com o fornecimento de serviços de saúde, educação e até mesmo de moradia.

- *Fornecimento de serviços públicos*, que representa o exercício de todas as atividades que não podem ser exercidas pela iniciativa privada, tais como a administração da moeda e do sistema financeiro nacional, o sistema de segurança e saúde pública, o sistema judiciário e prisional, o aparato legislativo e fiscalizatório da sociedade e os planejamentos dos serviços e das infra-estruturas de uso coletivo da sociedade.
- *Promoção do desenvolvimento regional*, através do fornecimento de incentivos fiscais para determinadas regiões geográficas onde se deseja carrear maiores investimentos privados de modo a promover uma aceleração do crescimento econômico, e também por meio da inversão de recursos tributários preferencialmente em infra-estruturas em determinadas regiões.
- *Alteração na liquidez da economia*, podendo os governos alterar a liquidez da economia, isto é, a quantidade de moeda circulante ou os meios de pagamento, produzindo por determinado período um superávit na execução orçamentária e retendo este valor na conta do tesouro nacional. Este processo equivale à destruição ou à esterilização de determinada quantidade de moeda, o que provoca a redução da liquidez da economia por determinado período.

### 2.3.2.2 Instrumentos de execução da política fiscal

Para atingir os objetivos da política fiscal o governo intervém sobre o processo econômico de duas formas distintas: num primeiro momento atuando sobre os agentes econômicos e capturando parcela da renda nacional através do processo tributário, e, num segundo momento, devolvendo à sociedade a renda retirada da

economia através dos gastos e investimentos públicos, fazendo uso do planejamento e da execução orçamentária.

Esses dois momentos da execução da política fiscal são efetivados pelo emprego de duas políticas perfeitamente distintas no contexto da administração pública, designadas como política tributária e política orçamentária.

Da conjugação dessas duas políticas públicas surge um terceiro elemento de elevada importância na execução da política fiscal, a saber: o déficit orçamentário, representado pela diferença entre os valores financeiros arrecadados por meio do processo tributário e os valores gastos através do processo de execução orçamentária.

Desse modo, os três principais instrumentos de execução da política fiscal dos governos são: a política tributária, a política orçamentária e o déficit orçamentário.

### 2.3.3 Política Tributária

#### 2.3.3.1 Princípios da Política Tributária

A política tributária é um processo de intervenção no regime econômico de determinado país, em que parcela da renda nacional é retirada da economia para aplicação nos chamados interesses coletivos e difusos da sociedade. Deve, portanto, ser conduzida por princípios éticos e técnicos que levem ao alcance do conjunto de objetivos da política fiscal, que, de forma geral, busca a estabilização da atividade econômica visando assegurar condições para o crescimento econômico e a elevação dos níveis de qualidade de vida do conjunto dos cidadãos de um país.

A teoria econômica define, de forma geral, os seguintes princípios para o estabelecimento da política tributária de um país (LEITE, 1994, p.183).

- Princípio da adequação - determina que os diferentes níveis de governo sejam contemplados com parcelas de receita tributária condizente com suas atribuições e obrigações constitucionais;
- Princípio da adaptabilidade - sugere que o sistema tributário mantenha características capazes de possibilitar o reajustamento das receitas da União de acordo com as necessidades da política de estabilização, que é uma atribuição do governo federal;



- Princípio da universalidade - requer que as obrigações tributárias sejam exigidas de todos, sem exceção ou discriminação, quando se enquadram em determinada incidência tributária;
- Princípio da neutralidade - postula que a tributação não introduza distorções nos mecanismos de funcionamento e alocação de recursos da economia de mercado;
- Princípio da equidade - exige que os tributos sejam requeridos de acordo com a capacidade contributiva de cada cidadão, nos casos de impostos que financiam as atividades gerais do governo, e segundo o grau de beneficiamento, no caso de serviços públicos personalizados;
- Princípio da justiça social - determina que a tributação seja usada de forma a reduzir as disparidades interpessoais de renda e riqueza geradas por defeitos estruturais do sistema econômico.

### 2.3.3.2 Critérios de tributação

A partir dos princípios gerais da tributação são estabelecidos critérios para a formação dos diversos tipos de tributos a serem aplicados de forma compulsória sobre a sociedade.

1. Critério da escolha do fato gerador: o principal critério utilizado é o da identificação dos fatos geradores dos tributos. No caso brasileiro são identificados três fatos geradores sobre os quais são gerados os tributos, sendo eles: o fato econômico, o exercício do poder de polícia e de fiscalização e o da prestação de serviço público a determinado grupo de contribuintes.

Os tributos incidentes sobre os fatos econômicos são denominados impostos e são independentes de qualquer atividade estatal, sendo destinados à cobertura dos gastos governamentais de forma irrestrita.

Os fatos econômicos escolhidos para incidência de impostos no Brasil são a renda auferida por pessoas físicas e jurídicas, o patrimônio de pessoas físicas e jurídicas e as atividades de produção de bens e serviços. Estão incluídos nesta categoria tributária o imposto de renda, o imposto predial e territorial urbano e o imposto sobre circulação de mercadorias.

Os tributos incidentes sobre o exercício do poder de polícia e de fiscalização são denominados taxas e correspondem ao custeio de determinado serviço público colocado à disposição da sociedade, a exemplo das taxas de coleta de lixo, de alvará de construção e de vistorias.

Os tributos incidentes sobre a prestação de serviços públicos para determinado grupo de contribuintes são denominados contribuições e são destinados a recuperar as despesas públicas que beneficiam áreas restritas, atendendo somente a determinado grupo de cidadãos. São exemplos dessa espécie de tributos a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico incidente sobre a importação e a comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados, e álcool etílico combustível (Cide), a Contribuição Previdenciária (INSS) e a contribuição de melhoria destinada a recuperar os dispêndios com obras de infra-estrutura.

2. Critério da proporcionalidade: trata da aplicação de um percentual do valor financeiro atribuído ao fato econômico, renda, patrimônio ou atividade econômica, a ser cobrado como imposto. São exemplos da aplicação deste critério o Imposto sobre Circulação de Mercadoria e Serviços (ICMS) e o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI).
3. Critério da seletividade: corresponde à diferenciação do valor do imposto a ser cobrado sobre determinado fato gerador, buscando alcançar um benefício econômico ou um processo de distribuição de renda. Constituem exemplos da aplicação deste critério os diferenciais das alíquotas para os impostos de importação ou a redução das alíquotas de impostos sobre produtos essenciais.
4. Critério da progressividade: trata de estabelecer diferenciação na aplicação de impostos entre diferentes estratos sociais, beneficiando as camadas mais pobres da população. É exemplo da aplicação deste critério o estabelecimento das alíquotas do imposto de renda pessoa física.

### 2.3.3.3 Impactos da política tributária

O conjunto de impostos aplicados aos fatos econômicos de diferentes naturezas representa, sem dúvida, o principal instrumento de execução da política tributária, quer pela sua capacidade de arrecadação quer pelo impacto que pode produzir no equilíbrio econômico.

Os impostos brasileiros incidem sobre três fatos econômicos distintos: sobre a renda auferida pelas pessoas físicas ou jurídicas, sobre o patrimônio físico acumulado por pessoas físicas ou jurídicas e sobre as atividades econômicas na produção de bens de consumo ou na prestação de serviços, conforme aponta o quadro 1.

QUADRO 1 - CLASSIFICAÇÃO DOS TRIBUTOS BRASILEIROS

CLASSIFICAÇÃO	TIPO DE INCIDÊNCIA
Imposto sobre a Renda	
IR - Imposto de Renda - Pessoa Jurídica	K
IR - Imposto de Renda - Pessoa Física	K
Adic. Imposto de Renda	P
Imposto sobre Patrimônio	
IPTR - Imposto S/Prop. Ter. Rural	P
IPTU - Imposto S/Prop. Ter. Urbana	P
ITCM - Imposto S/Transm. C. Mortis	K
ITIV - Imp. S/Transm. I. Vivos	K
IGF - Imposto S/Gr. Fortunas	K
IPVA - Imposto S/Veic. Automotores	S
Imposto sobre Atividade Econômica	
IPI - Imposto S/Prod. Industrializados	S
ICMS - Imposto S/Circ. de Merc. e Serviços de Transporte	K, A
ISS - Imposto S/Serviços	K
IOF - Imposto S/Op. Financeiras	K
VVCLG - Imposto S/V. Varejo de Combustíveis Líquidos e Gasosos	K
II - Imposto S/Importações	K, S
IE - Imposto S/Exportações	K, S

FONTE: LEITE (1994, p.187)

NOTA: De acordo com seus fatos geradores, os tributos brasileiros podem ser classificados em três categorias, a saber: 1. Renda; 2. Patrimônio; 3. Atividade Econômica. Podem, ainda, ser qualificados segundo o tipo de incidência: P = progressivo; K = proporcional; S = seletivo. A competência (responsabilidade de aplicação ou cobrança) é da União, dos Estados ou dos Municípios, mas muitos tributos são partidos entre dois ou três níveis de governo.

As duas primeiras categorias de impostos incidentes sobre a renda e sobre o patrimônio das pessoas físicas ou jurídicas são denominadas impostos diretos porque subtraem parcela da renda líquida de pessoas físicas e jurídicas, enquanto as categorias de impostos sobre a atividade econômica são denominadas impostos indiretos porque retiram renda das pessoas físicas ou jurídicas através de um acréscimo dos preços finais de produtos e serviços.

A escolha dos critérios que orientam a definição da política tributária de um país depende fundamentalmente das prioridades estabelecidas pelos governos quando utilizam o sistema tributário para promover uma melhor distribuição da renda nacional ou, diferentemente, priorizam a formação de poupança buscando o incremento do investimento na formação de capital fixo. Na maioria das vezes, a escolha da prioridade fica muito mais fundamentada em visões de caráter ideológico do que na racionalidade técnica.

Independentemente da prioridade estabelecida pelos governos, seja na distribuição de renda ou no crescimento da renda nacional, os impostos influenciam a economia tanto pelo lado da demanda quanto pelo lado da oferta. Essa afirmação equivale a dizer que o estabelecimento de impostos e o seu gasto pelos governos não são dotados de neutralidade em relação à formação da renda nacional.

Pode-se estudar o impacto dos tributos sobre a renda nacional sob várias hipóteses, entre elas com a utilização da equação de equilíbrio Keynesiano da renda nacional expressa sob a forma da equação "1" abaixo, em que os gastos do governo pertencem a universo dos gastos autônomos.

$$Y = A / (1 - c + ct) \quad (1)$$

Utilizando o artifício da estática comparativa e verificando o efeito da variação da taxa de tributos "t" sobre a renda nacional através da derivada primeira da equação (1) obtém-se a equação (2):

$$dY/dT = -c/(1 - c + ct), \quad (2)$$

o que significa que um aumento na taxa de tributos sobre a economia provocará uma redução na renda nacional correspondente ao multiplicador  $c/(1 - c + ct)$ , mantidas todas as demais condições econômicas constantes, sendo o oposto igualmente verdadeiro, ou seja, uma redução na taxa de tributos ( $t$ ) provocará igual aumento na renda nacional.

No entanto, se for considerado que toda a receita auferida com o aumento da taxa de imposto será utilizada com a ampliação dos gastos do governo, pode-se verificar que o efeito do aumento da taxa de tributos inverte-se em relação à situação anterior.

Essa afirmativa pode ser verificada valendo-se do mesmo artifício da estática comparativa, agora em relação aos gastos autônomos ( $A$ ), obtendo-se como resultado a equação (3) seguinte:

$$dY/dA = 1/(1 - c + ct) \quad (3)$$

onde: " $c$ " é a propensão marginal a consumir e " $t$ " a propensão marginal a tributar.

Comparando-se as equações (2) e (3) entre si e considerando que " $c$ " e " $t$ " são valores sempre menores que a unidade, obtém-se a inequação expressa na forma abaixo:

$$[-c/(1 - c + ct)] < [1/(1 - c + ct)]$$

O resultado demonstrado acima é denominado teorema do orçamento equilibrado de Haavelmo<sup>4</sup> e mostra que em valores absolutos a variação negativa da renda provocada pelo aumento dos tributos é sempre menor que a variação positiva obtida pelo equivalente aumento dos gastos do governo mantido o orçamento equilibrado, ou seja, o valor gasto pelo governo é igual ao valor de sua arrecadação

---

<sup>4</sup>HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. In: **Econometrica**, v.13, Oct. 1945, citado por LEITE (1994, p.95).

( $G = T$ ) e estando presente na economia as condições de equilíbrio econômico Keynesiano, estabilidade de preços e juros da economia e uma curva de oferta infinitamente elástica a curto prazo.

No caso de uma economia onde as curvas de oferta e de demanda agregadas possuem elasticidades diferentes de zero e, portanto, o nível geral de preços sofre alterações em função de choques de demanda provocados por fatores exógenos, entre estes da taxa de tributação da economia, a verificação do impacto das variações da tributação na renda nacional fica revestida de complexidade muito maior, dado o seu inter-relacionamento com outras variáveis econômicas, como taxa de juros, taxa de câmbio, balanço de pagamentos, estrutura de mercado e, principalmente, pela variação de liquidez da economia imposta pela política econômica. Neste caso, a verificação do impacto da variação dos tributos na renda nacional será melhor verificada por testes empíricos do que por formulações matemáticas fechadas.

Quanto a isto, Musgrave (1973, p.265) afirma que

em longuíssima duração, o resultado (de alterações tributárias) pode ser o mesmo alcançado pela estática comparativa, mas não necessariamente. A perturbação causada pela mudança inicial na política fiscal pode pôr em funcionamento uma cadeia de ajustamento que mais leva a flutuações contínuas que a uma nova posição de equilíbrio.

#### 2.3.3.4 Limites para a tributação

Outra discussão sempre presente nas definições de política tributária é o estabelecimento dos limites da carga tributária a ser impostos à economia. Os impostos promovem uma distribuição de renda entre o setor produtivo e o setor improdutivo da sociedade, ou melhor, entre o setor da economia que produz bens de consumo e de capital e o governo, que retorna à sociedade com a oferta de serviços públicos e de infra-estruturas de uso comum. Portanto, a tributação terá sempre duas conseqüências: uma delas positiva, que é o aumento da quantidade de serviços públicos e de infra-estruturas de uso comum da sociedade, considerando um governo não-perdulário, e outra, de aspecto negativo, que é a redução da renda *per capita*, pois tem-se mais trabalhadores compartilhando de uma mesma renda nacional, bem

como a redução dos níveis de formação bruta de capital fixo. Não se pode afirmar, com isto, que qualquer mudança em alíquotas de imposto produzirá sempre estas duas conseqüências com efeitos diametralmente opostos. Mas, se se observar a economia de forma estática em um determinado momento, será este o efeito que se pode notar. Assim, a discussão que se estabelece em uma sociedade, relativamente à política tributária, é o quanto deverá ser retirado do processo econômico do lado do consumo e da formação bruta de capital fixo para ser repassado para o lado dos serviços públicos e das infra-estruturas de uso comum, não se esquecendo de que nos serviços públicos encontra-se o arcabouço institucional que dá sustentação ao funcionamento da economia capitalista.

Outro viés que norteia os limites da participação do Estado no gasto da renda nacional diz respeito a um limite efetivo de tributação acima do qual qualquer tentativa de elevação das alíquotas de impostos poderá resultar em uma redução das receitas tributárias.

Sobre esse viés dos limites da tributação encontram-se estudos de ordem empírica, como os formulados por economistas do BNDES, que elaboraram, através de método econométrico, uma função de capacidade tributária, indicativa da máxima carga tributária suportável por uma sociedade com determinadas características. As variáveis do modelo são: PIB *per capita*, inflação, variação da inflação, participação do PIB industrial no PIB total, participação da população economicamente ativa na população total, participação da população urbana na população total e distribuição de renda.

Como era de se esperar, o modelo apresenta uma forte correlação entre a capacidade tributária de uma sociedade e a renda *per capita*, ou seja, ao nível de produtividade do capital e do trabalho na economia do País (BORDIN, 2002, p.30).

O limite efetivo da capacidade de tributar pode ser também analisado sob enfoque teórico, e neste caso a curva de Laffer<sup>5</sup> é o modelo que bem representa este fato.

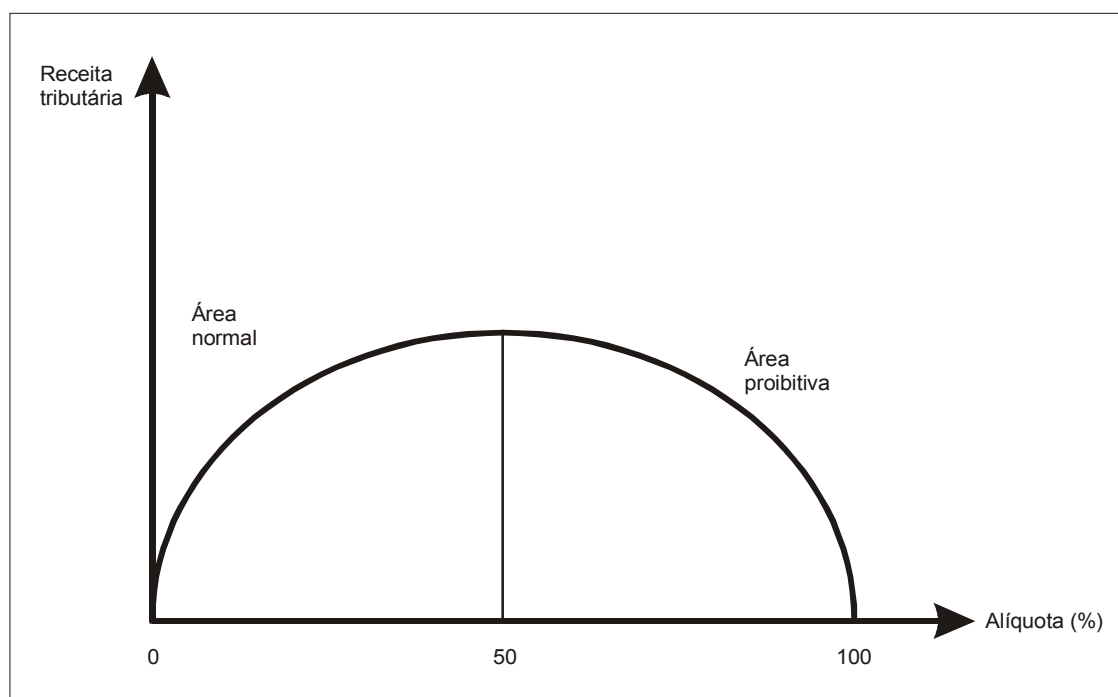
---

<sup>5</sup>Arthur B. Laffer, economista americano, professor da Universidade da Califórnia, construiu, nos anos 1970, um modelo gráfico popularizado nos Estados Unidos na década de 1980, onde relaciona o aumento da alíquota de imposto com as receitas tributárias.

A curva de Laffer é focada no efeito substituição representado pelo *trade off* entre a tributação e a oferta de trabalho e capital. Alíquotas mais elevadas reduzem a oferta de trabalho e capital, o que reduz a renda nacional. No caso do fator trabalho, o encadeamento lógico é o seguinte: a elevação na alíquota marginal da tributação da renda do trabalho aumenta o custo do trabalho, reduz o preço do tempo livre, reduz a oferta de trabalho, reduz a produção, reduz a renda, que é a base do cálculo do imposto e, finalmente, reduz a receita tributária.

Inicialmente, na área normal, o efeito renda positivo sobre o produto nacional, resultante de uma elevação na alíquota, excede o efeito substituição negativo (gráfico 1). Em determinado ponto estes efeitos se igualam. Após este ponto, na área proibida, o efeito renda é inferior ao efeito substituição, de modo que um aumento na alíquota implica uma redução da receita tributária.

GRÁFICO 1 - CURVA DE LAFFER



Além do efeito substituição, que pode reduzir a renda nacional a partir de um aumento nas alíquotas de tributação, outro aspecto presente e que contribui no sentido da redução das receitas tributárias é a evasão fiscal.



O aumento da evasão fiscal a partir do aumento das alíquotas de tributação verifica-se segundo o princípio de que quanto maior for a contribuição que o indivíduo deverá prestar ao fisco, mais vantagens terá em sonegar os impostos devidos. Portanto, quando for incluído o fator de evasão fiscal, o ponto de máximo da curva de Laffer fica posicionado mais à esquerda do que na curva original.

#### 2.3.4 Política Orçamentária

A política orçamentária, que trata da forma de alocação dos recursos públicos arrecadados através da tributação, ao contrário dos investimentos privados não conta com os mecanismos de preços e demais instrumentos de mercado para decidir em que setor é mais vantajoso investir a cada momento.

No caso dos projetos privados os benefícios estimados são as receitas brutas propiciadas ao investidor pela venda do produto ou serviços. Ao investidor, não interessa os benefícios que o projeto possa gerar a terceiros na forma de empregos, renda, impostos ou bem-estar. Entretanto, no caso dos projetos e atividades governamentais, acontece geralmente o contrário, pois o governo não está interessado apenas nas receitas (impostos), possivelmente geradas pelo projeto ou atividade. Ao contrário, está interessado, especialmente, nos empregos, na renda e no bem-estar que o projeto possa propiciar à comunidade. Mas, esses benefícios, por serem mais complexos, são muito mais difíceis de quantificar e estimar. No que se refere aos custos, há, também, uma diferença fundamental entre os que são considerados importantes para o setor privado e os que são relevantes para o setor público. Os investidores privados quantificam apenas os custos que eles próprios terão de desembolsar para implantar o projeto. Já o governo, além de considerar os custos de implantação que terão de ser pagos, precisa também computar os custos adicionais para a comunidade, na forma de desconforto poluição ou qualquer outro tipo de prejuízo ao bem-estar social. Os custos públicos são, portanto, mais complexos e difíceis de quantificar e estimar (LEITE, 1994, p.192).

Desse modo, as avaliações que relacionam o benefício ao custo da atividade dificilmente são aplicáveis ao investimento público, considerando que as principais atividades públicas são entregues à sociedade sem vinculação a qualquer forma de pagamento direto.

Sem a possibilidade de contar com instrumental objetivo para a definição dos projetos prioritários, os orçamentos públicos passam a ser formulados com base em sistemáticas ligadas ao gênero das escolhas públicas nas quais a decisão de

investir em determinado projeto é resultado de um jogo de poder, onde participam as forças surgidas do processo de democracia representativa da sociedade, como os poderes executivo e legislativo, os grupos da sociedade civil organizada, os grupos representativos do poder econômico e mesmo a burocracia estatal, que possui enorme influência na formação dos orçamentos públicos.

Cada grupo tenderá a fazer valer os seus interesses, sejam eles originários de motivações de ordem econômica, ideológica ou mesmo pela sua manutenção nas estruturas de poder, prevalecendo ao final os interesses bem mais postados dentro do jogo de poder estabelecido.

Uma grande parcela das decisões de investimentos no orçamento público está previamente definida por meio de ordenamentos legais e constitucionais vigentes, tais como a participação em determinados fundos, pagamentos de dívidas, inversões em saúde e educação, cobertura das despesas de custeio das entidades dos poderes executivos, legislativo e judiciário e repasse à previdência de modo que o espaço reservado no orçamento público para novos investimentos, no caso brasileiro, é muito reduzido em relação ao orçamento total.

Uma das definições prévias, de ordem legal, com influência no orçamento público brasileiro é a previsão de formação de superávit primário para amortização da dívida pública mobiliária. Esta instrução legal tem forte vinculação com o objeto desta dissertação.

#### 2.3.4.1 Déficit Orçamentário

O Déficit Orçamentário das contas do governo é o responsável pela variação da dívida pública, para mais ou para menos, dependendo, para isto, que sejam produzidos déficits positivos ou negativos.

Uma vez produzido, deverá ser coberto por receitas extratributárias originárias da emissão de moeda, do aumento da dívida interna ou por financiamento externo.

Portanto, o cálculo do déficit orçamentário e a verificação dos fatores que lhe deram origem passaram a ser, em regimes de restrição orçamentária, o principal indicador financeiro para verificar o desempenho da política fiscal dos governos.

Quanto a isto, Leite (1994) nos esclarece sobre três formas de verificação dos déficits orçamentários, denominados déficit nominal, déficit operacional e déficit primário real, como segue:

A especificação do déficit governamental em termos da diferença entre as receitas e despesas do setor público (T - G), embora correta e fácil de compreender, esconde diversas características do processo orçamentário que são fundamentais para determinação das causas do déficit e para avaliação da política fiscal. Note-se, por exemplo, que os seguintes fatores se escondem por trás da referida definição do déficit:

- os métodos de financiamento utilizados;
- a contribuição de déficits passados para o déficit atual;
- o impacto das dívidas interna e externa sobre o déficit;
- a necessidade de emissão de moeda;
- o efeito da inflação sobre a receita e dispêndio do governo;
- o efeito de variações na taxa de juros;
- a cobrança de imposto inflacionário;
- a existência de erros e omissões nas contas governamentais.

Embora todos esses fatores possam ser revelados por uma análise contábil profunda das contas governamentais, são necessários conceitos macroeconômicos capazes de revelá-los de forma simples e sistemática. Felizmente, após muitas controvérsias, foi desenvolvida, na década passada, uma eficiente metodologia de mensuração do déficit público que é hoje adotada nos principais países do mundo, inclusive no Brasil. Dentre os trabalhos originais mais importantes sobre esse assunto destacam-se os artigos de Cagan da Universidade de Chicago; de Fischer e Modigliani, do Instituto de Tecnologia de Massachussetts; de Eisner e Pieper, da Northwestern University (Illinois), bem como os de Tobin e Buiter da Universidade de Yale.

A nova metodologia foi desenvolvida a partir do conceito da restrição orçamentária do governo. Essa restrição mostra, simplesmente, que as despesas governamentais precisam ser necessariamente financiadas por uma ou mais das três fontes de recursos do governo – a tributação, a emissão de moeda e o endividamento governamental nos mercados financeiro interno e externo (grifo nosso). Pode ser expressa nos seguintes termos matemáticos:

$$G + iDI_{-1} + i^*qDE_{-1} = T + (M - M_{-1}) + (DI - DI_{-1}) + q(DE - DE_{-1}) \quad (4)$$

A partir da restrição orçamentária acima apresentada, são definidos os seguintes conceitos de déficit:

Déficit Nominal (Dn):

$$Dn = (G - T) + (iDI_{-1} + i^*qDE_{-1}) = (M - M_{-1}) + (DI - DI_{-1}) + q(DE - DE_{-1}) \quad (5)$$

Déficit Operacional (Do):

$$Do = (g - t) + rdi_{-1} + r^*qde_{-1} = (m - m_{-1}) + (di - di_{-1}) + q(de - de_{-1}) + \Pi m_{-1} / (1 + \Pi) \quad (6)$$

Déficit Primário Real (Dp):

$$Dp = (g - t) = (m - m_{-1}) + (di - di_{-1}) + q(de - de_{-1}) + \Pi m_{-1} / (1 + \Pi) - (rdi_{-1} + r^*qde_{-1}) \quad (7)$$

onde:

$G$  = dispêndio do setor público em valores nominais;

$i$  = taxa nominal de juros;

$iDL_{-1}$  = juros sobre a dívida pública interna (DI) existente no período anterior;

$i^*$  = taxa de juros nominal externa, tal como o labor (London Interbank Overseas Rate) ou a *Prime Rate* americana incidente sobre os empréstimos externos brasileiros;

$q$  = taxa de câmbio nominal (relação R\$/US\$);

$r$  = taxa de juros real interna;

$r^*$  = taxa de juros real externa;

$i^*qDE_{-1}$  = juros sobre a dívida pública externa (DE) existente no período anterior;

$T$  = receita do governo em termos nominais;

$M - M_{-1}$  = variação da base monetária entre o início e o fim do período;

$DI - DI_{-1}$  = variação da dívida pública interna;

$DE - DE_{-1}$  = variação da dívida pública externa.

Como revela a Equação (5), o déficit nominal ( $D_n$ ) consiste da diferença entre receitas e despesas públicas ( $G - T$ ), destacando-se a parcela referente aos juros nominais incidentes sobre as dívidas interna ( $iDI_{-1}$ ) e externa ( $i^*qDE_{-1}$ ). Pode também ser obtido através da soma dos incrementos da base monetária ( $M - M_{-1}$ ), e do incremento da dívida interna ( $DI - DI_{-1}$ ) e da dívida externa expressa em moeda nacional  $q(DE - DE_{-1})$ .

O déficit nominal estimado para o período orçamentário seguinte é o melhor indicador das necessidades de financiamento do setor público, mas não é um bom indicador da política fiscal a ser executada, visto que parte dos juros nominais a serem pagos (a correção monetária) destina-se à reposição do capital financeiro consumido pela inflação, ou seja, à manutenção do valor real da dívida, não implicando, portanto, em dispêndio real. Por essa razão, especialmente em épocas de inflação alta, o déficit nominal exagera a dimensão do déficit verdadeiro.

O déficit operacional ( $D_o$ ), constante da Equação (6), também chamado déficit real, é obtido pelo deflacionamento dos valores monetários das variáveis orçamentárias e financeiras, bem como pelo cálculo dos juros através da taxa de juros real esperada. Por eliminar os efeitos distorcidos da inflação, o déficit operacional é boa medida da política fiscal a ser executada e tem ainda a vantagem de revelar que o incremento da base diferença entre as magnitudes dos déficits nominal e operacional aumenta diretamente com a taxa de inflação.

O conceito do déficit operacional tem a vantagem de revelar que o incremento da base monetária nominal pode ser dividido em dois componentes denominados: senhoriagem, correspondente ao aumento real da base ( $m - m_{-1}$ ); e, imposto inflacionário, referente à desvalorização da quantidade de moeda em poder do público ( $\Pi m_{-1} / (1 + \Pi)$ ). Tanto a senhoriagem como o imposto inflacionário são fontes de recursos utilizadas no financiamento do déficit.

O déficit primário real ( $D_p$ ), dado pela Equação (7), difere do conceito operacional em virtude de desconsiderar os valores referentes aos juros da dívida pública. O objetivo dessa exclusão é eliminar o efeito dos déficits anteriores, responsáveis pela dívida e juros atuais, a fim de isolar o impacto da política fiscal presente sobre as contas do governo. Portanto, o déficit primário oferece o melhor método de avaliação do impacto da política fiscal em execução sobre as contas governamentais. A diferença entre os déficits primário e operacional se amplia à medida que aumenta a dimensão da dívida pública.

Convém agora ressaltar que cada um dos conceitos de déficit acima especificados pode ser medido através de duas fontes distintas de informações – a das contas nacionais, baseada na consolidação das contas correntes do setor público, e a dos fluxos financeiros da dívida pública e da base monetária. Esses dois métodos tendem a produzir resultados diferentes, em virtude de erros e omissões a que está sujeito o levantamento da contabilidade nacional, e, especialmente, devido a possíveis distorções dos procedimentos contábeis orçamentários utilizados pelo Governo. Por essa razão, as medições feitas através de fluxos financeiros tendem a ser mais exatas e confiáveis.

Dessas considerações, conclui-se, portanto, que os diversos métodos de medir o déficit público, embora produzam números distintos, são compatíveis entre si e revelam aspectos e dimensões diferentes da política fiscal. Uma análise eficiente das contas governamentais, com base na magnitude do déficit em relação ao PIB, exige, portanto, a consideração e a compreensão de todos os conceitos acima discutidos (LEITE, 1994, p.203-206).

#### 2.3.4.2 Efeitos macroeconômicos do déficit

O déficit orçamentário produz efeitos macroeconômicos que não podem ser determinados através de regras gerais para todas as economias, mas somente a partir de análises que levem em consideração os fatores representativos do estado de determinada economia, tais como a taxa de ociosidade do capital em seus diversos setores, o nível de desemprego, o grau de endividamento governamental, o equilíbrio da balança de pagamentos, e mesmo fatores menos mensuráveis, como a reação do público à política econômica do governo. Dada a complexidade de que se reveste a determinação de parâmetro que represente com precisão o estado de determinada economia e de que maneira esta responderá a uma intervenção governamental através da produção de déficit orçamentário, muitas vezes a discussão deste tema fica mais permeada de caráter ideológico do que por modelos precisos que relacionam variáveis macroeconômicas. Com relação a isto, Leite (1994) afirma:

A principal razão da preocupação com o déficit do setor público é seu impacto sobre o comportamento da economia através dos seus efeitos sobre o produto nacional, o volume do emprego e o nível de preços, sendo crucial distinguir entre os possíveis efeitos sobre o produto nacional e sobre o nível de preços. A análise desse problema é justamente uma das funções básicas da teoria macroeconômica e tem sido objeto das controvérsias existentes entre as escolas de pensamento econômico. Convém ressaltar, portanto, que o déficit é um dos componentes da demanda agregada, de modo que seus efeitos macroeconômicos vão depender, em última análise, da interação entre demanda e oferta

agregada. A maioria dos economistas acredita que o déficit público age, ou que possa em certas circunstâncias agir, como estimulador do produto nacional e do emprego, embora também seja fator causador de inflação. As magnitudes relativas dos efeitos sobre produto e nível de preços dependem do grau de capacidade ociosa e da taxa de desemprego existentes na economia, das magnitudes do próprio déficit e da dívida pública, bem como da reação do público à política econômica do governo. São justamente os posicionamentos e observações sobre tais magnitudes relativas e seus determinantes que separam as diferentes escolas de pensamentos econômicos e que motivam o desenvolvimento de teorias explicativas, às vezes, antagônicas (LEITE, 1994, p.207).

Posicionamentos opostos no modo de perceber os efeitos do déficit público podem ser vistos adotando-se visões extremadas em relação à possibilidade de variação da renda a curto prazo em função de variações de demanda.

No primeiro dos posicionamentos adota-se que a renda nacional não reagirá em função de mecanismos de política fiscal ou política monetária e, portanto, a equação de equilíbrio entre a oferta de renda nacional e a demanda permanece constante a curto prazo:

$$Y = C + I + G + X - Z, \text{ onde } Y = \text{constante.}$$

Lembrando que o consumo nacional corresponde à renda nacional deduzida da poupança e dos tributos ( $C = Y - S - T$ ), pode-se transformar a equação acima na seguinte condição alternativa de equilíbrio:

$$(T - G) = (I - S) + (X - Z)$$

Essa equação revela que qualquer saldo orçamentário  $[(T-G) \neq 0]$ , representativo de um desequilíbrio do setor público, é necessariamente compensado pelo desequilíbrio entre poupança e investimento  $[(I - S) \neq 0]$  no mercado interno e/ou por um saldo do balanço de pagamentos  $[(X - Z) \neq 0]$ . Em outras palavras, a existência de um saldo orçamentário governamental requer um financiamento compensatório pelo setor privado interno e/ou pelo setor externo.

No caso de realização de um déficit governamental, o excesso do dispêndio público sobre suas receitas será compensado por uma ou mais das seguintes reações que promovem a transferência de recursos para o governo: redução do investimento

interno ( $\Delta I < 0$ ); aumento da poupança interna ( $\Delta S > 0$ ); déficit do balanço de pagamentos [ $\Delta (X - Z) < 0$ ], que implica o ingresso líquido de recursos externos.

O mecanismo econômico que promove essas reações é o da interação entre os mercados do produto e da moeda, via taxa de juros do modelo IS-LM. Mais especificamente, o efeito do déficit público sobre o investimento e a poupança corresponde ao "efeito expulsão" (*full crowding out effect*), que acontece para o caso de uma curva LM vertical, demanda monetária insensível às variações da taxa de juros.

Por outro lado, efeito contrário poderá ser obtido considerando-se a presença de uma Curva LM horizontal, na qual não haveria transferência de moeda especulativa para moeda transacional (sensibilidade juro por demanda de moeda infinita) considerando que a economia encontra-se em processo de armadilha de liquidez. Neste caso, um aumento dos gastos públicos que gere déficit público via emissão de títulos públicos à taxa de juros superior às taxas de mercado, e com a renda nacional abaixo da renda potencial da economia, seria compensado com um aumento da renda nacional numa quantidade mais que proporcional aos gastos do governo.

O mesmo efeito poderia ser obtido no caso de uma curva LM normal, ou seja, positivamente inclinada, com uma curva IS negativamente inclinada, se o déficit público, com origem em um aumento dos gastos do governo, fosse financiado pela emissão de moeda e estando a renda nacional abaixo da renda potencial da economia. Neste caso, ter-se-ia:

$$\Delta Y = \alpha G, \text{ onde } \alpha \text{ é o multiplicador keynesiano.}$$

## 2.4 REGIME DE META DE INFLAÇÃO

A partir do ano de 1999, com o esgotamento do modelo de estabilização econômica sustentado em âncora cambial, o governo brasileiro adotou o regime de "metas para a inflação" (*inflation targeting*) para orientar as ações de sua política monetária no sentido de manter a taxa de inflação da economia dentro de valores previamente definidos.

O regime de metas para a inflação foi instituído através do Decreto n.º 3.088, de 21 de junho de 1999, que definiu os princípios básicos de sua execução através das instruções que se seguem.

As metas de inflação e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mediante proposta do ministro de Estado da Fazenda.

Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas.

Caso a meta não seja cumprida, o presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao ministro de Estado da Fazenda, contendo a descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, relatório de inflação abordando o desempenho do regime de metas para a inflação, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Dessa forma, o sistema de metas para inflação requer do Banco Central uma atitude antecipadora na fixação dos seus instrumentos de política monetária, dadas as conhecidas defasagens do seu mecanismo de transmissão.

Para dar objetividade aos seus atos e justificá-los perante os agentes econômicos, o Banco Central vem operando um conjunto de modelos estruturais que aproveitam relações teóricas conhecidas entre algumas variáveis macroeconômicas para prever os efeitos futuros sobre a taxa de inflação.

Além dos modelos estruturais que estabelecem relações de causa e efeito entre variáveis macroeconômicas utilizando a econometria, o Banco Central usa análises estatísticas que avaliam a evolução de um conjunto de indicadores econômicos verificando a variação destes com mudanças inflacionárias, ou seja, estabelece a relação das alterações de determinados indicadores econômicos com



pontos de inflexão da curva de inflação e, desse modo, identifica tendências de variações futuras da taxa de inflação.

A partir da utilização de modelos estruturais e não-estruturais de previsão de inflação futura, o Banco Central pode justificar suas atitudes de política econômica junto aos agentes econômicos, como a de aumentar a taxa básica de juros da economia (Selic), aumentar o superávit primário do orçamento da União, intervir na taxa de câmbio etc.

### **3 HISTÓRICO E FORMAÇÃO ATUAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL**

A dívida pública é o estoque de obrigações que o setor público acumula com o setor privado. Estas obrigações podem assumir a forma de títulos (dívida mobiliária), base monetária (passivo da autoridade monetária), dívida bancária ou quaisquer outros contratos que resultem em direitos dos agentes contra o governo. Porém, o governo também possui créditos juntos às pessoas físicas e empresas privadas (empréstimos e arrecadação a recolher) e junto ao setor financeiro (assistência financeira do Banco Central, diversos tipos de repasses a instituições financeiras privadas). Assim, a Dívida Líquida do Setor Público é o montante de dívidas dos governos com o setor privado deduzidos os seus créditos contra os agentes privados e as instituições financeiras oficiais.

Desse modo, a Dívida Mobiliária Federal representa parte dos passivos da União expressa na forma de títulos públicos. A tabela 2, a seguir, extraída do Boletim do Banco Central (Relatório de 2004), ilustra os principais tipos de dívidas componentes da Dívida Líquida do Setor Público, com destaque para a Dívida Mobiliária Federal.

#### **3.1 PRINCIPAIS ASPECTOS DA FORMAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL**

##### **3.1.1 Liquidação de Passivos Contingentes**

Segundo o Banco Central, os Passivos Contingentes são dívidas do setor público, geradas no passado, que já produziram impacto macroeconômico e que, ao serem reconhecidas pelo governo federal, passam a ser contabilizadas no quadro da Dívida Líquida do Setor Público como Ajuste Patrimonial.

TABELA 2 - DÍVIDA LÍQUIDA E BRUTA DO GOVERNO FEDERAL - 2003 E 2004

DISCRIMINAÇÃO	2003		2004	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Dívida Líquida do setor público consolidado	913.145	57,2	956.994	51,8
Dívida líquida do governo geral	901.263	56,4	961.133	52
Dívida bruta do governo geral	1.228.569	76,9	1.331.758	72,1
Dívida interna	987.116	61,8	1.111.246	60,1
Dívida externa	241.453	15,1	220.512	11,9
Governo federal	222.418	13,9	201.881	10,9
Governos estaduais	16.429	1	15.980	0,9
Governos municipais	2.605	0,2	2.651	0,1
Créditos do governo geral	-327.306	-20,5	-370.625	-20,1
Créditos internos	-323.655	-20,3	-366.941	-19,9
Disponibilidades do governo geral	-136.461	-8,5	-175.855	-9,5
Aplic. da Previdência Social	-860	-0,1	-289	0
Arrecadação a recolher	-1.587	-0,1	-745	0
Depósitos à vista (inclui ag. descentral)	-4.371	-0,3	-3.965	-0,2
Disponibilidades do governo federal no Bacen	-120.190	-7,5	-158.232	-8,6
Aplicações na rede bancária (estadual)	-9.454	-0,6	-12.624	-0,7
Aplicações de fundos e programas financeiros	-58.132	-3,6	-53.298	-2,9
Créditos junto às estatais	-29.215	-1,8	-24.970	-1,4
Demais créditos do governo federal	-25.624	-1,6	-25.800	-1,4
Recursos do FAT na rede bancária	-74.223	-4,6	-87.018	-4,7
Créditos externos	-3.651	-0,2	-3.683	-0,2
Governo federal	-3.651	-0,2	-3.683	-0,2
Governos estaduais	-	-	-	-
Governos municipais	-	-	-	-
Dívida líquida do Banco Central	-5.796	-0,4	-8.600	-0,5
Dívida líquida das empresas estatais	17.678	1,1	4.460	0,2
PIB (R\$ milhões) <sup>(1)</sup>	1.596.846	-	1.847.872	-

FONTE: Boletim do Banco Central - Relatório de 2004

NOTA: Inclui as dívidas do governo federal e dos governos estaduais e municipais com os demais agentes econômicos, inclusive o Bacen.

(1) PIB dos últimos 12 meses, a preços do mês assinalado. Deflator IGP-DI centrado (média geométrica das variações do IGP-DI no mês seguinte).

Segundo Pêgo Filho e Pinheiro (2004, p.10), "a classificação mais criteriosa e mais recente dos passivos contingentes encontra-se na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO 2004, que classifica os passivos contingentes em seis categorias".

1. passivos que resultam de controvérsias sobre indexação e controles de preços praticados durante planos de estabilização e que derivam, também, das soluções propostas para sua compensação;
2. passivos decorrentes de lides de ordem tributária e previdenciária;
3. questões judiciais pertinentes à administração do Estado, como as privatizações, a extinção dos órgãos, a liquidação de empresas e atos que afetam a administração de pessoal;
4. os chamados esqueletos ou dívidas passadas em processo de reconhecimento;
5. ativos decorrentes de operações de liquidação extrajudicial de instituições financeiras, além de créditos contra o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) e contra os estados, registrados no balanço do Banco Central do Brasil;
6. operações prestadas (aval e garantias) pela União aos demais entes da Federação e às empresas estatais.

São exemplos da primeira classe de passivos contingentes a correção dos cruzados bloqueados pelo Plano Collor (março de 1990), as ações trabalhistas referentes à aplicação da Unidade Real de Valor - URV (primeiro semestre de 1994) e o percentual de reajuste dos saldos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

Na segunda classe enquadram-se as ações das empresas que foram excluídas do cadastro do Programa de Recuperação Fiscal (Refis), em razão do não cumprimento do acordo com a Secretaria da Receita Federal (SRF). Encontram-se também nesta categoria os empréstimos compulsórios sobre consumo de combustíveis e compra de veículos (governo Sarney).

Na terceira classe incorporam-se, principalmente, as obrigações trabalhistas da Rede Ferroviária Federal S.A (RFFSA), da Ferrovia Paulista S/A – Fepasa, da Empresa Brasileira de Planejamento de Transporte (Geipot) e do Departamento Nacional de Estradas de Rodagem (DNER).

Quanto à quarta classe, esta se compõe dos esqueletos ou das dívidas que estão em processo de reconhecimento na Secretaria do Tesouro Nacional (STN), destacando-se as dívidas relativas ao Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), estimadas em 77,8 bilhões.

Na quinta classe estão, em sua maioria, os ativos decorrentes de liquidação extrajudicial de alguns bancos públicos, como o Banco do Estado do Rio de Janeiro e o Banco do Estado do Paraná.

Na sexta classe enquadram-se as ações impetradas por empregados ativos e aposentados de empresas estatais que reivindicam a reposição de expurgo inflacionário decorrente dos diversos planos de estabilização, bem como avais concedidos a estados e municípios.

A tabela 3, a seguir, apresenta os valores dos diversos ativos e passivos contingentes reconhecidos no período de 1996 a 2003.

TABELA 3 - AJUSTE PATRIMONIAL (PASSIVOS MENOS ATIVOS CONTINGENTES RECONHECIDOS) - FLUXOS ACUMULADOS DE 1996 A JUNHO DE 2003

TIPO DE OCORRÊNCIA	AJUSTE PATRIMONIAL (em R\$ milhões de junho de 2003) <sup>(1)</sup>								TOTAL	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>(2)</sup>	R\$	% PIB <sup>(3)</sup>
Proes <sup>(4)</sup>	0	0	15.120	10.899	1.481	119	1.367	0	28.985	1,91
Securitização de dívidas diversas <sup>(5)</sup>	10.927	1.062	3.716	4.662	4.030	296	0	0	24.694	1,63
FCVS (securização + emissão de dívidas)	0	0	5.850	156	315	14.285	1.116	75	21.797	1,44
Capitalização do Banco do Brasil	13.172	0	0	0	0	0	0	0	13.172	0,87
Capitalização da Caixa Econômica Federal	0	0	0	0	0	9.407	0	0	9.407	0,62
Transferência para fundo de pensão (Petros)	0	0	0	0	0	0	7.450	0	7.450	0,49
Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar	6.112	0	0	0	0	0	0	0	6.112	0,40
Reclassificação da dívida bancária	0	0	0	2.708	4.731	-1.783	-800	456	5.311	0,35
Emissão de Dívidas Vencidas e Renegociadas (DVR)	0	0	4.959	0	0	22	0	0	4.981	0,33
Assunção de dívidas do antigo Iapras	0	0	0	0	0	4.873	0	0	4.873	0,32
Provisionamentos de créditos a receber	0	0	0	0	3.061	-870	2.489	0	4.679	0,31
Emissão de NTN <sup>(6)</sup>	0	6.095	0	0	0	0	2.012	0	4.083	0,27
Capitalização do Banco do Nordeste do Brasil	0	0	0	0	0	2.686	0	0	2.686	0,18
Reclassificação de ativos e obrigações da Telebras	0	0	2.352	0	0	0	0	0	2.352	0,16
Renegociação da dívida PGFN/CAF - Previab	0	0	0	0	0	1.427	0	0	1.427	0,09
Inclusão de debêntures	0	-655	0	2.064	0	0	0	0	1.409	0,09
Capitalização Banco da Amazônia S.A.	0	0	0	0	0	1.136	0	0	1.136	0,07
Liquidação da Siderbras	0	682	0	0	0	0	0	0	682	0,05
Emissão de NTNC	0	0	0	0	0	0	614	65	678	0,04
Clearing entre o TN, o BNDES e o Fundo de Marinha Mercante	675	0	0	0	0	0	0	0	675	0,04
Clearing entre o BB, a CEF e o INSS	527	0	0	0	0	0	0	0	527	0,03
Exclusão do funcheque	0	0	0	0	0	0	0	453	453	0,03
Estorno das aplicações do Fundo de Marinha Mercante	0	392	0	0	0	0	0	0	392	0,03
Renegociação da dívida dos estados (Lei n.º 9.496)	0	0	0	137	0	0	0	0	137	0,01
Ajuste ref. aos Conselhos de Fiscalização de Profissões Liberais	0	11	0	0	0	0	0	0	11	0,00
TOTAL	31.414	7.587	31.997	20.626	13.617	31.598	10.223	1.049	148.110	9,77

FONTE: Banco Central do Brasil (dados primários)

NOTA: Elaboração: Ipea/Dicod/CFP.

(1) Valores atualizados pelo IGP-DI.

(2) Valores apurados até junho de 2003.

(3) Usou-se o valor de R\$ 1.515.419,0 milhões, correspondente ao PIB valorizado, acumulado nos últimos doze meses terminados em junho de 2003, atualizado pelo IGP-DI do mês (Fonte: Banco Central do Brasil).

(4) Inclui emissão de LFT-B e créditos contra o Estado de Alagoas e contra o Banco do Estado de Santa Catarina (Besc).

(5) Inclui dívidas securitizadas ao amparo da Lei n.º 9.496/97 (renegociação das dívidas dos Estados com a União) e dívidas da RFFSA.

(6) Títulos usados no processo de privatização de empresas controladas por estatais (como Petroquisa e, por exemplo, BR Distribuidora, etc.).

A partir do reconhecimento de um passivo contingente qualquer, e dependendo da forma de liquidação estabelecida em juízo, negociação com credores ou mesmo por tomada de decisão política, o governo poderá liquidar a dívida através de moeda originária de suas receitas fiscais ou pela emissão de moeda. Na impossibilidade de usar moeda para liquidação da dívida o governo poderá adotar o caminho da securitização da dívida, que é a sua liquidação por meio da emissão de títulos do tesouro nacional que irão compor, então, a Dívida Mobiliária Federal. Exemplo disso é a securitização das dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), do Programa de Saneamento Financeiro dos Bancos Estaduais (Proes), do programa de ajuste fiscal dos estados, da capitalização da Caixa Econômica e Banco do Brasil, entre outros.

### 3.1.2 Pagamento de Juros dos Títulos Públicos

O pagamento de juros sobre os títulos públicos, como forma de remuneração desses papéis, tem representado o mais expressivo componente na formação da dívida pública mobiliária federal. A taxa de juros nominais mais utilizada para a remuneração dos Títulos Públicos é a taxa Selic. Esta é a taxa básica referencial do sistema financeiro e é definida mensalmente, em reunião do Comitê de Política Monetária (Copom). O Copom altera o valor da taxa Selic mensalmente, em função do comportamento da inflação e das previsões inflacionárias futuras, com o objetivo de manter a taxa anual de inflação dentro dos limites de metas estabelecidas pelo regime de metas inflacionárias levado a cabo pela política monetária do governo.

A taxa Selic não representa um tabelamento de taxa de juros, mas, sim, estabelece um referencial a ser perseguido pelo governo para a remuneração das transações financeiras interbancárias de curto prazo. Para isto o governo utiliza todo o seu arsenal de instrumentos de política monetária para manter a taxa Selic em torno da meta estabelecida pelo Copom.

A taxa Selic de mercado, que efetivamente remunera os títulos públicos a ela indexados, é calculada a partir de verificações estatísticas obtidas de vários operadores do mercado de reservas interbancárias. Os cálculos são efetuados pela Associação

Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), através da Comissão de Precificação de Ativos da Associação, que é um fórum subordinado ao Copom.

Sendo o Resultado Operacional do Setor Público obtido pelo balanço orçamentário incluindo o pagamento dos juros das dívidas interna e externa, e sendo o Resultado Primário do Setor Público obtido pelo balanço orçamentário excluindo o pagamento dos juros, se for efetuada a diferença entre os dois valores obtém-se o valor pago em juros pelo setor público em cada exercício orçamentário (tabelas 4 e 5). Procedendo dessa forma em relação aos valores dessas tabelas obtém-se o valor pago de juros pelas dívidas interna e externa do setor público em 10 anos, no período de 1993 e 2002. O resultado obtido dessa forma, apresentado na tabela 6, leva à conclusão de que nesse período o governo pagou em juros pela manutenção da dívida pública valor equivalente a 45,87% de seu PIB.

$$J = RO - RP$$

onde: RO é o Resultado Operacional e

RP é o Resultado Primário

TABELA 4 - RESULTADO OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002

DISCRIMINAÇÃO	RESULTADO OPERACIONAL (% do PIB)									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Governo federal e Banco Central	0,00	-2,00	1,74	1,27	1,76	5,13	3,17	1,31	1,46	0,26
Governos estaduais e municipais	-0,20	0,80	2,37	1,81	2,26	1,78	0,50	0,69	0,46	-0,27
Empresas estatais	0,00	-0,37	0,88	0,32	0,29	0,50	-0,26	-0,82	-0,53	0,00
Setor público consolidado	-0,20	-1,57	5,00	3,40	4,31	7,40	3,41	1,17	1,39	-0,01

FONTE: Banco Central do Brasil

TABELA 5 - RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002

DISCRIMINAÇÃO	RESULTADO PRIMÁRIO (% do PIB)									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Governo federal e Banco Central	-1,41	-3,04	-0,58	-0,38	0,26	-0,55	-2,4	-1,89	-1,89	-2,53
Governo Federal	-	-	-	-	-	-	-2,47	-1,94	-1,94	-2,59
Banco Central	-	-	-	-	-	-	0,08	0,04	0,06	0,06
Governos estaduais e municipais	-0,54	-0,82	0,17	0,55	0,72	0,19	-0,23	-0,56	-0,88	-0,84
Governos estaduais	-	-	-	-	-	0,41	-0,16	-0,43	-0,61	-0,68
Governos municipais	-	-	-	-	-	-0,22	-0,07	-0,13	-0,28	-0,16
Empresas estatais	-0,65	-1,18	0,05	-0,08	-0,07	0,35	-0,65	-1,05	-0,93	-0,72
Empresas estatais federais	-	-	-	-0,28	-0,27	0,25	-0,65	-0,91	-0,62	-0,45
Empresas estatais estaduais	-	-	-	0,19	0,18	0,06	-0,02	-0,14	-0,29	-0,27
Empresas estatais municipais	-	-	-	0,01	0,02	0,04	0,02	0	-0,01	0
Resultado primário consolidado	-2,6	-5,04	-0,36	0,09	0,91	-0,01	-3,28	-3,5	-3,7	-4,08

FONTE: Banco Central do Brasil

TABELA 6 - JUROS PAGOS NOS PERÍODOS - 1993-2002

DISCRIMINAÇÃO	JUROS (% do PIB)										
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	TOTAL
RO	-0,20	-1,57	5,00	3,40	4,31	7,40	3,41	1,17	1,39	-0,01	24,30
RP	-2,60	-5,04	-0,36	0,09	0,91	-0,01	-3,28	-3,50	-3,70	-4,08	-21,57
RO-RP	2,40	3,47	5,36	3,31	3,40	7,41	6,69	4,67	5,09	4,07	45,87

FONTE: O autor

NOTA: Valores negativos representam superávit.

### 3.1.3 Déficit Orçamentário

O déficit primário do orçamento federal, que é a diferença entre o total das receitas públicas menos os gastos públicos, sem considerar os gastos com o pagamento dos juros das dívidas públicas, pode ser coberto através da venda de títulos públicos ao setor privado tomando recursos financeiros de pessoas físicas e jurídicas. O financiamento do déficit orçamentário por meio da venda de títulos públicos no mercado financeiro tem sido uma prática corrente no orçamento da União, o que pode ser verificado observando-se as tabelas a seguir, referentes a necessidades de financiamento do setor público no conceito operacional.

TABELA 7 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO - CONCEITO OPERACIONAL - 1981/1991

NÍVEL DE GOVERNO	NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO (% DO PIB)						
	1981	1983	1985	1987	1989	1990	1991
TOTAL	6,2	4,4	4,32	5,52	6,9	-1,2	-1,35
Governo federal	1,9	1,1	1,42	2,99	3,7	-2,4	0,18
Governo estadual e municipal	1,4	0,3	0,95	1,56	0,6	0,4	0,93
Empresas estatais	2,9	2,9	2,26	0,86	2,4	0,6	-0,23
Agências descentralizadas	-0,1	0,0	-0,15	-0,14	0,2	0,0	0,00
Previdência Social	0,1	-0,1	0,16	-0,25	0,0	0,2	0,00
Fundos e Programas	-0,1	0,2	-0,30	0,60	0,0	0,0	0,00

FONTE: Banco Central

NOTA: Valores negativos representam superávit operacional.

TABELA 8 - RESULTADO OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO - 1993-2002

DISCRIMINAÇÃO	RESULTADO OPERACIONAL (% do PIB)									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Governo federal e Banco Central	0,00	-2,00	1,74	1,27	1,76	5,13	3,17	1,31	1,46	0,26
Governos estaduais e municipais	-0,20	0,80	2,37	1,81	2,26	1,78	0,50	0,69	0,46	-0,27
Empresas estatais	0,00	-0,37	0,88	0,32	0,29	0,50	-0,26	-0,82	-0,53	0,00
Setor público consolidado	-0,20	-1,57	5,00	3,40	4,31	7,40	3,41	1,17	1,39	-0,01

FONTE: Banco Central do Brasil



Durante a década de 1980, o déficit do setor público no conceito operacional manteve-se em níveis elevados, variando entre 4,32% e 6,90% do PIB. Entretanto, em 1990, em virtude da política de arresto dos ativos financeiros, adotada no início do governo Collor, o déficit operacional transformou-se subitamente em superávit nos primeiros anos da década de 1990. Contudo, o processo de devolução dos ativos restaurou a negatividade do saldo operacional do setor público em 1992, se bem que em valores bem menos elevados. A partir de 1995 o déficit operacional voltou aos patamares da década de oitenta, chegando ao valor equivalente a 5,00% do PIB, agora em função da redução drástica do superávit primário de 5,04%, em 1994, para 0,36% do PIB em 1995, causada por dois fatores básicos: a perda devida à eliminação do imposto inflacionário e a elevação das taxas de juros efetivos do *over*, que chegou a 33,1% a.a., apesar do enorme esforço fiscal levado a cabo através do Plano Social de Emergência, que reteve parcela considerável dos recursos de transferência para estados e municípios.

#### 3.1.4 Aquisição de Moeda Estrangeira

O Banco Central, em determinados momentos, considera necessário aumentar as suas reservas em moeda conversível no mercado internacional sem aumentar o seu nível de endividamento externo. Para atingir este objetivo tem somente um caminho a seguir, que é comprar moeda conversível no mercado interno dos agentes econômicos que a possuem como reserva financeira, bancos e pessoas físicas ou jurídicas ou dos exportadores que necessitam transformar suas receitas de moeda estrangeira em moeda nacional.

Para isto, o Banco Central pode utilizar dois meios de pagamento, a moeda nacional ou os títulos da dívida pública. No caso de pagamento em moeda nacional o Banco Central tem a seu alcance duas alternativas: tomar emprestados recursos financeiros do tesouro nacional com origem em arrecadação tributária, ou efetuar emissão de moeda em volume correspondente ao valor da moeda estrangeira que

deseja adquirir. Caso esteja impedido de efetuar a compra utilizando moeda nacional por razões de equilíbrio fiscal, no caso de recursos do tesouro nacional, ou esteja impedido de emitir moeda pela necessidade de manutenção da liquidez financeira da economia, o Banco Central poderá recorrer à emissão de títulos públicos, trocando, neste caso, um volume de títulos públicos por equivalente volume de moeda estrangeira conversível, sem provocar alterações na base monetária ou nos meios de pagamento da economia e sem provocar impactos fiscais.

### 3.1.5 Assunção de Risco Cambial

Quando o governo adota os instrumentos de mercado para definir o valor do câmbio, ou seja, quando deixa que o valor do dólar americano flutue em função das variações da oferta e da demanda no mercado *spot* de moeda estrangeira, e conjuga a isto a livre mobilidade de capital, permitindo que investidores estrangeiros entrem e saiam com seus capitais financeiros do País de forma incondicional, o governo deixa sua economia sujeita a elevados riscos cambiais, e o valor da moeda estrangeira sujeita a enorme volatilidade. Para evitar que choques exógenos à economia nacional, que provocam ligeiras variações no valor do câmbio, se propaguem pela economia, provocando uma corrida ao dólar e, como consequência, um ciclo ascendente do valor do câmbio, o governo entra no mercado do dólar comprando ou vendendo moeda estrangeira no sentido de estabilizar o seu preço. Do mesmo modo, o Banco Central pode colocar à venda no mercado financeiro títulos da dívida pública corrigidos pela variação cambial que podem ser adquiridos pelos agentes econômicos que necessitam de proteção (*hedge*) contra variações acentuadas do valor do câmbio. Além dos títulos cambiais o Banco Central poderá colocar no mercado outra forma de papel que permite que os agentes econômicos se protejam de uma variação cambial, que são os papéis de troca de fator de correção (*swaps*). Por exemplo, o governo coloca à venda *swaps* cambiais trocando o risco da variação cambial pela variação da taxa Selic ou pela variação do IGP-M, (tabela 9).

TABELA 9 - OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL - RESGATES E COLOCAÇÕES - DEZ 2002/FEV 2005

PERÍODO	OPERAÇÕES (R\$ bilhões)	
	Colocações	Resgates
Dezembro de 2002	16,4	15,1
Dezembro de 2003	1	9,5
Abril de 2004	0	8,1
Mai de 2004	0	7,5
Junho de 2004	1	1,5
Julho de 2004	2,1	10,1
Agosto de 2004	0,9	1,1
Setembro de 2004	0	1,1
Outubro de 2004	0	3,1
Novembro de 2004	0	0,3
Dezembro de 2004	0	-4
Janeiro de 2005	0	9,3
Fevereiro de 2005	-13,7	0

FONTE: Banco Central

NOTA: Os valores positivos representam *swaps* cambiais onde o Banco Central assume posição passiva em câmbio, e os valores negativos representam *swaps* em que o Banco Central assume posição ativa em câmbio.

Qualquer uma das três formas de intervenção possíveis do Banco Central no mercado de câmbio poderá, entre as operações de venda e compra, resultar em prejuízos financeiros para o Banco Central, o que levará à formação de dívida pública que poderá ser coberta pela emissão de títulos da dívida pública federal (tabela 10).

TABELA 10 - EXPOSIÇÃO CAMBIAL - DPMFI E OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL - DEZ 1999/FEV 2005

PERÍODO	EXPOSIÇÃO CAMBIAL (R\$ bilhões)		
	DPMFI <sup>(1)</sup>	Swap	Total
Dezembro de 1999	100,71	-	100,71
Dezembro de 2000	113,74	-	113,74
Dezembro de 2001	178,58	-	178,58
Dezembro de 2002	139,47	91,1	230,57
Dezembro de 2003	78,68	82,72	161,39
Abril de 2004	68,05	57,17	125,22
Mai de 2004	69,36	54,73	124,09
Junho de 2004	67,37	52,32	119,69
Julho de 2004	63,14	44,01	107,15
Agosto de 2004	57,84	42,34	100,18
Setembro de 2004	54,27	40,75	95,03
Outubro de 2004	49,48	37,79	87,26
Novembro de 2004	45,54	35,67	81,21
Dezembro de 2004	41,74	38,31	80,05
Janeiro de 2005	37,83	28,59	66,42
Fevereiro de 2005	35,98	14,92	50,9

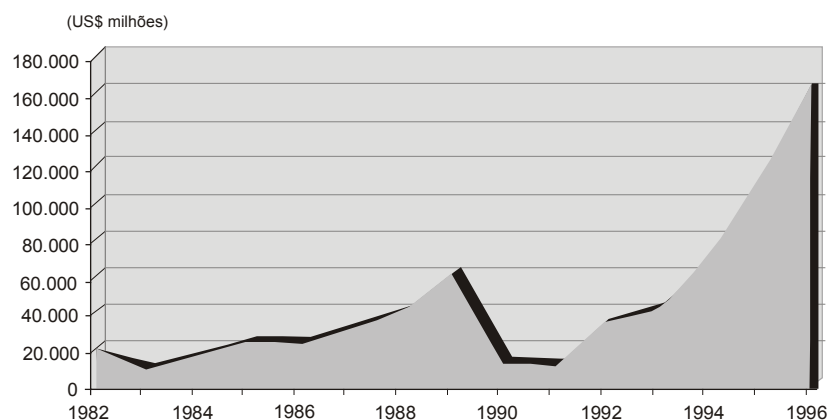
FONTE: Banco Central - 2005

(1) Os valores dos títulos públicos estão corrigidos pela variação cambial, os quais, somados às *swaps* cambiais, fornecem o valor de exposição da DPMFI à variação cambial.

### 3.2 EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

A dívida pública mobiliária federal, entre os anos de 1983 a 1993, variou de cerca de US\$ 20.000,00 milhões para cerca de US\$ 40.000,00 (gráfico 2), o que representa uma variação, em dólares americanos, de 100% em dez anos.

GRÁFICO 2 - CRESCIMENTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EM PODER PÚBLICO - 1982/1996



FONTE: Banco Central

Para um período equivalente que vai do ano de 1993 a 2003 a variação foi de cerca de US\$ 40.000,00 milhões, em 1993, para aproximadamente US\$ 290.000,00 milhões em 2003, representando uma variação em dólares americanos de 625% em dez anos.

O excessivo crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal entre os anos de 1983 e 2002 não pode ser explicado pelo desequilíbrio das contas do tesouro, já que nesse período o governo acumulou um superávit primário equivalente a 24,30% do PIB (ver tabela 6). A razão desse crescimento encontra-se, portanto, nas políticas monetária e cambial adotadas pelo governo a partir do Plano Real.

A aceleração inicial da dívida nos anos de 1993 e 1994 se deu em função do deliberado aumento das reservas do Banco Central, que, aproveitando uma conjuntura que associava a normalização com credores internacionais, a redução dos juros nos Estados Unidos e os altos juros no Brasil, resultou num ingresso de capital externo da ordem de 2% do PIB anuais. Por isso, dado o equilíbrio em conta

corrente, as reservas aumentaram, nesse período, cerca de 2,5% do PIB a.a atingindo, no conceito de caixa, em torno de US\$ 40 bilhões em junho de 1994 (LLUSSÁ, 1998, p.59).

Na visão de Franco (1995), esse processo teve duas conseqüências: de um lado, o expressivo volume de reservas tornava menos provável uma crise cambial, permitindo, inclusive, que a nova moeda pudesse se ancorar no câmbio; de outro, o crescimento das reservas gerou um processo em que a esterilização das operações externas aumentava a dívida pública, que pressionava os juros internos, ampliava o diferencial de juros e, por fim, estimulava mais entradas de capital e acumulação de reservas.

Sem poder mexer nas elevadas taxas de juros, um dos pilares de estabilização de preços no início do Plano Real, o governo deixa o câmbio se apreciar, o que veio a contribuir com a redução das taxas de inflação em relação aos insumos importados e a concorrência de bens de consumo importados, dada a abertura comercial que vinha se processando.

A combinação dos fatores: câmbio valorizado e abertura comercial produziu elevados déficits em conta corrente, que continuaram a ser compensados pela Conta de Capital no fechamento do Balanço de Pagamento do setor externo.

A crise mexicana desencadeada em dezembro de 1994 provocou um movimento de fuga de capitais externos, o que obrigou o governo a atuar no sentido de manter o equilíbrio econômico agora em sentido contrário. Para evitar uma desvalorização do Real, o governo voltou a atuar no mercado de câmbio vendendo divisas e adotando o regime de bandas cambiais, promovendo desvalorizações periódicas para manter a paridade relativamente estável em relação ao índice de preços no atacado. O segundo movimento do governo foi a elevação das taxas de juros dos títulos da dívida pública, no sentido de estancar a fuga de capitais especulativos que estavam alocados e ativos financeiros nacionais.

A manutenção de elevadas taxas de juros dos títulos públicos até 1999 serviu a dois importantes propósitos de estabilização econômica: manter superavitária a conta de capital do balanço de pagamentos para fazer frente ao déficit da conta corrente e para conter as pressões de demanda do mercado interno.

No ano de 1999, a eclosão das crises asiática e russa voltou a provocar fuga maciça de capitais especulativos alocados em ativos financeiros no Brasil, o que obrigou o governo a uma nova rodada de elevação das taxas de juros e venda de divisas. No entanto, nesse momento, a manutenção de taxas de juros reais acima de 30% e a venda de mais de 50% das reservas de divisas foram insuficientes para conter a fuga de capitais, o que levou o Banco Central, em maio de 1999, a abandonar o regime de bandas cambiais, deixando o câmbio flutuar sobre a pressão dos mercados, perdendo nesse momento a política econômica sua âncora cambial.

A perda da âncora cambial não levou o governo a mudar o foco principal de sua política econômica, que era o controle das taxas de inflação. Em junho de 1999 o governo brasileiro, através de decreto presidencial, adotou o regime de metas de inflação como instrumento orientador da política econômica, sinalizando que o instrumental de política monetária é que seria acionado para o controle inflacionário, visto que entregou a responsabilização pelo atingimento das metas estabelecidas ao Banco Central do Brasil.

Dentro do instrumental de política econômica à disposição do Banco Central para o controle da inflação, as elevadas taxas de juros básicos da economia continuariam a ser utilizadas, agora no sentido de controlar o nível de liquidez proporcionado por um volume de R\$ 438,00 bilhões em títulos públicos.

A manutenção das taxas de juros básicos da economia estabelecidas pelo Copom, taxa Selic, em patamares bastante elevados (tabela 11) foi o principal ingrediente para que a dívida mobiliária federal aumentasse de R\$ 438,80 bilhões, em dezembro de 1999, para R\$ 900,45 bilhões em fevereiro de 2005, já que a taxa Selic remunerava cerca de 50% dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal.

TABELA 11 - COMPARATIVO ENTRE AS TAXAS SELIC ANUAL E OS ÍNDICES DE PREÇOS  
IGP-DI E IGP-M - 1997-2004

ANO	SELIC (1) (%)	IGP-DI (2) (%)	IGPM (3) (%)	(1 - 2) (%)	(1 - 3) (%)
1997	25,08	7,48	7,74	17,6	17,34
1998	29,04	1,7	1,78	27,34	27,26
1999	26,05	19,98	20,1	6,07	5,95
2000	17,74	9,81	9,95	7,93	7,79
2001	17,65	10,4	10,38	7,25	7,27
2002	19,37	26,41	25,31	-7,04	-5,94
2003	22,89	7,66	8,71	15,23	14,18
2004	16,3	12,23	12,28	4,07	4,02

FONTES: Taxa Selic - Banco Central do Brasil; IGP-DI, IGPM - Fundação Getúlio Vargas

Para entender o rápido crescimento da dívida brasileira em relação à renda nacional é necessário utilizar um modelo algébrico que relacione as principais variáveis que influenciam a sua mudança ao longo do tempo (LEITE, 1994, p.297).

Tomando inicialmente as variáveis básicas de explicitação do processo de formação da dívida pública, tem-se:

$D_t$  - Dívida Pública no ano "t"

$D_{t-1}$  - Dívida Pública no ano anterior "t-1"

$Y_t$  - Renda Nacional no ano "t"

$Y_{t-1}$  - Renda Nacional no ano anterior "t-1"

G - Gastos do Governo no ano "t"

T - Arrecadação Tributária do Governo no ano "t"

Dessa forma, o crescimento da dívida ao final de um exercício, representado pela diferença entre ( $D_t - D_{t-1}$ ), resulta da necessidade de financiamento do déficit primário ( $G - T$ ) do referido exercício, somado ao pagamento dos juros incidentes sobre a dívida existente no ano anterior, dado pela expressão ( $r \cdot D_{t-1}$ ), onde "r" é a taxa de juros média aplicada sobre a dívida no ano anterior.

Tem-se, então, que:

$$(D_t - D_{t-1}) = (r \cdot D_{t-1}) + (G - T) \quad (1)$$

Fazendo o déficit atual como um percentual (z) do PIB ( $Y_t$ )

$$(G - T) = z \cdot Y_t \quad (2)$$

Substituindo-se a equação (2) na equação (1) e isolando o valor da dívida presente ( $D_t$ ) obteremos a expressão que nos fornece o valor da dívida ao final de um determinado exercício fiscal:

$$D_t = (1 + r) D_{t-1} + zY_t \quad (3)$$

Considerando a variação anual do PIB como  $Y_t / Y_{t-1} = (1 + g)$ , onde "g" é a taxa de crescimento anual da renda nacional, então tem-se:

$$Y_t = (1 + g)Y_{t-1} \quad (4)$$

Finalmente, para se expressar a dívida pública como um percentual do PIB, estabelecendo a relação ( $D_t/Y_t$ ), tem-se que dividir a expressão (3) pela expressão (4), obtendo a seguinte equação:

$$d_t = (1 + r)/(1 + g) \cdot d_{t-1} + z \quad (5)$$

A equação (5) revela que a dívida como proporção do PIB ( $d_t$ ) ao final de determinado exercício fiscal "t" depende da proporção observada no final do exercício fiscal anterior ( $d_{t-1}$ ) e da relação entre o fator de juros reais ( $1 + r$ ) pagos pela dívida e o fator de crescimento do PIB ( $1 + g$ ), bem como do déficit fiscal primário observado no exercício corrente.

Portanto, os fatores que contribuem decisivamente para a redução da relação dívida/PIB é a realização de uma taxa de crescimento da renda nacional superior à taxa média de juros paga sobre a dívida pública, bem como a realização de um déficit fiscal primário negativo ou, dizendo de forma equivalente, à obtenção de superávit primário no orçamento fiscal.

A equação (5) não contempla a hipótese de emissão de moeda para o resgate ou pagamento de juros de dívida pública. Caso isto venha a acontecer, deve-se incluir um terceiro elemento na equação, representado pela relação entre o



valor da expansão da base monetária ( $\Delta B$ ) e o valor da renda nacional no período ( $Y_t$ ). Fazendo  $(\Delta B) / (Y_t) = b$ , obtém-se a expressão que se segue:

$$d_t = [(1 + r)/(1 + g)] \cdot d_{t-1} + z - b \quad (6)$$

No caso da formação da dívida pública brasileira a partir de 1993, verifica-se que, apesar de se ter um fator "z" quase sempre negativo, superávit primário na execução do orçamento federal, este fato não tem sido suficiente para compensar a relação  $[(1 + r)/(1 + g) \cdot d_{t-1}]$  de modo a fazer que a relação final entre a dívida mobiliária federal e o PIB seja decrescente.

A tabela a seguir demonstra essa afirmação:

TABELA 12 - VARIAÇÕES HISTÓRICAS DA DPMFi EM RELAÇÃO AO PIB - 1994-2004

ANO	DPMFi (R\$ milhões)	DPMFi <sup>(1)</sup> (R\$ milhões)	PIB <sup>(1)</sup> (R\$ milhões)	DPMFi/PIB (%)
1994	61.782,00	181.190,42	1.391.958,00	13,02
1995	108.486,00	277.192,04	1.450.699,00	19,11
1996	176.211,00	411.776,03	1.489.288,00	27,65
1997	255.509,00	555.528,69	1.537.987,00	36,12
1998	323.860,00	692.367,66	1.539.987,00	44,96
1999	438.800,00	781.874,46	1.552.153,00	50,37
2000	506.710,00	822.220,08	1.619.826,00	50,76
2001	605.430,00	889.863,44	1.641.046,00	54,23
2002	687.300,00	799.123,71	1.672.718,00	47,77
2003	787.140,00	850.111,20	1.681.751,00	50,55
2004	857.470,00	857.470,00	1.769.202,00	48,47

FONTE: Banco Central

(1) Em valores monetários de 2004 corrigidos pelo IGP-DI/FGV.

### 3.3 COMPOSIÇÃO ATUAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

A Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) fechou o mês de fevereiro de 2005 com o valor total de R\$ 900,45 bilhões, segundo informações do Banco Central. Deste valor, R\$ 845,39 bilhões foram negociados através do mercado primário de títulos públicos, enquanto R\$ 55,05 bilhões são títulos de curto prazo em operação no Mercado Aberto de Títulos Públicos.

No Anexo 1 deste trabalho estão reproduzidas diversas tabelas editadas pelo Banco Central, juntamente com a Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério

da Fazenda, que trazem informações sobre a DPMFi para os meses de dezembro dos anos de 1999 a 2003, e informações mensais a partir de março de 2004 até fevereiro de 2005.

As principais informações retiradas dos quadros apresentados sobre a DPMFi são as seguintes:

- 98,4% da DPMFi é formada por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e somente 1,6% são títulos emitidos pelo Banco Central;
- 58,36% da DPMFi está exposta à variação da Selic, enquanto a exposição à variação cambial vem sendo reduzida continuamente a partir do ano de 2001, variando de 28,61%, em dezembro de 2001, chegando a 4,26% em fevereiro de 2005;
- o perfil de vencimento da DPMFi não tem se modificado acentuadamente desde 1999, mantendo-se em torno de 30 meses;
- a parcela de títulos públicos federais em poder do público a vencer em até 12 meses representa 43,21% do total da DPMFi, enquanto 71,07% da DPMFi vence em até dois anos.

### 3.4 NATUREZA DOS TÍTULOS PÚBLICOS QUE COMPÕEM A DPMFi

Os títulos públicos que compõem a Dívida Pública Federal têm duas origens distintas, a saber, o Tesouro Nacional ou o Banco Central. O Tesouro Nacional tem à sua disposição dezoito diferentes tipos de títulos públicos para fazer frente as suas necessidades de financiamento da dívida pública federal, enquanto o Banco Central possui autorização legal para emitir quatro diferentes tipos de títulos de dívida pública para atuar como instrumento de execução de sua política monetária.

Os títulos públicos federais diferenciam-se em várias de suas características, como prazo de resgate, valor nominal, forma de atualização do valor nominal, taxa de juros e forma de resgate.

O Anexo 2 apresenta as diferentes modalidades de títulos públicos federais emitidas pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central e as principais características dos títulos públicos que compõem a DPMFi.

### 3.5 PROPRIETÁRIOS DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

Os títulos de crédito estabelecem uma relação contratual entre dois agentes econômicos que permite o repasse de recursos financeiros por determinado tempo com a promessa de remuneração estabelecida pela taxa de juro real acordada entre a parte doadora e a parte receptora dos recursos. Assim, os títulos de crédito, diferentemente dos títulos de capital, pressupõem sempre a existência de dois atores econômicos: um credor e outro devedor. De outra forma, pode-se dizer que para cada unidade de crédito na economia existe uma correspondente unidade de débito, de modo que a somatória do total de débitos e créditos é sempre igual a zero.

Os títulos da dívida pública federal, como uma forma de títulos de crédito, têm como parte doadora o público em geral e como parte tomadora de recursos financeiros o governo federal. Portanto, identifica-se que os proprietários ou os credores da Dívida Pública Mobiliária Federal interna são o que se convencionou chamar de público.

No entanto, desagregando essa entidade coletiva denominada público observa-se que ela é constituída de uma infinidade de outras entidades de natureza física, quando pessoas, ou jurídicas, quando organizações que compõem o rol de proprietários dos títulos da dívida pública mobiliária federal. Com isso pode-se afirmar que a dívida pública é uma relação financeira estabelecida entre uma parte da sociedade, como credora, e a totalidade da sociedade, como devedora.

O sistema de registro de títulos públicos operado pela Selic permite a identificação nominal de todos os proprietários de títulos públicos, já que todas as operações de transferência e liquidação de títulos públicos são processadas através

de mecanismos informacionais, da mesma forma que as contas dos correntistas dos bancos comerciais.

A tabela A.3.1 (Anexo 3), publicada pelo Banco Central, apresenta, ainda de forma agregada, os principais grupos de proprietários dos títulos da dívida mobiliária federal, enquanto a tabela A.3.2 (do mesmo Anexo) complementa as informações discriminando as entidades detentoras de títulos públicos federais em carteira própria.

Na tabela A.3.1 (Anexo 3) dois grupos de detentores de títulos da dívida mobiliária federal se destacam, os Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) e os possuidores de carteira própria, que, somados, detêm a propriedade de 82% da dívida mobiliária federal.

Os FIFs são entidades contábeis geridas por bancos comerciais ou bancos de investimentos e são propriedades de seus cotistas. Os cotistas de Fundos de Investimentos Financeiros são formados por pessoas físicas e jurídicas que chegam a milhões dentro de algumas centenas de fundos oferecidos por bancos nacionais.

Desse modo, a propriedade de R\$ 380.143,00 milhões correspondentes a 47% da dívida pública mobiliária federal está pulverizada entre grandes, médios e pequenos investidores dentro dos FIFs e são identificáveis a partir da verificação das listas de cotistas de cada fundo individualmente.

Os FIFs tornaram-se alternativa atraente de investimentos a partir do ano de 1999, quando passaram a oferecer liquidez total aos seus cotistas, ou seja, os proprietários de cotas dos FIFs podem vendê-las a qualquer momento, recebendo o valor corresponde ao valor de suas cotas, o que dá a impressão, aos cotistas dos fundos, de estarem com os seus recursos financeiros aplicados em uma conta remunerada com garantia do capital investido.

O motivo de os FIFs abrigarem soma tão elevada de títulos públicos deve-se ao fato de que, por norma do Banco Central (Circular n.º 2.958, de 06/01/00), os fundos classificados como de baixo risco ou risco normal devem ter no mínimo 80% de seu patrimônio líquido aplicado em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central.

Por outro lado, os possuidores de carteira própria de títulos públicos, que são proprietários de R\$ 276.680,00 milhões em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central, correspondentes a 35% da dívida mobiliária federal, representam poucas dezenas de entidades bancárias.

Os títulos de propriedade dos bancos fazem parte de seu capital. Capital que se forma através dos lucros anuais dessas entidades e que, em sua maior parte, se deve à elevada remuneração oferecida pelos títulos públicos brasileiros. Os títulos de carteira própria dos bancos formam uma espécie de ativo imobilizado remunerado pelo governo, já que não podem ser repassados para o público em geral em forma de empréstimos, permanecendo, dessa forma, fora do circuito de financiamento da produção e do consumo.

## 4 MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS

### 4.1 CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS PÚBLICOS

A Custódia e a Liquidação de Títulos Públicos é efetuada através de duas organizações que prestam serviços ao mercado financeiro de modo a dar agilidade e segurança às operações de mercado com títulos públicos e privados.

O Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), cuja criação e regulamentação de funcionamento é definida através de Circular do Banco Central, é uma organização pública ligada ao Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab) do Banco Central do Brasil e trabalha exclusivamente com títulos públicos.

O Cetip (Câmara de Custódia e Liquidação) é uma organização privada ligada à Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima), que trabalha mediante autorização das autoridades monetárias e opera majoritariamente com títulos privados.

#### 4.1.1 Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic)

O Selic é um sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil, bem como ao registro e à liquidação de operações com os referidos títulos. Pode-se afirmar, por analogia, que o Selic funciona como um banco central onde a moeda escritural foi substituída pelos títulos escriturais.

Foi criado em 1980 sob a responsabilidade do Banco Central e da Andima. Na verdade, trata-se de um grande sistema computadorizado *on-line*, ao qual têm acesso apenas as instituições credenciadas no mercado financeiro. Através do Selic, o negócio tem liquidação imediata. Os operadores das instituições envolvidas, após acertarem os negócios envolvendo Títulos Públicos, transferem estas operações, via terminal, ao Selic. O sistema imediatamente transfere o registro do título para o

banco comprador do mesmo e faz o crédito na conta do banco vendedor (FORTUNA, 2002, p.104).

Em 5 de maio de 2004, por meio da Circular 3.237, a Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil reformulou funcionamento do Selic alterando e substituindo, dessa forma, o conjunto de circulares anteriores que regulamentavam os procedimentos de registro e liquidação de operações com títulos públicos.

Participam do Selic os bancos, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, fundos de investimentos, entidades de previdência complementar, sociedades seguradoras, operadoras de planos de assistência à saúde e sociedades de capitalização.

Além do sistema de custódia de títulos e de registro e liquidação de operações com títulos públicos, integram o Selic outros dois módulos complementares: Oferta Pública Formal e Eletrônica (Ofpub) e Leilão Informal e Eletrônico de Moeda e de Títulos (Leinf).

A administração do Selic e de seus módulos complementares é de competência exclusiva do Departamento de Operações de Mercado Aberto, do Banco Central do Brasil

O Selic é um sistema que permite que sejam executadas todas as operações necessárias ao funcionamento dos mercados primário e secundário de títulos públicos de forma automatizada através de rede de computadores a partir de qualquer localidade do território nacional. Para tanto, está preparado para efetuar de forma automática as seguintes operações entre os participantes do sistema:

- emissão ou baixa de títulos;
- pagamento de juros, amortizações ou resgate de títulos;
- compra e venda de títulos em operações definitivas;
- compra e venda de títulos em operação compromissada, com ou sem livre movimentação dos títulos;
- recompra/revenda de títulos;
- registro de operação a termo;

- repasse de valor financeiro relativo a tributos, juros e amortizações;
- transferência de títulos, sem contrapartida financeira, de propriedade e a pedido de pessoa física, desde que não haja transferência de propriedade dos títulos;
- transferência de títulos, sem contrapartida financeira, de propriedade e a pedido de pessoas jurídicas em decorrência de incorporação, fusão, cisão ou extinção;
- vinculação e desvinculação de títulos;
- desmembramento e remembramento de cupons de juros.

Para efeito de liquidação financeira das operações com títulos públicos, os participantes do sistema podem ser conceituados como: liquidantes, se liquidam operações diretamente em sua conta Reserva Bancária no Banco Central;<sup>6</sup> e não-liquidantes, se liquidam sua operação por intermédio de participantes liquidantes.

#### 4.1.2 Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip)

A Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip) é uma associação civil, sem finalidade econômica, regida por estatuto próprio. Foi criada por iniciativa da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), tendo como associados a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), a Federação Brasileira das Associações de Banco (Febraban), a Associação Nacional das Instituições de Crédito, Financiamento e Investimento (Acrecip) e a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário (Abecip).

A Cetip tem por objetivo estatutário:

...prestar serviços relacionados com a (i) custódia e liquidação financeira de valores mobiliários, títulos de renda fixa ou variável, outros instrumentos financeiros e direitos; (ii) transferência eletrônica de recursos, liquidação financeira de pagamentos e administração de sistemas de pagamentos; e (iii) transferência de dados e outras informações aos associados e demais participantes nos mercados financeiros e de capitais.

---

<sup>6</sup>Conta Reserva Bancária são contas mantidas pelas instituições financeiras monetárias, bancos comerciais, caixas econômicas etc. junto ao Banco Central do Brasil, para registros de depósitos em conta corrente da instituição.



Administrar e manter, em mercado livre e aberto, sistema adequado à realização de operações de compra e venda de valores mobiliários, títulos de renda fixa ou variável, de transferência eletrônica de pagamentos e de outros instrumentos financeiros e direitos previstos na regulamentação em vigor; e

Estabelecer sistemas de negociação que propiciem a continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos, valores mobiliários, outros instrumentos financeiros e direitos (Estatuto Social da Cetip, Art. 3.º).

Diferentemente da Selic, trata-se de uma instituição privada organizada por entidades representativas do sistema financeiro nacional que trabalha mediante autorização do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Cetip é o local onde se custodiam, registram e liquidam financeiramente as operações feitas com todos os papéis privados, bem como se registram e custodiam todos os Créditos Securitizados da União, da Dívida Agrícola, dos Títulos da Dívida Agrária (TDA), dos Certificados Financeiros do Tesouro (CFT) e dos Certificados da Dívida Pública (CDP).

## 4.2 VARIAÇÕES DO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS

### 4.2.1 Mercado Primário

As operações de vendas de novos títulos públicos constituem o chamado Mercado Primário de títulos públicos e são realizadas através dos chamados leilões de títulos públicos.

Esses leilões são processados pelo Banco Central de duas maneiras distintas: na forma de leilões primários ou leilões formais, ou na forma de leilões informais.

Os leilões formais são processados a partir da publicação, pelo Banco Central, de editais de oferta de lotes de títulos públicos nos quais constam a quantidade de títulos ofertados, o valor unitário de face dos títulos, o tipo de título, a data de liquidação, ou seja, quando o comprador deverá quitar o valor da compra, e a data de vencimento do título, isto é, quando o Banco Central fará o resgate do título, pagando o valor de face e os juros agregados no seu período de vigência.

Os participantes dos leilões poderão ser pessoas físicas ou jurídicas que encaminhem ofertas de compra ao Banco Central. Nas ofertas de compra deverão constar as quantidades de títulos a serem adquiridas, o ágio ou deságio em relação ao valor de face do título e o ágio ou deságio em relação à taxa de remuneração básica do título.

Encerrado o prazo de apresentação de propostas, o Banco Central, através do Selic, apresenta o resultado final do leilão com a relação dos compradores e efetua a liquidação dos títulos na data marcada.

O Banco Central poderá processar os leilões primários ou formais dentro de outra sistemática denominada leilão de oferta firme. Nesta, o leilão se realiza em duas etapas, com duração de um dia em cada etapa. Na primeira, o Banco Central faz uma consulta ao Mercado Financeiro buscando saber que volume de títulos de determinada natureza o mercado está interessado em comprar e a que taxa de juros deseja ser remunerado, sendo esta consulta efetuada utilizando os *dealers* do Banco Central. Na segunda etapa o leilão é aberto com o Banco Central ofertando determinada quantidade de títulos à taxa de juros predeterminada, em que todos os interessados, pessoas físicas ou jurídicas, poderão apresentar propostas de compra, constando neste caso, em sua proposta, somente a quantidade de títulos que desejam adquirir.

Os participantes dos leilões, pessoas físicas ou jurídicas, que não fizerem parte do Selic, terão que encaminhar suas propostas através de uma instituição financeira, que poderá ser um banco comercial, corretora ou distribuidora de títulos ou outra entidade financeira credenciada dentro do Selic.

Os leilões informais seguem procedimento distinto dos leilões formais. Enquanto os primeiros seguem um rito que inclui a participação do público em geral, pessoas físicas e jurídicas, e obedece a um cronograma com duração de três a cinco dias, os leilões informais têm como participantes somente os *dealers* do Banco Central e possuem duração de curtíssimo prazo, podendo chegar até a dez minutos.

Uma operação de leilão informal levada a cabo pelo Banco Central se processa da seguinte maneira: tendo o Banco Central decidido pela venda de deter-

minada quantidade de títulos no mercado, associado a uma determinada urgência em fazê-lo, os *dealers* do Banco Central são chamados a buscar, no mercado, compradores para os títulos oferecidos nas condições que forem mais vantajosas em relação aos objetivos a serem atingidos com a venda programada.

Uma vez tomadas as propostas de compra do mercado em relação aos títulos ofertados, o Banco Central seleciona as mais vantajosas e despreza as demais. É importante observar, aqui, que a partir do momento em que é chamada a totalidade dos *dealers* do Banco Central para participar da coleta de preços oferecidos pelo mercado para determinado lote de títulos, fica estabelecido um processo de competição entre eles para obtenção da proposta ou propostas vencedoras do leilão. O número de vitórias obtidas por determinado *dealer* garante a sua permanência como agência credenciada pelo Banco Central para representá-la nos leilões informais de títulos públicos. O código de ética que orienta as relações entre os *dealers* e o mercado garante o sigilo das operações e impossibilita ações combinadas entre eles.

Descritas as duas modalidades de leilões para oferta pública de títulos públicos, é necessário diferenciar as finalidades que cumpre cada uma dessas modalidades.

De início, pode-se afirmar que o leilão formal se enquadra de melhor forma no princípio de igualdade de oportunidade de participação do conjunto da sociedade, pelo qual devem-se orientar os processos licitatórios de venda de bens públicos, que, no caso, é um título de crédito ofertado pelo governo através do Banco Central.

O leilão formal é utilizado pelo Banco Central sobretudo como instrumento de implementação de sua política fiscal, pois trata da venda de títulos públicos de mais longo prazo, associada à rolagem da dívida pública mobiliária federal e/ou à eliminação do déficit nominal no orçamento da União.

O leilão informal, por sua vez, é usado como instrumento de implementação da política monetária do governo, considerando que os títulos negociados nessas operações são de curto prazo, em sua maioria até 90 dias, e tem por objetivo ajustar a liquidez do mercado de moeda de forma a trazer a taxa Selic próxima da meta

estabelecida pelo Copom. Na verdade, trata-se de uma intervenção do Banco Central no mercado secundário de títulos públicos através da venda de títulos públicos de curto prazo.

Os títulos públicos negociados nas operações de leilões informais, sendo de curto prazo, são negociados com taxas de juros prefixadas, pagas através de um valor de deságio sobre o valor de face a ser pago no momento de sua liquidação.

Os leilões formais e informais de venda de títulos públicos são processados de forma automatizada através de rede de computadores utilizando dois módulos especiais dentro do Selic. São eles: o Módulo de Oferta Pública Formal Eletrônica (Ofpub) e o Módulo Leilão Informal Eletrônico de Moeda e de Títulos (Leinf).

A tabela 13, a seguir, apresenta o volume de títulos movimentados pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional em fevereiro de 2005 em oferta pública de títulos, ou seja, em operações no mercado primário de títulos públicos.

O Banco Central e o Tesouro Nacional, em comentários em relação à tabela 13, faz as seguintes considerações.

No mês de fevereiro de 2005 as emissões de títulos públicos em ofertas públicas superaram os resgates, acarretando um impacto monetário contracionista de R\$ 9.496,00 milhões.

Os resgates de títulos efetuados pelo Tesouro Nacional totalizaram R\$ 28.331,00 milhões, sendo R\$ 17.779,00 referentes aos vencimentos do mês e R\$ 10.551,00 milhões referentes às operações de compra e troca de títulos públicos que circulavam no mercado financeiro. Destes últimos, R\$ 4.586,00 milhões se devem ao resgate antecipado de LTN, com o objetivo de desconcentrar o vencimento de abril de 2005.

Dos R\$ 30.333,00 milhões de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, aí incluídos R\$ 5.337,00 em trocas, R\$ 13.262,00 milhões (44%) foram em títulos com remuneração prefixada (LTN e NTN-F), R\$ 16.596,00 (55%) em LFT e o restante em (NTN - B) e (NTN - C).

A diferença entre os resgates e as emissões de títulos pelo Tesouro Nacional resultou em um impacto contracionista na liquidez de R\$ 2.002,00 milhões.

TABELA 13 - RESGATES E EMISSÕES EM LEILÃO DE TÍTULOS FEDERAIS

OPERAÇÕES DO TESOURO NACIONAL	RESGATES E EMISSÕES (R\$ milhões)					TOTAL
	1.ª semana 1 a 4/fev.	2.ª semana 7 a 11/fev.	3.ª semana 14 a 18/fev.	4.ª semana 21 a 25/fev.	5.ª semana 28/fev.	
I - Resgate	5.014	449	17.154	5.698	16	28.331
I-1 Vencimentos	125	447	15.433	1.758	16	17.779
LFT	0	437	14.932	0	0	15.369
NTN-B	0	0	201	0	0	201
NTN-D	0	0	15	1.720	0	1.734
Outros	125	11	285	38	16	475
I-2 Compras/Trocas	4.889	1	1.720	3.940	0	10.551
LTN	2.921	0	1	1.664	0	4.586
LFT	1.578	0	1.622	2.170	0	5.370
NTN-B	145	0	86	104	0	336
NTN-C	245	1	2	2	0	250
Outros	0	0	10	0	0	10
II - Emissão	7.953	5.098	8.572	8.710	0	30.333
LFT	2.223	2.235	3.399	3.401	0	11.259
LFT (trocas)	1.564	0	1.604	2.169	0	5.337
LTN	3.574	2.603	3.209	3.024	0	12.411
NTN-B	0	0	81	0	0	81
NTN-B (segunda etapa)	0	0	27	0	0	27
NTN-C	306	0	0	0	0	306
NTN-C (segunda etapa)	59	0	0	0	0	59
NTN-F	225	259	251	115	0	851
III - Impacto Liquidez (I - II)	-2.938	-4.649	8.581	-3.012	16	-2.002
Operações do Banco Central						
IV - Resgate	0	0	936	940	0	1.876
IV-1 Vencimentos	0	0	0	0	0	0
NBCE	0	0	0	0	0	0
IV-2 Compras/Trocas	0	0	936	940	0	1.876
LTN	0	0	936	940	0	1.876
V - Venda	0	1.866	2.806	2.815	1.883	9.370
LTN	0	1.866	2.806	2.815	1.883	9.370
VI - Impacto Liquidez (IV - V)	0	-1.866	-1.870	-1.876	-1.883	-7.494
VII - Impacto Total Liquidez (III + VI)	-2.938	-6.515	6.712	-4.888	-1.867	-9.496

FONTE: Banco Central - 2005

O Banco Central atuou no mercado com o objetivo de reduzir o excesso de liquidez bancária a partir de abril, por meio de leilões de venda de LTN de sua carteira com vencimento em julho de 2005, conjugando com a compra de LTN com vencimento em abril de 2005. Para o controle da liquidez corrente, em complemento às operações compromissadas, o BC efetuou vendas de LTN de sua carteira, também de vencimento em junho de 2005, para liquidação em moeda corrente. Essas operações resultaram em impacto contracionista na liquidez de R\$ 7.494,00 milhões.

#### 4.2.2 Mercado Secundário

O Mercado Secundário ou Mercado Aberto (*Open Market*) é o segmento de mercado de títulos públicos no qual se negociam títulos já emitidos pelo Banco Central, ou seja, é neste mercado que os possuidores de títulos públicos podem vender suas posições antes do vencimento do título, auferindo ganho parcial em relação aos juros que seriam pagos até a data de seu vencimento.

O mercado aberto cumpre dois papéis básicos: o primeiro como um mercado walrasiano, em que o detentor de uma *commodity* procura a melhor oferta para o seu produto ofertando-o ao mais amplo número de possíveis interessados, e daí escolhendo a melhor oferta. Neste caso pode-se verificar, ao final de cada processo, uma troca definitiva da propriedade do título. É o caso de trocas entre pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimentos financeiros etc. Essas operações são chamadas de compra e venda de títulos em operações definitivas e somente podem ser realizadas através de instituições financeiras credenciadas a operar junto ao Selic.

O segundo papel, reservado exclusivamente às instituições financeiras, é a utilização do mercado secundário como instrumento de controle de liquidez bancária. Atualmente, o *open market* é privativo das instituições financeiras, e é nele que ocorre a troca de reservas bancárias, lastreadas unicamente em títulos públicos federais (FORTUNA, 2002, p.94).

As instituições financeiras monetárias são instituições que recebem depósitos à vista de seus clientes e, a partir desses depósitos, podem abrir linhas de crédito e

efetuar empréstimos diretamente a investidores ou consumidores, possuindo, portanto, o poder de multiplicar moeda. Essas instituições mantêm junto ao Banco Central uma conta denominada Conta Reserva Bancária, onde são creditadas e debitadas todas as operações que envolvem os recursos financeiros originários dos depósitos à vista. Esta conta deve manter um saldo positivo equivalente em valor a um percentual do total de depósitos à vista recebidos pela instituição financeira, definido como taxa de depósito compulsório, estabelecido pelo Banco Central.

As Contas Reservas Bancárias das instituições financeiras monetárias devem ser fechadas diariamente, verificando-se se o saldo é equivalente aos depósitos compulsórios exigidos pelo Banco Central. Caso o saldo, ao final do dia, seja inferior ao demandado pela exigência de depósito compulsório, a instituição financeira deverá buscar financiamento para o seu déficit junto a outros bancos. Uma das maneiras de fazer isto é utilizando o mercado secundário de títulos públicos através do *overnight*.

A tabela 14, a seguir, apresenta informações sobre o volume de títulos negociados no mercado secundário nos anos de 2000 a 2003 nos meses de dezembro e informações mensais a partir de março de 2004 até fevereiro de 2005.

TABELA 14 - VOLUME DE TÍTULOS NEGOCIADOS NO MERCADO SECUNDÁRIO - 2000 A 2003

MÊS	LFT / LFT-A / LFT-B			LTN / NTN-F			NBCE / NTN-D			NTN-C / NTN-B			OUTROS		TOTAL		
	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Var. <sup>(3)</sup>	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Var. <sup>(3)</sup>	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Var. <sup>(3)</sup>	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Var. <sup>(3)</sup>	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Vol. <sup>(1)</sup> (R\$ bilhões)	% <sup>(2)</sup>	Var. <sup>(3)</sup>
Dezembro/2000	2,38	35,0	-9,6	3,25	47,8	21,1	1,09	16,1	25,2	0,06	0,9	-5,5	0,01	0,2	6,79	100,0	8,5
Dezembro/2001	2,94	31,6	74,4	3,77	40,5	-4,1	2,49	26,7	53,4	0,12	1,3	85,3	0,00	0,1	9,32	100,0	27,6
Dezembro/2002	5,46	80,1	12,5	0,18	2,6	-24,2	0,55	8,1	40,5	0,62	9,2	4,0	0,00	0,0	6,81	100,0	12,0
Dezembro/2003	7,05	65,9	2,2	2,68	25,0	-4,8	0,45	4,2	49,1	0,52	4,9	100,8	0,00	0,0	10,70	100,0	4,2
Março/2004	2,80	44,4	-11,9	2,81	44,5	56,1	0,29	4,6	17,2	0,41	6,5	34,5	-	0,0	6,31	100,0	14,0
Abril/2004	3,94	51,7	40,5	2,92	38,4	4,2	0,19	2,5	-34,8	0,56	7,4	37,4	0,00	0,0	7,61	100,0	20,7
Mai/2004	5,41	54,8	37,4	3,81	38,6	30,3	0,11	1,2	-39,0	0,53	5,4	-5,8	0,00	0,0	9,86	100,0	29,6
Junho/2004	3,77	16,0	-30,3	19,09	81,2	401,2	0,20	0,9	76,4	0,45	1,9	-15,8	0,00	0,0	23,51	100,0	138,3
Julho/2004	3,09	12,7	-18,2	20,55	84,7	7,6	0,14	0,6	-31,9	0,48	2,0	6,3	0,02	0,1	24,27	100,0	3,2
Agosto/2004	3,54	16,1	14,7	17,95	81,4	-12,7	0,09	0,4	-32,0	0,45	2,1	-4,5	0,00	0,0	22,03	100,0	-9,2
Setembro/2004	3,15	42,7	-11,0	3,81	51,7	-78,8	0,22	2,9	129,1	0,20	2,7	-56,3	-	0,0	7,37	100,0	-66,6
Outubro/2004	3,72	43,7	18,1	4,42	52,0	16,1	0,13	1,5	-40,5	0,24	2,8	18,7	-	0,0	8,50	100,0	15,4
Novembro/2004	5,69	46,4	53,0	5,86	47,8	32,6	0,38	3,1	199,6	0,33	2,7	40,2	0,00	0,0	12,26	100,0	44,3
Dezembro/2004	5,93	43,4	4,2	7,12	52,1	21,6	0,31	2,3	-19,5	0,31	2,3	-6,4	0,00	0,0	13,67	100,0	11,5
Janeiro/2005	7,19	48,7	21,2	7,11	48,1	-0,2	0,07	0,4	-78,8	0,40	2,7	30,5	-	0,0	14,77	100,0	8,0
Fevereiro/2005	6,22	45,8	-13,5	6,92	50,9	-2,7	0,18	1,3	177,3	0,27	2,0	-33,1	-	0,0	13,59	100,0	-8,0

FONTE: Banco Central - 2005

(1) Média, no mês, do volume financeiro diário das operações definitivas. Não são consideradas: as operações em que os preços contratados situem-se fora do intervalo de +/- 25% do preço de lastro do título, e as operações em que um dos contratantes seja o Banco Central ou o Tesouro Nacional.

(2) Participação do volume negociado dos títulos em relação ao volume total negociado no mês.

(3) Variação percentual do volume negociado dos títulos no mês em relação ao volume negociado no mês anterior.

Os títulos mais negociados no mercado secundário são as LFT, LFT-A, LFT-B, LTN e NTN-F, formando, juntas, um montante equivalente a 96,70% dos volumes médios diários para o mês de fevereiro de 2005.

- o volume médio diário sofre variações acentuadas em determinados meses em relação ao mês anterior, como 138,3% em junho de 2004 e 66,6% em setembro de 2004;
- o volume médio diário negociado de outubro de 2004 a fevereiro de 2005 tem se mantido em torno de R\$ 13,5 bilhões.

#### 4.2.3 Principais Tipos de Operação do Mercado Secundário

##### 4.2.3.1 Operações compromissadas por um dia (*overnight*)

O *overnight* é uma operação desenvolvida dentro do *open market*, em que o tomador de moeda vende títulos públicos com a condição de recomprá-los no dia seguinte por uma taxa predeterminada, estabelecendo uma operação compromissada entre as partes. Assim, os bancos utilizam o *open market* para zerar suas posições diante do Banco Central, comprando ou vendendo títulos de carteira própria, de acordo com a falta ou sobra de reservas bancárias. O Banco, neste caso, poderá estar lucrando ou perdendo com uma operação de venda de títulos públicos de sua carteira, dependendo do valor médio das taxas dos contratos de empréstimos que estão operando lastreados em depósitos de conta corrente.

O Banco Central intervém no *overnight*, comprando ou vendendo títulos públicos, de modo a ajustar os meios de pagamento ao nível de liquidez do mercado, controlando a volatilidade das taxas de juros diárias no mercado financeiro.

É nas operações de *overnight* de trocas de reservas bancárias lastreadas em títulos públicos federais que se forma o juro primário da economia – taxa Selic, que serve de referência para todas as demais taxas de juros (FORTUNA, 2002, p.96).



#### 4.2.3.2 Operação de compra e venda compromissada de título

A operação de compra e venda compromissada de títulos públicos é uma operação casada na qual o vendedor assume o compromisso de recomprar os títulos vendidos, da mesma forma que o comprador assume o compromisso de revendê-los em uma data futura. Esta data poderá ser anterior ou igual à do vencimento dos títulos em operação. Esta operação é formada, muitas vezes, no interesse de determinada instituição detentora de títulos públicos em recompor o seu caixa por um determinado período. Os preços ajustados para a compra e para a venda dos títulos públicos variarão de contrato para contrato, dependendo das vantagens que cada uma das partes perceber que terá na mudança de posição como detentora de título público ou de moeda.

#### 4.2.3.3 Operação de compra e venda definitiva de títulos

As operações de compra e venda definitivas de títulos públicos são efetuadas entre instituições financeiras e não-financeiras, quando a propriedade dos títulos é transferida de forma definitiva e incondicional. Esta operação é formada quando as instituições operadoras desejam alterar provisoriamente ou definitivamente o seu portfólio de investimentos, ou quando necessitam fazer caixa para cobrir outras operações de natureza financeira.

#### 4.2.3.4 Operação a termo de compra e venda de títulos públicos

Os contratos a termo são acordos de compra ou venda de um ativo em determinada data futura por preço previamente estabelecido. São acordos particulares entre duas instituições financeiras ou entre uma instituição financeira e um cliente. Os contratos a termo poderão ser formados entre duas instituições não-financeiras e intermediados por uma instituição financeira.

Uma das partes do contrato a termo assume uma posição comprada e concorda em comprar o ativo numa data especificada por certo preço. A contraparte assume uma posição vendida e concorda em vender o ativo na mesma data pelo mesmo preço.

Um contrato a termo para títulos públicos representa, tanto para o comprador como para o vendedor, uma fixação da remuneração do título que está sendo contratado. Esta operação serve muitas vezes para fazer *hedge* (proteção) para o pagamento de determinada dívida com taxa de juros variáveis. Por exemplo, se determinado agente econômico tem que efetuar o pagamento de determinado valor financeiro corrigido pela taxa Selic em um momento futuro e não deseja correr o risco de variações exageradas na taxa de juros, pode se proteger fazendo um contrato a termo de compra de um título público corrigido pela taxa Selic. Isto lhe garante que na data de vencimento da dívida possuirá uma quantidade de títulos exatamente igual ao valor de sua dívida por um valor que está sendo fixado hoje. Neste caso, é necessário que ele tenha na outra ponta do negócio um proprietário de títulos públicos que também queira fixar a taxa de remuneração de seus títulos, por um determinado período, temendo um movimento de baixa na taxa de juro Selic. Os contratos a termo de compra e venda de títulos públicos são conduzidos por instituições financeiras custodiantes dentro do sistema Selic.

TABELA 15 - VENCIMENTOS MAIS NEGOCIADOS NO MERCADO A TERMO

TÍTULO	VENCIMENTO	VOLUME FINANCEIRO (R\$ milhões)	QUANTIDADE DE OPERAÇÕES
LTN	1/4/2005	2.263,2	40,00
LTN	1/7/2005	1.346,2	34,29
LTN	1/1/2006	946,5	36,29
LTN	1/10/2005	570,3	16,76
LTN	1/4/2006	246,7	8,35

FONTE: Banco Central - 2005

NOTA: O volume financeiro e a quantidade de operações referem-se às médias diárias no mês.

#### 4.2.3.5 Operação com *swaps* cambiais

As operações de *swap* permitem que empresas troquem os riscos derivados de determinados tipos de dívidas corrigidas por taxas flutuantes, por taxas fixas ou por outros gêneros de taxa de juros e de correção de ativos existentes no mercado. Exemplo disso é uma empresa que tenha dívidas em dólar e queira trocar os riscos da variação cambial pelo risco da variação da taxa Selic.

Esta operação é viabilizada promovendo-se o encontro de dois interesses opostos presentes em dois agentes econômicos. Para que determinada empresa possa trocar o seu risco cambial sobre determinado valor de dívida pelo risco da variação da taxa Selic é necessário encontrar alguém que deseje trilhar o caminho oposto, ou seja, trocar risco de variação da taxa Selic por risco da variação cambial. Quem faz a corretagem desses interesses opostos, mas que se complementam, são as mesas operadoras de derivativos de instituições financeiras autorizadas a operar nesse mercado. Este tipo de mercado é denominado mercado de balcão, uma vez que o encontro entre compradores e vendedores não se faz em um ambiente de bolsa de valores.

O Banco Central opera com *swaps* cambiais para oferecer *hedge* cambial ao mercado e, desse modo, interferir nos movimentos excessivos de variação da taxa de câmbio. Em momentos de movimento ascendente da taxa de câmbio o Banco Central oferece *swaps* cambiais trocando o risco da variação cambial por risco da variação da taxa Selic, e em momentos de forte declínio da taxa de câmbio faz a operação inversa, ou seja, oferece *swaps* cambiais trocando o risco de variação da taxa Selic pelo risco da variação cambial.

Os agentes privados interessados nesse tipo de operação são aqueles que estão expostos ao risco cambial, tais como exportadores e importadores de produtos, ou aqueles que possuem crédito ou débito em moeda estrangeira a vencer a curto e médio prazos. Também operam no mercado com *swaps* cambiais emitidas pelo governo especuladores financeiros que fazem apostas em determinadas hipóteses de variação futura das taxas de câmbio e taxa Selic.

A tabela 16, a seguir, apresenta o volume de operações com *swaps* cambiais conduzidas pelo Banco Central. Os valores positivos representam *swaps* colocadas ou resgatadas, em que o Banco Central assume uma posição passiva em câmbio, e os valores negativos representam *swaps* em que o Banco Central assume posição ativa em câmbio.

TABELA 16 - OPERAÇÕES DE SWAP DO BANCO CENTRAL -  
RESGATES E COLOCAÇÕES - 2002-2005

MÊS	COLOCAÇÕES (R\$ milhões)	RESGATES (R\$ milhões)
Dezembro/2002	16,4	15,1
Dezembro/2003	1,0	9,5
Abril/2004	0,0	8,1
Maió/2004	0,0	7,5
Junho/2004	1,0	1,5
Julho/2004	2,1	10,1
Agosto/2004	0,9	1,1
Setembro/2004	0,0	1,1
Outubro/2004	0,0	3,1
Novembro/2004	0,0	0,3
Dezembro/2004	0,0	-4,0
Janeiro/2005	0,0	9,3
Fevereiro/2005	-13,7	0,0

FONTE: Banco Central - 2005

#### 4.2.4 Precificação de Títulos Públicos no Mercado Secundário

Os títulos públicos possuem valor intrínseco obtido da soma de seu valor de face mais os juros e correções títulos que possuem em sua origem as definições de remunerações e correções monetárias que oferecem. O valor intrínseco dos títulos públicos é, portanto, uma função do tempo decorrido do seu lançamento, atingindo seu valor máximo no dia de seu resgate pelo Tesouro Nacional ou pelo Banco Central. O valor intrínseco dos títulos representa, a cada dia, o valor da dívida pública mobiliária em relação a cada um dos títulos vendidos pelo governo.

No entanto, no mercado secundário de títulos públicos, em que ocorre a troca de propriedade dos títulos entre agentes privados, os títulos não obrigatoriamente são negociados por seu valor intrínseco, mas sim por valor formado segundo as leis de oferta e procura, como em um mercado walrasiano típico.

No ano de 2002, o Banco Central, através de portaria, estabeleceu normas que tornaram compulsórias a marcação a mercado dos ativos e que compõem a carteira dos diversos tipos de portfólio administrados ou mantidos por instituições financeiras, gestores de fundos de investimentos, fundos de pensão, empresas de seguro etc.

Para que isto seja possível é necessário que as instituições detentoras de títulos públicos sejam informadas diariamente sobre o valor dos títulos públicos que possuem em carteira, o que gera a necessidade da precificação dos títulos públicos, que é o estabelecimento de preço para todos os títulos públicos que estão no mercado secundário.

O Banco Central e o Tesouro Nacional delegaram à Andima a atribuição de divulgar preços para títulos públicos federais negociados no mercado secundário, assim como as taxas indicativas dos agentes em relação à rentabilidade desses ativos.

A Andima efetua a precificação dos títulos públicos federais a partir de informações obtidas junto a instituições financeiras, estando entre essas instituições os *dealers* do Banco Central e outras instituições que se destacam no mercado secundário de títulos públicos, entre elas as vinte maiores gestoras de fundos, segundo o *ranking* da Anbid.

Esse conjunto de instituições são os *price makers* da Andima e compõem a Comissão de Precificação de Ativos da Associação, que, por sua vez, constitui-se num fórum subordinado ao Comitê de Política Monetária e que se reúne a cada dois meses com o objetivo básico de propor aprimoramento ao processo de apuração das taxas médias.

Os preços diários dos títulos públicos federais no mercado são calculados, portanto, através de tratamento estatístico de dados fornecidos por operadores do mercado financeiro. Deve-se registrar que, dado o elevado número de vencimentos de títulos públicos, nem sempre é possível obter-se uma amostra significativa para a precificação de todos os títulos públicos que estão no mercado financeiro. Para suprir esta falha informacional, a Andima desenvolveu modelo de cálculo do valor de

mercado de títulos calculado a partir de taxas indicativas, que são valores fornecidos pelas instituições informantes como preço justo de negócio para cada vencimento, de acordo com as curvas individuais de cada título, independentemente de ter ocorrido negócio com o papel.

Segundo a Andima, na prática, como o número de negócios é pequeno e disperso entre os diversos vencimentos, as informações de Taxas Máximas e Mínimas, que refletiriam transações abertas ao longo do dia, não são suficientes para que possam ser apuradas taxas para todos os papéis e seus respectivos vencimentos.

Já para a coluna Taxas Indicativas, o volume de informações enviadas e a metodologia de cálculo das taxas médias fazem com que a maior parte dos vértices seja precificada, embora estes sejam preços sintéticos – no sentido de não refletirem negócios concretamente realizados.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A moeda e o crédito formam a base do sistema financeiro, que representa as relações de troca entre os agentes de determinada economia. Portanto, a moeda e o crédito são os meios pelos quais são contabilizados os haveres e obrigações estabelecidos entre os agentes econômicos em suas relações de troca. Como a própria moeda e os créditos podem ser trocados entre agentes econômicos mediante remuneração, cria-se o mercado financeiro, no qual são transacionados moedas e créditos mediante uma forma de remuneração que se convencionou chamar de juros.

A formação de créditos entre agentes privados está sempre vinculada a um fato econômico ligado a investimento ou consumo, e representa, desse modo, uma antecipação de um direito de uso econômico que deverá ser devolvido posteriormente mediante o pagamento de juros. Assim, a cadeia de formação de créditos e sua liquidação acompanham o processo de produção e consumo e seu funcionamento depende, em última instância, do funcionamento da economia.

Para que haja garantia de liquidação dos créditos dentro dos prazos estabelecidos, a transferência de créditos entre agentes é intermediada por instituições financeiras que buscam garantir sua liquidação lastreando as operações de crédito em outras formas de reservas de valores representadas por bens de capital ou formas de seguros, que dividem o impacto da inadimplência entre vários atores econômicos, de modo a não causar desencaixe monetário que levaria a danos econômicos reais.

Os governos também podem ser tomadores de crédito junto à sociedade, de modo a antecipar os seus gastos em relação à execução de determinadas políticas públicas. A diferença entre o crédito privado e o crédito do governo é que os créditos governamentais possuem garantia de liquidação em si mesma, considerando que o devedor da dívida governamental é a sociedade como um todo e, portanto, a garantia de liquidação não dependerá do sucesso econômico de determinado ator econômico tomador do crédito, mas sim da performance de toda a economia do País. Sendo os créditos públicos dotados da mais ampla garantia e, portanto, da mais baixa taxa de

risco, deverá a sua remuneração representar a mais baixa taxa de juros a ser praticada pela economia, formando, dessa forma, a taxa básica de juros da economia.

No entanto, os governos poderão ser tomadores líquidos de créditos da economia, ou tomadores da poupança econômica, com objetivo diferente ao de antecipar um direito de uso econômico de determinada quantia de moeda para fazer frente a gastos de natureza pública, o que constitui um instrumento de política fiscal. Os governos poderão fazer dívidas perante a sociedade também no sentido de alterar a liquidez da economia, ou seja, diminuir a quantia de meios de pagamento com o objetivo de reduzir os níveis de consumo e investimento, influenciando a taxa de crescimento da economia, o que constituirá um instrumento de política monetária.

Uma vez estabelecida a dívida pública, ela poderá ser securitizada, ou seja, transformada em títulos que poderão ser transacionados entre os agentes econômicos, constituindo-se em reserva de valor remunerado pela taxa de juros pagos pelo governo. A somatória dos títulos do governo em poder do público constitui a Dívida Pública Mobiliária. Além da securitização de dívidas governamentais, a Dívida Pública Mobiliária forma-se, em sua maior parte, pelo lançamento direto de títulos governamentais no mercado financeiro como forma de captação de poupança pública. Neste caso, o governo está atuando no mercado primário de títulos públicos lançando ou adquirindo títulos públicos através de leilões. Quando o governo atua sobre o mercado de títulos públicos no sentido de alterar a liquidez da economia e efetuar alterações na taxa básica de juros, ele o faz no mercado secundário, ou seja, compra ou vende títulos de curto prazo da dívida pública em operações de balcão da mesma forma que qualquer outro agente econômico.

Pode-se dizer, afinal, que a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna e o Mercado de Títulos Públicos representam as duas faces de uma mesma moeda, isto é, apesar de pertencerem a um mesmo corpo e estarem intrinsecamente ligados, possuem configurações completamente diferentes. De um lado o governo, como devedor, compra e emite títulos de créditos no sentido de equilibrar o seu orçamento ou de interferir no processo econômico alterando os meios de pagamentos da economia e



influenciando as taxas de juros de curto prazo. De outro, tem-se o público, como credor, formado por um universo bastante amplo de pessoas físicas e jurídicas, interessadas em auferir ganhos rentistas a partir dos juros pagos pelos títulos públicos e/ou ao mesmo tempo compor sua cesta de bens como forma de acumulação de riqueza.

Os títulos públicos representam, portanto, pelo lado do governo, instrumento de execução de política fiscal e monetária que pode ser utilizado de forma complementar aos tributos no sentido de capturar o excedente econômico produzido na atividade privada para aplicação no interesse público. A compra e a venda de títulos públicos permitem aos governos atuar com velocidade muito maior que os tributos no sentido da captura da poupança econômica, bem como, não atuando de forma compulsória sobre toda a sociedade, agir de forma seletiva sobre aqueles que se interessarem por esta forma de aplicação financeira. Portanto, a formação e a liquidação de dívida pública através da compra e venda de títulos públicos é um instrumento de intervenção no domínio econômico capitalista do qual os governos não devem prescindir na busca do bem-estar da sociedade. No entanto, da mesma forma que a tributação e a dívida pública podem funcionar como um instrumento de alavancagem do desenvolvimento social e econômico de um país, podem também atuar no sentido de impedi-los ou prejudicá-los, ficando estes dois efeitos condicionados à percepção dos limites de utilização de cada um desses instrumentos pelo governo.

A emissão de crédito privado possui normas bastante rígidas de limites, tanto do ponto de vista dos controles e normas internas dos bancos para administração de riscos, quanto dos controles externos do Banco Central, que fixa os limites a exposição de risco de crédito que os bancos podem se colocar relacionando-o com o seu patrimônio. Hoje a administração de riscos de crédito ao setor privado possui acordos estabelecidos em âmbito internacional, como o Acordo de Basiléia, assinado em 1988 pelos bancos centrais dos países que compõem o grupo dos dez.

Por outro lado, o fornecimento de crédito pelo público ao governo, por meio da emissão de títulos públicos, está sujeito tão-somente à percepção das autoridades monetárias da necessidade imediata em fazê-lo, derivada da demanda estabelecida

pelos objetivos políticos do grupo instalado no poder. Como a dívida pública é cumulativa, não se extinguindo nas mudanças de governo, um novo governo herdará sempre a somatória das dívidas efetuadas pelos governos anteriores. Portanto, não é incomum que um novo governo seja herdeiro de dívida pública situada em patamares de difícil sustentabilidade, ou seja, numa posição em que a soberania da administração da dívida pública deixou de ser do governo para ser do mercado financeiro. Nesse momento o mercado de crédito dita as taxas de juros sobre as quais aceita efetuar a rolagem da dívida pública posicionadas bem acima dos limites razoáveis estabelecidos para os ganhos rentistas em uma economia capitalista. Este parece ser o caso brasileiro, que administra uma dívida bruta do setor público situada em torno de 72,1% do PIB, dos quais perto de 50% do PIB corresponde à Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

A Dívida Pública Mobiliária Federal interna e o Mercado de Títulos públicos expressam o interesse de dois grupos sociais bastante distintos que interagem entre si através de um contrato de sessão de direitos creditícios, estabelecendo-se um jogo onde, de um lado, está postado o Poder Público com responsabilidade pela execução das políticas fiscais e monetárias, que buscam, de forma geral, a estabilidade e o crescimento econômico, e, de outro, estão os proprietários de capital financeiro interessados em obter ganhos rentistas a partir da aquisição de títulos públicos. Do jogo estabelecido entre estes dois atores deriva a taxa de remuneração a ser oferecida pelo governo para que este possa reter determinada quantia de moeda com o objetivo de executar suas políticas fiscais e monetárias. Portanto, é importante que, ao concluir este trabalho, seja colocado como esses dois atores se postaram no contexto desse jogo na história recente da Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

Pelas informações colocadas até aqui é possível verificar que a formação da Dívida Pública Mobiliária Federal interna passa a exercer papel central como instrumento de execução das políticas fiscais e econômicas a partir de 1994, com a edição do Plano Real.

Entre os anos de 1994 e 1999 os aumentos da Dívida Pública Mobiliária Federal de 13% do PIB para valor em torno de 50% do PIB respondeu à necessidade de reestruturação das finanças públicas, através do saneamento de dívidas estaduais e municipais, saneamento de bancos estaduais e reconhecimento de um universo bastante significativo de passivos contingentes, bem como ao processo de saneamento de bancos privados. Para atrair volume de poupança necessário à reestruturação da dívida pública e ao saneamento do sistema bancário e ao mesmo tempo controlar a demanda agregada que tendia a se expandir com a eliminação do imposto inflacionário, atrair capital estrangeiro como forma de compensar os déficits em conta corrente do balanço de pagamento externo e dar sustentabilidade à paridade cambial, o Banco Central elevou a taxa básica de juros da economia (taxa Selic) a patamares variando de 20% a 45%, remunerando os títulos vinculados à taxa Selic com taxas de juros reais que variavam de 15% a.a. até 40% a.a. O resultado desse processo foi uma variação do valor da Dívida Pública Mobiliária Federal, em valores de dezembro de 2004, de R\$ 181.190,42 milhões, em final de 1994, para R\$ 692.367,66 milhões no final de 1998, o que corresponde a uma variação total de 282,12% em quatro anos, ou 39,81% a.a.

Com esta brutal variação da Dívida Pública Federal interna o governo conseguiu levar a cabo as suas políticas fiscal e monetária e atingir objetivo central da política econômica, que era o controle da inflação, e ao mesmo tempo manter equilibrado o balanço de pagamentos externos.

No ano de 1999 a combinação da política de livre mobilidade de capitais e câmbio fixo associada às crises financeiras do Leste Asiático e da Rússia levaram a uma fuga maciça dos capitais especulativos abrigados em ativos financeiros brasileiros, ocasionando elevados déficits no Balanço de Pagamentos compensados com a venda de divisas acumulados em anos anteriores.

Nesse momento o Banco Central elevou a taxa básica de juros a 45% a.a. na tentativa de conter a fuga de capitais estrangeiros, mantendo este patamar até o seu esgotamento, quando percebe que a venda maciça de moeda estrangeira e os

elevados juros pagos pelos títulos da dívida brasileira não eram suficientes para estancar a fuga de capitais especulativos estrangeiros. O regime de câmbio fixo é abandonado e o seu valor passa a ser definido pelo mercado de câmbio.

A partir de junho de 1999 o governo brasileiro adotou o regime de meta de inflação como instrumento central de política monetária e de controle inflacionário para a economia brasileira. O novo modelo de política monetária colocou-se de imediato em frente à necessidade de administrar uma massa monetária de R\$ 365,30 bilhões representada pelos títulos públicos com vencimento até um ano. Da mesma forma, o novo modelo de política econômica fica subordinado à necessidade de controlar um montante de R\$ 380,14 milhões de títulos públicos pertencentes às carteiras dos Fundos de Investimentos Financeiros comprometida com liquidez diária dos recursos aplicados pelos seus cotistas. A resposta do modelo de metas de inflação à subordinação ao elevado grau de liquidez provocado pelos títulos de curto prazo e pelo regime de operação dos títulos pertencentes ao Fundo de Investimentos Financeiros (FIFs) é novamente as elevadas taxas de juros como garantia de manutenção da demanda agregada abaixo do produto potencial da economia, evitando, assim, o processo de recrudescimento inflacionário.

Se o novo modelo de política monetária permitiu equilibrar o Balanço de Pagamentos via superávit da balança comercial proporcionada pela desvalorização do real, o equilíbrio financeiro das contas do governo federal, incluindo a necessidade de financiamento do setor público, foi mantida através da elevação do superávit primário permanecendo a taxa de juros básica da economia em patamares elevados, se bem que em níveis inferiores aos anos anteriores.

Outro efeito percebido a partir de 1999, com o abandono do regime de câmbio fixo, foi o aumento da quantidade de títulos públicos com correção monetária vinculada à variação cambial, com o objetivo de oferecer proteção cambial ao mercado que operava com moedas estrangeiras, reduzindo assim as pressões compradoras sobre moeda estrangeira e por consequência a tendência de desvalorização do real.

Em 1998, a participação de títulos cambiais na dívida pública mobiliária estava em torno de 20%, passando a aproximadamente 30% no final do ano de 2001.

Pode-se perceber, nesse caso, que a dívida pública é novamente utilizada para resolver ou amenizar problemas de desequilíbrio macroeconômico, desta vez assumindo os riscos de variação cambial para conter a tendência altista do câmbio. No entanto, no ano de 2002, mesmo diante de forte escalada na desvalorização do real e da instabilidade gerada pelo período eleitoral, o governo promoveu a compra de R\$ 50.000,00 milhões em títulos cambiais, homologando um aumento efetivo da dívida pública e colaborando com a escalada altista do câmbio.

A dívida pública tem sido usada exaustivamente como instrumento de política econômica, de modo que se pode afirmar que ela tem sido a panacéia para a solução de todos os principais desequilíbrios macroeconômicos originários das políticas de combate à inflação a partir do ano de 1994. Na fase inicial cumpriu o papel fundamental no equilíbrio do Balanço de Pagamentos; a partir de 1998, com o início da crise cambial, foi prestadora de *hedge* cambial para a economia e a partir de 1999 foi a variável chave do modelo de metas de inflação adotado desde então pelo governo. Portanto, desde 1994 o governo utiliza os mecanismos da formação de dívida para conseguir relativa estabilização dos preços na economia.

No entanto, ao resolver problemas de ordem macroeconômica o governo federal vem gerando outro crescente problema, que é a formação da dívida pública. Uma vez formada, a dívida pública passa a influenciar o regime econômico, dadas as características que os títulos públicos possuem de exercerem o papel de moeda no sistema de trocas da economia.

Considerando que 47% da dívida mobiliária federal é de propriedade de cotistas de Fundos de Investimentos Financeiros, que têm garantia de liquidez diária em seus investimentos, e que 43% da dívida é formada por títulos de vencimento em até um ano, parte significativa dos títulos públicos brasileiros possui características de moeda ou quase moeda, devendo, portanto, ter o seu potencial de gerar demandas econômicas a curto prazo controlado diariamente por elevadas taxas de juros,

fechando, assim, um ciclo em que os juros pagos pela dívida pública geram, a cada dia, maiores riquezas financeiras que devem ser imobilizadas com taxas de juros cada vez mais elevadas.

O processo de administração da dívida pública exclusivamente através da interação entre política monetária e o mercado de títulos públicos, em que de um lado está o poder público, com o objetivo de regular a velocidade de circulação de uma massa de riqueza financeira equivalente a 50% do PIB, e, de outro, os proprietários de títulos públicos visando maximizar os seus ganhos rentistas, resulta em um processo acelerado de crescimento da dívida pública mobiliária, que não é sustentável a longo prazo.

Diante de um quadro de dívida pública com elevado nível de liquidez e hipertrofiada em relação às dimensões da renda nacional, a economia fica permanentemente ameaçada por pressões inflacionárias derivadas da existência de uma elevada riqueza financeira líquida nas mãos de agentes econômicos. A redução da ameaça inflacionária produzida pela liquidez da dívida pública deve ser neutralizada diariamente pelo governo através de sua política monetária. Ao mesmo tempo em que o governo busca a neutralização do potencial inflacionário da dívida pública mobiliária, busca também a redução da relação dívida/PIB, bem como a redução de seu nível de liquidez.

No entanto, o mercado financeiro, que trabalha com expectativas racionais aplicadas à maximização de seus ganhos rentistas, conhecendo os objetivos de política econômica do governo e suas condicionantes macroeconômicas, pode se posicionar sempre da maneira a obter os melhores benefícios, não respondendo às tentativas do governo em diminuir sua vulnerabilidade em relação ao nível de liquidez da dívida pública. Por exemplo, uma tentativa de colocação de títulos da dívida remunerada pela correção monetária mais uma taxa de juros de 6% a.a. não é aceita pelo mercado, que percebe que os títulos remunerados pela taxa Selic proporcionam maiores ganhos, da mesma forma que não aceita títulos de longo

prazo, na expectativa de que os títulos de curto prazo sempre poderão proporcionar ganhos superiores aos fixados nas posições de longo prazo.

A redução da dívida pública via compra de títulos através do superávit primário do orçamento federal tem seus limites estabelecidos pela capacidade contributiva da economia em relação ao processo tributário e pelos efeitos colaterais derivados da transferência de renda do setor produtivo da sociedade, em especial do setor assalariado, para o setor rentista. Esta transferência de renda entre o setor produtivo para o setor rentista pode gerar importantes efeitos macroeconômicos desestabilizadores do sistema de preços, porquanto o rentista, diferentemente da classe assalariada, de quem foi extraída a renda que forma o *superávit* primário, tende a não ampliar o seu nível de consumo, mas sim a ofertar estes recursos no mercado de moeda, transferindo a sua riqueza da posição de títulos de crédito público para títulos de crédito privado, o que obrigatoriamente resulta em uma baixa das taxas de juros do mercado, provocando um ciclo acelerado de crescimento da renda, via financiamento do consumo e do investimento, que poderia, de qualquer forma, resultar em um novo processo inflacionário.

Por outro lado, o regime de metas de inflação com metas bastante reduzidas em relação ao histórico da inflação brasileira nos últimos cinquenta anos retira do governo a possibilidade de redução da dívida via redução dos juros reais, enquanto a taxa básica de juros em níveis elevados reduz o nível de investimento, mantendo o crescimento da renda nacional via expansão da oferta em taxas muito pequenas em relação às taxas de crescimento anteriores ao anos oitenta. Estes dois fatores combinados impedem que a relação dívida/PIB não se reduza *vis-à-vis* os esforços despendidos com a compra de títulos por meio do superávit primário do orçamento federal.

Portanto, observa-se que a administração da dívida pública levada a cabo exclusivamente por mecanismos de mercado, pelos quais a relação entre os agentes econômicos se faz exclusivamente via preço, no caso do mercado de moedas e títulos, via taxa de juros, não traz os efeitos desejados à sociedade como um todo. O governo pode e deve adotar outros mecanismos de relação com o mercado de títulos

públicos que não sejam exclusivamente via taxa de juros, da mesma forma que no campo da microeconômica vendedores e compradores estabelecem relações contratuais, que pressupõem uma negociação entre as partes, para a produção de determinados insumos que devido às suas especificidades, não podem ser obtidos no mercado *spot*.

Os tomadores de decisões sobre a dívida pública pelo lado do mercado, considerando que 82% dos títulos da dívida pública pertencem ou à carteira própria de bancos ou são administrados por Fundo de Investimentos Financeiros, não passam de algumas centenas, sendo, portanto, perfeitamente identificados e com quem a autoridade monetária mantém estreitos vínculos, como é o caso dos *dealers* nas operações de compra e venda de títulos ou da Andima, na precificação de títulos públicos. Desse modo, é perfeitamente possível estabelecer outras formas de relação pactuadas entre governo e mercado financeiro que ultrapassem os limites das taxas de juros, já que se trata de um mercado totalmente regulado pelo governo, e sobre o qual ele detém absoluto controle das operações diárias.

Outro aspecto que deve ser levado em conta na administração da dívida pública brasileira é o diferencial de potencial de liquidez que possui cada título, a depender de quem é o seu proprietário. Define-se aqui, como potencial de liquidez, a tendência que determinado valor de moeda fixado em título público possui de deixar esta forma de reserva de valor e entrar no circuito econômico da renda, através do consumo ou do investimento. É possível identificar a diferença de potencial de liquidez entre o título pertencente a um assalariado cotista de um FIF e um título pertencente à carteira própria de um banco. Os bancos, sendo instituições que não investem e nem consomem, e que somente utilizam a propriedade dos títulos como forma de garantia de suas operações de empréstimos, poderiam deixar de ser remunerados via taxa de juros sem que isto provocasse qualquer alteração na liquidez ou impacto de demanda sobre a economia. Portanto, considerando a possibilidade que o governo possui de acessar e negociar com a totalidade dos tomadores de decisões no mercado de títulos públicos; considerando o domínio absoluto das



informações relativas aos proprietários da dívida pública mobiliária; levando em conta que o governo não pode abrir mão da soberania sobre a administração da moeda, e, ainda, que os mecanismos de mercado para a administração da dívida pública entram em choque com os objetivos de política macroeconômica para o controle da inflação, o governo brasileiro poderia adotar mais mecanismos de natureza política de negociação e pactuação entre atores, e menos os mecanismos de mercado via taxa Selic, tendo em vista que possui todos os meios de fazê-lo.

Outro aspecto que deve ser observado ao se concluir esta dissertação é que a elevação da taxa básica de juros da economia representa apenas um dos instrumentos de política monetária à disposição do Banco Central para controle inflacionário e que tem como efeito colateral a produção de dívida pública. Outros instrumentos com capacidade de alterar a liquidez da economia estão à disposição do Banco Central e podem ser utilizados sem que produzam dívida pública. Podemos citar alguns já apresentados no corpo deste trabalho, tais como: alteração da base monetária; controle das reservas bancárias através de mudanças das taxas de depósitos; controle e seleção de créditos, podendo chegar ao tabelamento da taxa de juros; alteração no regime de mobilidade de capital; e alteração no regime de administração do câmbio.

Os instrumentos de política monetária são eficientes para alterar a liquidez do mercado e influir sobre a demanda agregada da economia a curto prazo. No entanto, um modelo de combate à inflação levado a cabo pelo governo deve também atuar pelo lado da oferta, sob o risco de, cada vez mais, utilizar instrumentos de política monetária para conter a demanda que tenderá sempre a alcançar a renda potencial de uma economia estagnada. Para atuar pelo lado da oferta os instrumentos de política fiscal são muito mais eficazes que os de política monetária, principalmente quando todos os instrumentos de política monetária estão sendo utilizados para reduzir a liquidez de uma economia com excesso de moeda. A política fiscal, através de seus instrumentos básicos, a tributação e a orçamentação, possui a faculdade de deslocar renda no sentido da ampliação da formação bruta de capital

fixo tanto de cunho privado como público, além de aprimorar toda a base institucional sobre a qual se assenta a economia capitalista. Portanto, uma política econômica, mesmo que tenha o foco no controle do processo inflacionário e, indiretamente, se centre no processo de desenvolvimento econômico, deveria ser de responsabilidade de uma instância de governo que atuasse de forma geral sobre as políticas monetária e fiscal, como o Ministério do Planejamento, no caso brasileiro, e não de uma instituição que atua somente sobre o regime monetário, como ocorre no Brasil, onde o atingimento das metas de inflação é responsabilidade do Banco Central.

A dívida pública, por outro lado, administrada através de altas taxas de juros, desequilibra o processo de distribuição de renda a favor do ganho rentista em detrimento dos ganhos assalariados e do capital produtivo. Esta potencialização dos ganhos rentistas se processa tanto pelo lado do governo, que paga juros da dívida pública por meio de recursos tributários, quanto pelo lado do processo de produção, ao elevar as taxas de juros do mercado financeiro através das taxas básicas de juros do Banco Central.

O desequilíbrio na distribuição da renda nacional não representa exclusivamente uma falha ética e moral no seio da sociedade. Representa, sobretudo, uma anomalia do processo de produção econômica capitalista, que compromete o crescimento econômico uma vez que este é dependente da distribuição de renda equilibrada entre os salários, que geram demanda, e os ganhos capitalistas, que geram os meios de produção. A presença exagerada do participante rentista, não dotado de característica de consumidor e nem de investidor, retirando moeda do circuito da produção e consumo e retendo-a em forma de ativo financeiro, gera desequilíbrio entre a quantidade de renda produzida e a que será efetivamente consumida em cada ciclo econômico.

Das considerações feitas até aqui pode-se concluir que os instrumentos de políticas monetária e fiscal à disposição dos governos constituem um poderoso recurso para a manutenção do equilíbrio econômico e mesmo de alavancagem de seu crescimento, e que a execução dessas duas políticas pode produzir dívida pública em

forma de título público sem que isto constitua uma anomalia econômica. Neste caso, os juros pagos pelos títulos públicos representam, tão-somente, a remuneração oferecida pela sociedade pelos benefícios obtidos com as políticas econômicas.

Verifica-se também que, uma vez vendidos ao público, os títulos da dívida pública são trocados entre agentes econômicos formando um mercado de títulos públicos que garante aos proprietários desses papéis elevada liquidez e, em alguns casos, liquidez equivalente à moeda nacional. No entanto, o crescimento da dívida em relação à renda nacional poderá subordinar as políticas monetária e fiscal à sua rolagem, fazendo com que estas políticas acabem sendo voltadas exclusivamente para a neutralização dos efeitos da própria dívida pública. Neste caso, as políticas monetária e fiscal perdem a capacidade de promover o desenvolvimento econômico e acabam por ter um fim em si mesmas, fazendo com que os juros pagos pela dívida pública representem somente uma transferência de renda entre agentes econômicos, bem como um ônus social.

## REFERÊNCIAS

ADORNO, Theodor. Grandes cientistas sociais. In: \_\_\_\_\_. **O ensaio como forma**. 2.ed. São Paulo: Ática, 1994.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - RELATÓRIO 1997.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - RELATÓRIO 2001.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - RELATÓRIO 2004.

BORDIM, Luiz Carlos Vitali. **Sistemas tributários e princípios teóricos de tributação**. Porto Alegre, 2002.

BCB - Banco Central do Brasil. **Dívida pública mobiliária federal interna e mercado aberto**. Nota para Imprensa. Fevereiro/2005.

BRASIL. Tesouro Nacional. **DPMFi e mercado aberto**. Fevereiro 2005. (Nota para a Imprensa)

CHIESA, Dirceu Antonio. **O mercado financeiro**: suas variações com os títulos mais negociados, 2. ed. Porto Alegre: Editora Sulina, 1980.

COSTA, Regina Helena. **Princípios da capacidade contributiva**. São Paulo: Malheiros, 1993.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 15 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FRANCO, Gustavo. **O Plano real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1995.

GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita: **A economia brasileira nos anos 90**. (Orgs.) Fábio Giambiagi, Maurício Mesquita Moreira. 1.ed. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. São Paulo: Cultura, 1996.

LEITE, José Alfredo A. **Macroeconomia**: teoria, modelos e instrumentos de política econômica. São Paulo: Atlas, 1994.

LLUSSÁ, Fernanda Antonia Josefa. **Credibilidade e administração da dívida pública**: um estudo para o Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 1998.

MEGALLI Filho, Armando; ISHIKAWA Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

MUSGRAVE, Richard Abel. **Teoria das finanças públicas**: um estudo da economia governamental. (Trad.) Auripebo Berrance Simões. São Paulo: Atlas; Brasília: INL, 1973.

MUSGRAVE, Richard Abel. **The teory of public finance**. New York: Mcgraw-Hill, 1959.

PEGO Bolivar F.; PINHEIRO, M. S. Maurício. **Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil**: evolução recente (1996-2003) e perspectivas (2004-2006). Texto para Discussão IPEA, n.1007. Brasília, 2004.

PEREIRA, José.Matias **Finanças públicas**: a política orçamentária no Brasil. São Paulo: Atlas, 1999.

STIGLITZ, Joseph E. **Rumo a um novo paradigma**. (Trad.) Laura Knapp e Cecilia Camargo Bartalotti. São Paulo: Francis, 2004.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Revista Conjuntura Econômica**, v.9, n.1, jan. 2005. Rio de Janeiro, 2005.

HANSEN, Alvin Harvey. **Business cycles and fiscal policy**. New York: Norton, 1941.

## SITES

[www.andima.com.br](http://www.andima.com.br) - Associação Nacional de Instituições do Mercado Financeiro.

[Andib.com.br](http://Andib.com.br) - Associação Nacional de Bancos de Investimentos.

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) - Banco Central do Brasil.

[www.cnb.org.br](http://www.cnb.org.br) - Comissão Nacional de Bolsas.

## ANEXO 1

A tabela A.1.1, a seguir, apresenta a composição da DPMFi separando os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional dos títulos emitidos pelo Banco Central. Separa, também, a forma de colocação no mercado – se por oferta pública ou por emissão direta. As emissões diretas são operações efetuadas com autarquias, fundações, empresas públicas ou sociedades de economia mista integrantes da Administração Pública Federal ou emissões efetuadas para capitalizar bancos públicos em processos de financiamentos específicos, como agricultura ou exportação. A tabela traz também o volume de títulos inegociáveis, ou seja, que não podem ser negociados no mercado secundário. Esta é uma característica de alguns títulos públicos, como a NTN-M (Notas do Tesouro Nacional Série M) ou NTN-P (Nota do Tesouro Nacional Série P).

Pode-se depreender que 98,4% da DPMFi é formada por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, e somente 1,6% são títulos emitidos pelo Banco Central.

A tabela A.1.2 apresenta a composição da DPMFi por tipo de rentabilidade, separando os títulos que recebem remuneração por taxas de juros fixadas em sua emissão, de outros que possuem rentabilidade que variam de acordo com os valores de taxas futuras, como a Selic e Taxa Referencial (TR), ou de indicadores econômicos como índices de preços ou variação cambial. Depreende-se que a DPMFi está exposta em sua maior parte (58,36%) à taxa Selic, e que a exposição à variação da taxa de câmbio vem sendo reduzida continuamente a partir do ano de 2001, de 28,61%, em dezembro de 2001, a 4,26% em fevereiro de 2005.

A tabela A.1.3 traz os prazos médios de vencimento dos títulos da DPMFi separando os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional dos Títulos emitidos pelo Banco Central. O valor médio de vencimento é obtido através da construção de média ponderada utilizando-se o valor e o prazo de vencimento de cada título emitido. Pode-se verificar, pela tabela, que o perfil de vencimento da DPMFi não tem se modificado acentuadamente desde 1999, mantendo-se em torno de 30 meses.

TABELA A.1.1 - COMPOSIÇÃO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO POR MODALIDADE - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	TESOURO NACIONAL (R\$ bilhões)						BANCO CENTRAL (R\$ bilhões)						TOTAL (R\$ bilhões)									
	Negociáveis Oferta Pública		Negociáveis Emissão Direta		Inegociáveis		Negociáveis Oferta Pública		Negociáveis Emissão Direta		Negociáveis		Negociáveis Oferta Pública		Negociáveis Emissão Direta		Inegociáveis		TOTAL GERAL			
	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%
Dezembro/1999	249,81	56,59	114,15	25,86	14,75	3,34	62,05	14,06	0,65	0,15	0,65	311,87	70,65	114,80	26,01	14,75	3,34	441,41	100,00			
Dezembro/2000	284,15	55,64	125,79	24,63	15,07	2,95	85,69	16,78	-	0,00	-	369,84	72,42	125,79	24,63	15,07	2,95	510,70	100,00			
Dezembro/0120	311,55	49,92	169,51	27,16	16,83	2,70	126,20	20,22	-	0,00	-	437,75	70,14	169,51	27,16	16,83	2,70	624,08	100,00			
Dezembro/2002	377,29	60,54	171,36	27,50	7,41	1,19	67,13	10,77	-	0,00	-	444,42	71,31	171,36	27,50	7,41	1,19	623,19	100,00			
Dezembro/2003	520,38	71,15	173,39	23,71	6,99	0,96	30,66	4,19	-	0,00	-	551,04	75,34	173,39	23,71	6,99	0,96	731,43	100,00			
Março/2004	553,11	72,79	171,51	22,57	7,01	0,92	28,22	3,71	-	0,00	-	581,32	76,51	171,51	22,57	7,01	0,92	759,84	100,00			
Abril/2004	562,51	73,27	172,18	22,43	7,00	0,91	25,98	3,38	-	0,00	-	588,49	76,66	172,18	22,43	7,00	0,91	767,67	100,00			
Mai/2004	540,88	72,27	174,22	23,28	7,16	0,96	26,12	3,49	-	0,00	-	566,99	75,76	174,22	23,28	7,16	0,96	748,38	100,00			
Junho/2004	549,20	72,44	177,46	23,41	7,17	0,95	24,36	3,21	-	0,00	-	573,56	75,65	177,46	23,41	7,17	0,95	758,19	100,00			
Julho/2004	561,78	74,00	167,55	22,07	7,10	0,94	22,76	3,00	-	0,00	-	584,54	76,99	167,55	22,07	7,10	0,94	759,20	100,00			
Agosto/2004	573,13	75,24	163,08	21,41	7,05	0,93	18,51	2,43	-	0,00	-	591,64	77,67	163,08	21,41	7,05	0,93	761,77	100,00			
Setembro/2004	588,09	76,25	160,18	20,77	7,01	0,91	16,03	2,08	-	0,00	-	604,12	78,32	160,18	20,77	7,01	0,91	771,30	100,00			
Outubro/2004	594,86	76,61	159,89	20,59	6,96	0,90	14,80	1,91	-	0,00	-	609,66	78,51	159,89	20,59	6,96	0,90	776,50	100,00			
Novembro/2004	611,29	77,88	152,93	19,48	6,87	0,88	13,84	1,76	-	0,00	-	625,13	79,64	152,93	19,48	6,87	0,88	784,94	100,00			
Dezembro/2004	629,50	77,69	160,36	19,79	6,83	0,84	13,58	1,68	-	0,00	-	643,08	79,37	160,36	19,79	6,83	0,84	810,26	100,00			
Janeiro/2005	648,47	78,44	157,89	19,10	6,78	0,82	13,56	1,64	-	0,00	-	662,03	80,08	157,89	19,10	6,78	0,82	826,70	100,00			
Fevereiro/2005	667,87	79,00	157,24	18,60	6,76	0,80	13,52	1,60	-	0,00	-	681,39	80,60	157,24	18,60	6,76	0,80	845,39	100,00			

FONTE: Banco Central - 2005

NOTA: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

TABELA A.1.2 - COMPOSIÇÃO DA DPMFIEM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	PREFIXADA		TAXA SELIC		ÍNDICE DE PREÇOS		CÂMBIO		TR		OUTROS		TOTAL	
	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%
Dezembro/1999	39,75	9,00	251,68	57,02	24,63	5,58	100,71	22,82	23,97	5,43	0,67	0,15	441,41	100,00
Dezembro/2000	75,40	14,76	266,81	52,24	30,32	5,94	113,74	22,27	24,07	4,71	0,36	0,07	510,70	100,00
Dezembro/2001	48,79	7,82	329,46	52,79	43,63	6,99	178,58	28,61	23,52	3,77	0,10	0,02	624,08	100,00
Dezembro/2002	13,66	2,19	379,07	60,83	78,17	12,54	139,47	22,38	12,78	2,05	0,05	0,01	623,19	100,00
Dezembro/2003	91,53	12,51	449,03	61,39	99,07	13,55	78,67	10,76	13,09	1,79	0,03	0,00	731,43	100,00
Março/2004	117,06	15,41	455,73	59,98	103,38	13,61	70,17	9,23	13,47	1,77	0,03	0,00	759,84	100,00
Abril/2004	121,25	15,79	458,09	59,67	106,74	13,90	68,05	8,86	13,51	1,76	0,03	0,00	767,67	100,00
Maior/2004	122,52	16,37	433,20	57,89	109,63	14,65	69,36	9,27	13,64	1,82	0,03	0,00	748,38	100,00
Junho/2004	127,55	16,82	436,13	57,52	113,29	14,94	67,37	8,89	13,82	1,82	0,03	0,00	758,19	100,00
Julho/2004	114,90	15,13	452,25	59,57	114,75	15,12	63,14	8,32	14,14	1,86	0,02	0,00	759,20	100,00
Agosto/2004	126,87	16,66	445,55	58,49	117,04	15,36	57,84	7,59	14,44	1,90	0,02	0,00	761,77	100,00
Setembro/2004	134,68	17,46	449,55	58,28	118,14	15,32	54,27	7,04	14,64	1,90	0,02	0,00	771,30	100,00
Outubro/2004	135,16	17,41	458,25	59,01	118,75	15,29	49,48	6,37	14,84	1,91	0,02	0,00	776,50	100,00
Novembro/2004	146,84	18,71	458,12	58,36	119,80	15,26	45,54	5,80	14,61	1,86	0,02	0,00	784,94	100,00
Dezembro/2004	162,76	20,09	462,99	57,14	120,71	14,90	41,74	5,15	22,04	2,72	0,02	0,00	810,26	100,00
Janeiro/2005	154,67	18,71	491,54	59,46	120,38	14,56	37,83	4,58	22,27	2,69	0,01	0,00	826,70	100,00
Fevereiro/2005	172,75	20,43	493,39	58,36	120,90	14,30	35,98	4,26	22,36	2,64	0,01	0,00	845,39	100,00

FONTE: Banco Central - 2005



TABELA A.1.3 - PRAZO MÉDIO, EM MESES, DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO POR MODALIDADE - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	TESOURO NACIONAL			BANCO CENTRAL			TOTAL		
	Negociáveis Oferta Pública	Negociáveis Emissão Direta	Inegociáveis	Negociáveis Oferta Pública	Negociáveis Emissão Direta	Negociáveis Oferta Pública	Negociáveis Emissão Direta	Inegociáveis	TOTAL
Dezembro/1999	8,27	68,35	95,34	11,26	1,57	8,87	67,97	95,34	27,13
Dezembro/2000	15,36	62,54	98,42	17,81	-	15,93	62,54	98,42	29,85
Dezembro/2001	29,40	54,01	90,22	15,77	-	25,47	54,01	90,22	34,97
Dezembro/2002	23,05	60,93	67,42	16,01	-	21,99	60,93	67,42	33,24
Dezembro/2003	24,50	53,51	60,76	15,35	-	23,99	53,51	60,76	31,34
Março/2004	23,37	52,61	59,25	13,92	-	22,91	52,61	59,25	29,95
Abril/2004	23,08	52,38	59,09	14,39	-	22,69	52,38	59,09	29,68
Maió/2004	23,57	52,00	58,40	14,29	-	23,14	52,00	58,40	30,20
Junho/2004	23,24	51,27	57,80	14,32	-	22,86	51,27	57,80	29,84
Julho/2004	23,23	53,02	57,45	14,04	-	22,88	53,02	57,45	29,85
Agosto/2004	22,42	53,67	56,81	15,73	-	22,21	53,67	56,81	29,26
Setembro/2004	21,60	54,16	56,20	16,79	-	21,47	54,16	56,20	28,58
Outubro/2004	21,65	53,84	55,98	17,34	-	21,55	53,84	55,98	28,50
Novembro/2004	21,18	55,09	55,33	16,81	-	21,09	55,09	55,33	28,01
Dezembro/2004	20,72	57,11	54,69	15,77	-	20,62	57,11	54,69	28,13
Janeiro/2005	21,41	57,67	54,44	14,74	-	21,27	57,67	54,44	28,50
Fevereiro/2005	21,26	57,21	53,75	13,81	-	21,11	57,21	53,75	28,09

FONTE: Banco Central - 2005

A tabela A.1.4, que se segue, apresenta os prazos médios de vencimento dos títulos da DPMFi separados pelo tipo de rentabilidade que oferecem. Verifica-se que os menores prazos médios de vencimento são para os títulos com taxas de juros prefixadas com prazo médio de 6,25 meses em fevereiro de 2005, enquanto os títulos com remuneração que variam por índices de preços, câmbio ou Taxa Referencial (TR) apresentam os valores mais elevados, 76,92 meses, 64,62 meses e 93,70 meses respectivamente.

A tabela A.1.5 traz a parcela de títulos públicos federais em poder do público a vencer em até 12 meses, o que representa 43,21% do total da DPMFi. Pode-se verificar que, do total da DPMFi vencendo em até 12 meses, a maior parte, 90,67%, é formada por títulos prefixados.

A tabela A.1.6 apresenta a estrutura de vencimentos dos títulos federais separando por prazos que vão de 1 ano até acima de 5 anos. Observa-se, pelos dados, que 71,07% da DPMFi vence em até dois anos.

TABELA A.1.4 - PRAZO MÉDIO, EM MESES, DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	PREFIXADA	TAXA SELIC	ÍNDICE DE PREÇOS	CÂMBIO	TR	OUTROS	TOTAL
Dezembro/1999	2,00	19,88	63,02	24,71	118,58	11,27	27,13
Dezembro/2000	5,15	27,61	59,11	28,50	101,82	11,04	29,85
Dezembro/2001	3,45	36,39	68,45	25,36	91,43	18,21	34,97
Dezembro/2002	3,06	21,83	79,18	35,47	98,46	15,27	33,24
Dezembro/2003	6,50	22,74	77,88	40,51	92,75	10,17	31,34
Março/2004	7,57	21,06	77,57	43,37	90,11	10,85	29,95
Abril/2004	8,44	20,14	77,75	44,52	89,34	9,85	29,68
Mai/2004	7,37	20,33	77,67	45,64	88,37	8,82	30,20
Junho/2004	6,38	20,07	77,07	45,90	89,37	7,82	29,84
Julho/2004	6,95	19,20	78,08	46,94	88,87	10,97	29,85
Agosto/2004	6,02	18,84	77,18	48,90	88,05	9,94	29,26
Setembro/2004	5,38	18,35	76,82	50,01	87,33	8,94	28,58
Outubro/2004	6,17	17,82	77,23	54,12	86,38	7,91	28,50
Novembro/2004	5,88	17,69	76,94	55,42	87,32	6,91	28,01
Dezembro/2004	5,63	17,49	76,74	58,03	94,95	5,87	28,13
Janeiro/2005	6,33	17,92	77,28	62,69	94,20	8,58	28,50
Fevereiro/2005	6,25	18,13	76,92	64,62	93,70	7,64	28,09

FONTE: Banco Central - 2005

TABELA A.1.5 - TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES, POR TIPO DE RENTABILIDADE - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	PREFIXADA		TAXA SELIC		ÍNDICE DE PREÇOS		CÂMBIO		TR		OUTROS		TOTAL	
	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%
Dezembro/1999	39,75	100,00	146,48	58,20	2,03	8,26	53,31	52,94	0,91	3,79	0,02	3,34	242,51	54,94
Dezembro/2000	72,95	96,75	95,53	35,81	3,65	12,03	51,22	45,03	1,31	5,46	0,24	66,47	224,90	44,04
Dezembro/2001	47,20	96,73	35,39	10,74	7,33	16,81	82,20	46,03	0,97	4,14	0,02	23,62	173,12	27,74
Dezembro/2002	13,21	96,77	185,83	49,02	6,79	8,68	49,16	35,25	0,91	7,11	-	0,00	255,90	41,06
Dezembro/2003	78,69	85,97	130,73	29,12	10,66	10,76	37,75	47,98	0,67	5,12	0,02	49,75	258,52	35,34
Março/2004	90,91	77,66	163,89	35,96	10,15	9,81	33,71	48,04	0,84	6,26	0,02	60,31	299,51	39,42
Abril/2004	105,70	87,18	166,17	36,28	10,36	9,71	31,73	46,62	0,84	6,23	0,02	60,31	314,82	41,01
Mai/2004	107,21	87,51	163,42	37,72	10,58	9,65	30,93	44,60	0,87	6,39	0,02	60,31	313,04	41,83
Junho/2004	111,53	87,44	168,40	38,61	10,83	9,56	28,98	43,01	0,76	5,53	0,02	57,67	320,53	42,28
Julho/2004	107,29	93,38	168,78	37,32	15,58	13,58	25,59	40,54	0,79	5,56	0,01	57,67	318,05	41,89
Agosto/2004	118,69	93,55	181,33	40,70	16,59	14,17	21,17	36,60	0,90	6,20	0,01	74,44	338,68	44,46
Setembro/2004	125,53	93,20	198,27	44,10	16,82	14,24	18,59	34,25	0,91	6,19	0,01	74,44	360,12	46,69
Outubro/2004	122,67	90,76	199,11	43,45	16,70	14,06	16,70	33,75	1,19	8,01	0,01	74,44	356,38	45,90
Novembro/2004	132,92	90,52	188,32	41,11	16,86	14,07	17,86	39,22	1,23	8,43	0,01	74,44	357,21	45,51
Dezembro/2004	146,98	90,30	183,86	39,71	26,24	21,74	14,68	35,17	1,56	7,07	0,01	59,69	373,33	46,08
Janeiro/2005	148,44	95,97	176,12	35,83	26,16	21,73	10,90	28,82	1,65	7,39	0,01	79,64	363,29	43,94
Fevereiro/2005	156,64	90,67	171,31	34,72	26,33	21,78	9,37	26,05	1,65	7,37	0,01	79,64	365,30	43,21

FONTE: Banco Central – 2005

NOTAS: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos, considerando-se os pagamentos intermediários em suas datas efetivas.  
 Percentual em relação ao total dos títulos a vencer com o mesmo tipo de rentabilidade.

TABELA A.1.6 - ESTRUTURA DE VENCIMENTOS DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO - DEZ 1999/FEV 2005

MÊS	ATÉ 1 ANO		DE 1 A 2 ANOS		DE 2 A 3 ANOS		DE 3 A 4 ANOS		DE 4 A 5 ANOS		ACIMA DE 5 ANOS		TOTAL	
	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%	Abs. (R\$ bilhões)	%
Dezembro/1999	242,51	54,94	102,68	23,26	10,89	2,47	9,97	2,26	9,48	2,15	65,88	14,92	441,41	100,00
Dezembro/2000	224,90	44,04	63,24	12,38	102,06	19,98	32,23	6,31	16,64	3,26	71,62	14,02	510,70	100,00
Dezembro/2001	173,12	27,74	146,67	23,50	75,98	12,17	47,29	7,58	106,42	17,05	74,61	11,95	624,08	100,00
Dezembro/2002	255,90	41,06	106,93	17,16	72,42	11,62	90,22	14,48	20,38	3,27	77,34	12,41	623,19	100,00
Dezembro/2003	258,52	35,34	187,49	25,63	137,27	18,77	52,89	7,23	27,77	3,80	67,48	9,23	731,43	100,00
Março/2004	299,51	39,42	197,33	25,97	104,96	13,81	52,58	6,92	34,26	4,51	71,19	9,37	759,84	100,00
Abril/2004	314,82	41,01	194,18	25,29	99,31	12,94	61,46	8,01	25,00	3,26	72,91	9,50	767,67	100,00
Mai/2004	313,04	41,83	187,43	25,04	90,29	12,06	59,75	7,98	25,66	3,43	72,22	9,65	748,38	100,00
Junho/2004	320,53	42,28	196,34	25,90	96,66	12,75	55,53	7,32	15,35	2,02	73,78	9,73	758,19	100,00
Julho/2004	318,05	41,89	205,98	27,13	89,64	11,81	56,51	7,44	14,61	1,92	74,41	9,80	759,20	100,00
Agosto/2004	338,68	44,46	197,89	25,98	78,14	10,26	56,74	7,45	14,67	1,93	75,64	9,93	761,77	100,00
Setembro/2004	360,12	46,69	193,89	25,14	85,15	11,04	42,08	5,46	14,29	1,85	75,77	9,82	771,30	100,00
Outubro/2004	356,38	45,90	212,04	27,31	74,91	9,65	42,06	5,42	14,55	1,87	76,56	9,86	776,50	100,00
Novembro/2004	357,21	45,51	225,09	28,68	71,76	9,14	39,91	5,08	16,17	2,06	74,80	9,53	784,94	100,00
Dezembro/2004	375,04	46,19	227,36	28,00	72,56	8,94	39,58	4,87	16,45	2,03	80,98	9,97	811,97	100,00
Janeiro/2005	363,29	43,94	232,62	28,14	95,69	11,58	38,47	4,65	15,97	1,93	80,67	9,76	826,70	100,00
Fevereiro/2005	365,30	43,21	235,56	27,86	108,73	12,86	38,26	4,53	16,40	1,94	81,14	9,60	845,39	100,00

FONTE: Banco Central - 2005

## ANEXO 2 - NATUREZA DOS TÍTULOS PÚBLICOS QUE COMPÕEM A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

### QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL

continua

<b>BNT - Bônus do Tesouro Nacional</b>	
Prazo	Até 25 anos
Modalidade	Nominativa e negociável
Valor nominal	NCz\$ 1,00 (um cruzado novo) em fevereiro de 1989
Atualização do valor nominal	Operações no resgate: (1) correção monetária aplicada aos demais títulos da espécie, ou (2) variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias das datas de emissão e de vencimento do título.
Taxa de juros	6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado monetariamente
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Cronograma original de vencimento dos respectivos Bônus da Dívida Externa utilizada na operação de troca.
Referência legal	Artigos 5.º e 7.º da Lei 7.777, de 19.6.1989; artigos 3.º, inciso II, e 5.º da Lei 8.177, de 1.3.1991; Portaria MF/GM 169, de 22.8.1989; e Comunicado STN/CODIP 61, de 27.11.1989.
Código no Selic	71XXYY
<b>LFT - Letras Financeiras do Tesouro</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando de emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(4).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Rendimento	Taxa Selic
Resgate	Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.
Referência legal	Artigo 2.º do Decreto 3.859, de 4.7.2001
Códigos no Selic	21XXYY e 50XXYY
<b>LFT-A - Letras Financeiras do Tesouro Série A</b>	
Prazo	Até 15 anos
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado.
Valor nominal	R\$ 1.000,00
Rendimento	Taxa Selic acrescida de 0,0245% a.m.
Resgate	Em até 180 parcelas mensais consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao dia da emissão, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo remanescente, atualizado e capitalizado, na data do vencimento de cada uma das parcelas pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga.
Referência legal	Artigo 11 da Lei 9.496, de 11.9.1997; Medida Provisória 2.192-68, de 28.6.2001; e artigo 4º do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	23XXYY
<b>LFT-B Letras Financeiras do Tesouro Série B</b>	
Prazo	Até 15 anos
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado.
Valor nominal na data-base	R\$ 1.000,000
Rendimento	Taxa Selic
Resgate	Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.
Referência legal	Artigo 11 da Lei 9.496, de 11.9.1997; Medida Provisória 2.192-68, de 28.6.2001, e artigo 5.º do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	24XXYY

## QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOIRO NACIONAL

continua

<b>NTN-A1 - Letras do Tesouro Nacional</b>	
Prazo	Até 16 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos de <i>Brazil Investment Bond</i> (BIB) utilizado na operação de troca.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado, podendo ser colocada ao par, com ágio ou deságio (5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajustes no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Nas mesmas condições observadas para o pagamento do BIB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de influência, quando couber.
Referência legal	Artigo 7.º 1.º, do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	94XXYY
<b>NTN-A3 - Notas do tesouro Nacional Subsérie A3</b>	
Prazo	Até 27 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do Par Bond utilizado na operação de troca.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado, podendo ser colocado ao par, com ágio ou deságio(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Aplicada sobre o valor nominal atualizado: até 14.04.1998: 5,25%a.a.; de 15.04.1998 a 14.04.1999: 5,50% a.a.; de 15.04.1999 a 14.04.2000:5,75% a.a.; e de 15.04.2000 até o vencimento: 6% a.a.
Pagamento de juros	Todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Nas mesmas condições observadas para o pagamento do Par Bond que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Referência legal	Artigo 7.º, 2.º, do Decreto 3.589, de 4.7.2001.
Código no Selic	72XXYY
<b>NTN-A6 - Notas do Tesouro Nacional Subsérie A6</b>	
Prazo	Até 17 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do C-Bond utilizado na operação de troca.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado, podendo ser colocada ao par, com ágio ou deságio(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Aplicada sobre o Valor nominal atualizado: até 14.04.1998: 4,50% a.a.; de 15.04.1998 a 14.04.2000: 5% a.a.; de 15.04.2000 até o vencimento: 8% a.a.; a diferença entre as taxas de juros vigentes até 14.04.2000 e a taxa de 8% a.a. será capitalizada nas datas de pagamento.
Pagamento de juros	Todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Nas mesmas condições observadas para o pagamento do C-Bond que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Referência legal	Artigo 7.º, 5.º, do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	96XXYY

## QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREO NACIONAL

continua

<b>NTN-A10 - Notas do Tesouro Nacional Subsérie A10</b>	
Prazo	Até 9 anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do MYDFA.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias imediatamente anteriores à data-base, e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,8125% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitando o limite de 12% a.a.
Pagamento de juros	Todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajustes no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Nas mesmas condições observadas para o pagamento do MYDFA, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Referência legal	Artigo 7.º 9.º, do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	92XXYY
<b>NTN-B - Notas do Tesouro Nacional Série B</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5)
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição do IPCA desde a data-base do título
Taxa de juros	Definida pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no período cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 8.º do Decreto 3.859, de 4.7.2001, e Portaria STN 111, de 11.3.2002.
Código no Selic	76XXYY
<b>NTN-C - Notas do Tesouro Nacional Série C</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição do IGP-M desde a data-base do título.
Taxa de juros	Definida pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago complementar a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 9.º do Decreto 3.859, de 4.7.2001, e Portaria STN 111, de 11.3.2002.
Código no Selic	77XXYY
<b>NTN-D – Notas do Tesouro Nacional Série D</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5)
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base à data de vencimento do título.
Taxa de juros	Definida pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 10 do Decreto 3.589, de 4.7.2001, e artigo 3º da Portaria MF/GM nº 183, de 31.07.2003.
Código no Selic	73XXYY e 78XXYY



## QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOIRO NACIONAL

continua

<b>NTN-F - Notas do Tesouro Nacional Série F</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5)
Valor nominal	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Rendimento	Deságio sobre o valor nominal
Taxa de juros	Definida pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate	Valor nominal, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 11 do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	95XXYY
<b>NTN-H - Notas do Tesouro Nacional Série H</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Índice calculado com base na Taxa Referencial (TR) desde a data-base até a data do vencimento do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 12 do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	79XXYY
<b>NTN-I - Notas do Tesouro Nacional</b>	
Prazo	Definido pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade	Emissões até 30 de abril de 1997, normativas e inalienáveis; posteriores a essa data, nominativas e negociáveis.
Forma de colocação	Direta
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1,00 (valor nominal múltiplo de CR\$ 1.000,00 em abril de 1994).
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Definida pelo ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.
Pagamento de juros	Nas mesmas condições do resgate do principal.
Resgate	Até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.
Referência legal	Artigo 3.º do Decreto n.º 1.108, de 13.04.1994; artigo 2.º, 1.º, do Decreto n.º 2.414, de 08.12.1997; artigo 13, do Decreto 3.859, de 4.7.2001; Portaria MF/GM n.º 121, de 11.06.1997; e Portaria MF/GM n.º 18, de 27.01.1998.
Código no Selic	88XXYY e 89XXYY
<b>NTN-M - Notas do Tesouro Nacional Série M</b>	
Prazo	15 anos
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser colocada por valor inferior ao par, em quantidade equivalente ao necessário para atender à demanda decorrente ao Contrato de Troca e Subscrição de Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão da Dívida, datado de 29 de novembro de 1993.
Valor nominal	Múltiplo de R\$ 1.000,00 (múltiplo de CR\$ 1.000,00 em abril de 1994 e múltiplo de R\$ 1,00 em julho de 1994).
Atualização do valor nominal	Varição da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,875% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitando o limite de 12% a.a.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Em 17 parcelas semestrais consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15 de abril de 1994, inclusive.
Referência legal	Artigo 5º do Decreto nº 1.108, de 13.04.1994; artigo 14 do Decreto 3.859, de 4.7.2001; e Portaria MF/GM nº 400, de 30.06.1994.
Código no Selic	74XXYY e 81XXYY

## QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL

continua

<b>NTN-P - Notas do Tesouro Nacional Série P</b>	
Prazo	Mínimo de 15 anos
Modalidade	Nominativa e inegociável(6)
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado(5).
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1,00 (múltiplo de CR\$ 1.000,00 em julho de 1993 e múltiplo de CR\$ 1.000,00 em setembro de 1993).
Atualização do valor nominal	Índice calculado com base na Taxa Referencial (TR) desde a data-base até a data do vencimento do título.
Taxa de juros	6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Na data do resgate do título
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Artigo 1.º do Decreto n.º 870, de 13.07.1993; artigo 6.º do Decreto n.º 916, de 08.09.1993; e artigo 15 do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	74XXYY e 81 XXYY
<b>NTN-R2 - Notas do Tesouro Nacional Subsérie R2</b>	
Prazo	10 anos
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado (5)
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00 ( múltiplo de CR\$ 1.000,00 em dezembro de 1993)
Atualização do valor nominal	Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	12% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Mensalmente
Resgate	Em 10 parcelas anuais, iguais e sucessivas.
Referência legal	Artigo 11 do Decreto n.º 1.019, de 23.12.1993; e artigo 16 do Decreto 3.859, de 4.7.2001.
Código no Selic	84XXYY
<b>TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL(7)</b>	
<b>BBC - Bônus do Banco Central do Brasil</b>	
Prazo	Mínimo de 28 dias
Modalidade	Nominativa
Forma de colocação	Oferta pública
Valor nominal	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Rendimento	Desconto sobre o valor nominal
Resgate	Valor nominal
Referência legal	Resolução CMN nº 1.780, de 21.12.1990; e Circular BCB nº 2.437, de 30.06.1994.
Código no Selic	11XXYY
<b>NBCA - Notas do Banco Central do Brasil Série A</b>	
Prazo	Composto de dois períodos, sendo o primeiro de no mínimo 1 mês e o segundo de no mínimo 2 meses.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública
Valor nominal	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	No primeiro período, variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas de emissão e de término do primeiro período.
Taxa de juros	No primeiro período, 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Rendimento	No segundo período, taxa Selic, aplicada sobre o valor nominal, acumulada a partir de data estabelecida, em cada edital de oferta pública, para início do segundo período do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Resolução CMN n.º 2.571, de 17.12.1998.
Código no Selic	16XXYY

## QUADRO A.2.1 - TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL

conclusão

<b>NBCE - Notas do Banco Central do Brasil Série Especial</b>	
Prazo	Definido pelo Banco Central do Brasil, quando da emissão do título.
Modalidade	Nominativa e negociável
Forma de colocação	Oferta pública
Valor nominal na data-base	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data do vencimento do título.
Taxa de juros	Definida pelo Banco Central do Brasil, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste de prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Resolução CMN n.º 2.760, de 27.07.2000; Circular BCB n.º 2.960, de 19.01.2000; e Carta-Circular n.º 2.893, de 19.01.2000.
Código no Selic	13XXYY e 18XXYY
<b>NBCF - Notas do Banco Central do Brasil Série Flutuante</b>	
Prazo	Mínimo de 3 meses
Modalidade	Nominativa
Forma de colocação	Oferta pública
Valor nominal	Múltiplo de R\$ 1.000,00
Atualização do valor nominal	Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas flutuantes, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores às datas da emissão e do vencimento do título.
Taxa de juros	6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento de juros	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.
Resgate	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal	Resolução CMN n.º 2.545, de 09.09.1998.
Código no Selic	14XXYY

FONTE: Banco Central do Brasil - 2005

### ANEXO 3

A tabela A.3.1, a seguir, publicada pelo Banco Central, apresenta, ainda de forma agregada, os principais grupos de proprietários dos títulos da dívida mobiliária federal.

A tabela A.3.2, também publicada pelo Banco Central, complementa as informações discriminando as entidades detentoras de títulos públicos em carteira própria.

Na tabela A.3.2, dois grupos de detentores de títulos da dívida mobiliária federal se destacam: os Fundos de Investimentos Financeiros (FIF) e os possuidores de carteira própria, que, somados, detêm a propriedade de 82% da dívida mobiliária federal.

TABELA A.3.1 - DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO<sup>(1)</sup>

TÍTULOS	CÓDIGOS	CARTEIRA PRÓPRIA (R\$ milhões)	PATRI-MÔNIO CÂMARAS	TÍTULOS VINCULADOS <sup>(2)</sup>	CLIENTES						TOTAL MERCADO	EXTRA-MERCADO
					Pessoa Física	Pessoa Jurídica Não-Financeira	Pessoa Jurídica Financeira <sup>(3)</sup>	FIF <sup>(4)</sup>	Outros Fundos	Total Clientes		
LTN	10	55.435	-	33.157	228	970	219	78.489	49	79.955	168.546	-
NBCE	18	4.696	-	5.224	12	295	34	3.262	-	3.603	13.522	-
LFT	21	173.831	1	22.256	607	17.088	3.469	246.803	1.193	269.161	465.249	-
LFT-A	23	1.962	-	924	-	32	281	610	-	923	3.810	1
LFT-B	24	2.867	-	657	110	705	535	443	-	1.793	5.317	15
LFT <sup>(5)</sup>	50	12.468	-	15	-	180	-	971	0	1.151	13.634	-
BTN/BIB	71	11	-	6	-	22	-	23	-	45	61	-
NTN-A3	72	256	-	5	-	25	-	12	-	38	299	10.586
NTN-P	74	2.791	-	-	-	0	3	-	-	3	2.794	-
NTN-B	76	947	-	1.491	35	14.343	-	8.997	44	23.419	25.857	-
NTN-C	77	14.039	-	11.786	304	12.191	20	39.057	27	51.599	77.424	-
NTN-D	78	3.243	-	1.290	20	344	6	1.199	-	1.570	6.103	-
NTN-P	81	77	-	-	-	-	-	-	-	-	77	-
NTN-M	85	289	-	-	-	16	-	-	-	16	304	-
NTN-M	86	127	-	-	-	-	-	-	-	-	127	-
NTN-1	88/89	1.303	-	-	-	108	187	-	-	295	1.597	-
NTN-A1	94	24	-	472	1	-	-	-	-	1	498	-
NTN-F	95	2.011	-	1.874	21	5	-	270	-	296	4.180	-
NTN-A6	96	303	-	135	-	-	-	5	-	5	443	-
TOTAL TESOURO		271.984	1	74.065	1327	46.029	4.721	376.880	1.314	430.270	776.321	10.602
TOTAL BANCO CENTRAL		4.696	-	5.224	12	295	34	3.262	-	3.603	13.522	-
TOTAL GERAL		276.680	1	79.289	1338	46.323	4.755	380.143	1.314	433.873	789.844	10.602

FONTE: Banco Central - 2005

(1) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

(2) Títulos vinculados a depósito compulsório sobre poupança, aumento de capital, recursos externos, empréstimos de liquidez, caução e depósitos judiciais.

(3) Pessoa jurídica financeira abrange instituições sem conta individualizada no SELIC.

(4) Os dados referem-se às contas Cliente Especial - FIF.

(5) Títulos emitidos por meio de colocação direta.

TABELA A.3.2 - DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO - POSIÇÃO DA CARTEIRA PRÓPRIA<sup>(1)</sup>

TÍTULOS	CÓDIGO	CARTEIRA PRÓPRIA (R\$ milhões)															
		Banco Comercial Nacional <sup>(2)</sup>		Banco Comercial Estrangeiro <sup>(2)</sup>		Banco de Investimento Nacional <sup>(3)</sup>		Banco de Investimento Estrangeiro <sup>(3)</sup>		Corretora - Distribuidora Nacional		Corretora - Distribuidora Estrangeira		Outros		Total Carteira Própria	
		(1)	(1/9)	(2)	(2/9)	(3)	(3/9)	(4)	(4/9)	(5)	(5/9)	(6)	(6/9)	(7)	(7/9)	(8)	(8/9)
LTN	10	37.957	23	19.615	12	558	0	-2.646	-2	52	-	43	-	-143	0	55.435	33
NBCE	18	2.005	15	2.241	17	60	0	235	2	1	-	-	-	154	1	4.696	35
LFT	21	170.162	37	624	0	2.076	0	566	0	224	-	96	-	83	0	173.831	37
LFT-A	23	1.637	43	146	4	180	5	-	-	-	-	-	-	0	0	1.962	52
LFT-B	24	2.734	51	42	1	48	1	-	-	0	-	-	-	44	1	2.867	54
LFT <sup>(4)</sup>	50	11.547	85	-	-	920	7	-	-	0	-	-	-	1	0	12.468	91
BTN/BIB	71	-	-	11	18	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	11	18
NTN-A3	72	-	-	166	2	90	1	-	-	-	-	-	-	0	0	256	2
NTN-P	74	2.263	81	0	-	6	0	-	-	-	-	-	-	521	19	2.791	100
NTN-B	76	733	3	-	-	208	1	5	-	1	-	-	-	0	0	947	4
NTN-C	77	5.462	7	7.674	10	18	-	18	-	28	-	-	-	839	1	14.039	18
NTN-D	78	1.158	19	776	13	1.183	19	38	1	1	-	-	-	87	1	3.243	53
NTN-P	81	75	97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	3	77	100
NTN-M	85	95	31	187	61	-	-	7	2	-	-	-	-	0	0	289	95
NTN-M	86	-	-	127	100	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	127	100
NTN-1	88/89	15	1	476	30	812	51	-	-	-	-	-	-	0	0	1.303	82
NTN-A1	94	0	-	-	-	-	-	24	5	-	-	-	-	0	0	24	5
NTN-F	95	196	5	1.082	26	-	-	733	18	-	-	-	-	0	0	2.011	48
NTN-A6	96	45	10	-	-	-	-	-	-	258	-	-	-	0	0	303	68
TOTAL TESOURO		234.078	29,7	30.925	3,9	6.098	0,8	-1.255	-0,2	565	0,1	140	--	1434	0,2	271.984	34,6
TOTAL BANCO CENTRAL		2.005	14,8	2241	16,6	60	0,4	235	1,7	1	-	-	-	154	1,1	4.696	34,7

FONTE: Banco Central - 2005

(1) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

(2) Inclui os bancos múltiplos com carteira comercial e sem carteira de investimentos ou com carteiras comercial e de investimentos que apresentam exigível sobre recursos à vista.

(3) Inclui os bancos múltiplos sem carteira comercial ou com carteiras comercial e de investimentos que não apresentam exigível sobre recursos à vista.

(4) Títulos emitidos por meio de colocação direta.