

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ANÁLISE E EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC META EM
RELAÇÃO À TAXA SELIC EFETIVA E SEUS REFLEXOS
SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA**

ALESSANDRA VIEIRA DE SOUZA SALVALÁGIO

**FLORIANÓPOLIS
2006**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ANÁLISE E EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC META EM
RELAÇÃO À TAXA SELIC EFETIVA E SEUS REFLEXOS
SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA**

Monografia Submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para Obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Alessandra Vieira de Souza Salvalágio

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia / Política Monetária

Palavras – Chaves: 1 Política Monetária
2 Taxa Selic
3 Dívida Interna

Florianópolis, abril de 2006

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 à aluna Alessandra Vieira de Souza Salvalágio na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora: _____
Prof. Roberto Meurer, Dr.
Presidente

Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva
Membro

Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira
Membro

AGRADECIMENTOS

A minha mãe que, mais que apenas mãe, amiga e companheira, esteve ao meu lado ao longo dessa jornada Ao Adilço, pelo seu apoio incondicional e pela compreensão a minha quase ausência.

Estão aqui representados meus dois pilares, que guardaram meu “bem de luxo” que se chama Heitor, e lhe cobriram de atenção e carinho, proporcionando assim, que eu pudesse continuar minha trajetória acadêmica. Com vocês três divido essa conquista, e todo meu amor seria insuficiente para agradecê-los.

Aos muitos amigos que fiz durante a faculdade, principalmente àqueles em que, durante muitas madrugadas, compartilhamos os livros, o cansaço, as dúvidas e as alegrias de cada semestre: Michelle, Tatiane, Josiane, Pilar, Célio e Júlio, esses momentos serão lembrados sempre.

Agradeço a todos os professores do Curso de Ciências Econômicas, responsáveis diretos por despertar em mim a necessidade de questionar e a paixão pela Economia: Silvio Cário, Renato Campos, Fernando Seabra, Celso Weydmann, Lauro Mattei, Renato Lebarbenchon. Não citarei todos que fizeram parte da minha trajetória inicial para não me prolongar, mas gostaria de registrar que, seus ensinamentos se estenderão muito além da minha vida acadêmica.

A minha grande amiga Marta, que esteve ao meu lado desde o início da faculdade, caminhamos juntas, nas horas boas e felizes, mas, principalmente, nas horas mais difíceis, estando sempre pronta para ouvir e me incentivar...muito obrigada pela amizade sincera, daquelas que se mantém ao longo de toda a vida.

A minha amiga e parceira, Michelle Mattos, por sua amizade e pela grande ajuda, fundamental para a conclusão deste trabalho, meu muito obrigado. Gostaria de agradecer também ao meu amigo Volnei Pinho, pela correção ortográfica em toda a pesquisa.

De forma especial meus agradecimentos ao professor e meu orientador Roberto Meurer, que suscitou em mim a dúvida que deu origem a essa pesquisa. Toda a minha gratidão seria pouco para agradecê-lo aos ensinamentos, orientações e valiosas contribuições, fundamentais para a realização dessa monografia.

RESUMO

SALVALÁGIO, Alessandra Vieira de Souza . Análise e Evolução da Taxa Selic Meta em relação à Taxa Selic Efetiva e seus reflexos sobre a Dívida Pública Interna. Florianópolis, 2006. 103f. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina, 2006.

Orientador: Prof. Roberto Meurer, Dr.

Esse trabalho de conclusão pretende acompanhar a trajetória da meta para a Taxa Selic estabelecida pelo Banco Central do Brasil para fins de política monetária, bem como, a evolução da Taxa Selic, a taxa básica de juros da economia, observada no mercado diariamente, e, estabelecer uma relação entre essas duas variáveis em questão, criando assim a diferença entre a Meta e a Taxa Selic, denominada de diferencial entre a Meta e a Taxa Selic.

Com a adoção do Sistema de Metas para Inflação pelo Brasil, em 1999, e, a mudança no regime de câmbio para o câmbio flutuante, o Banco Central passou a determinar periodicamente uma meta para a Taxa Selic, compatível, principalmente com o seu objetivo de combate à inflação. Assim, compete ao Banco Central, utilizando-se dos instrumentos de política monetária, a manutenção da Taxa Selic o mais próximo possível da meta pretendida.

O contexto ao qual a pesquisa está inserida é um período de estabilidade de preços, adquirida após o Plano Real (1994), após mais de 20 anos de altas taxas de inflação. Desta forma, é destaque aqui a grande preocupação da autoridade monetária no controle da inflação, através do controle da taxa de juros, estabelecendo assim a importância da análise dessa variável ao longo dos anos.

Visando verificar o que orienta as ações de política monetária, além da busca para atingir as metas estabelecidas para a inflação, será verificada qual a posição da política econômica no que tange o processo de gerenciamento da dívida pública, para isso realizou-se uma breve apresentação sobre a dívida pública mobiliária federal interna - DPMFI, com destaque para suas alterações ao longo da análise, em sua estrutura, composição e prazos, e, tentou se estabelecer uma relação entre o diferencial Selic e o gerenciamento da dívida pública.

No período inicial da análise, em 1999, as primeiras metas para a Taxa Selic estabelecidas pelo Banco Central, se encontravam em níveis extremamente elevados, devido a toda conjuntura apresentada para o período, e, considerando a amplitude acerca da taxa de juros que orienta a economia, decidiu-se nessa pesquisa, não adentrar no âmbito dessa discussão já tão evidenciada pelos jornais, revistas e debates na esfera acadêmica, como também fora dela, sobre os prejuízos que as altas de juros trazem para a economia. Pretendeu-se sim, analisar sobre uma ótica diferenciada, a trajetória da meta para a Taxa Selic em relação à Taxa Selic diária, em função do comportamento que esse diferencial apresentou durante o período da análise, março de 1999 a maio 2005, e dos motivos que orientam as autoridades monetárias a deixarem a Selic flutuar mais ou menos livremente, relacionando o impacto dessa oscilação sobre a dívida pública mobiliária federal interna.

Palavras chaves: Política Monetária. Taxa Selic. Dívida Interna.

LISTA DE FIGURA

Figura 1: Taxas de Juros Nominais e Reais	42
Figura 2: Correlação entre Diferencial Selic e Títulos Públicos para o Ano de 2002.....	62

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Gastos e Expectativas: os canais.....	46
Quadro 2: Principais Características dos Títulos Componentes da DPMFI.....	89

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução da Meta Selic e da Taxa Selic – 05/03/1999 a 31/05/2005	50
Gráfico 2: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 05/03/1999 a 31/05/2005	50
Gráfico 3: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 1999.....	52
Gráfico 4: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2000.....	55
Gráfico 5: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2001.....	57
Gráfico 6: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2002.....	59
Gráfico 7: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2003.....	63
Gráfico 8: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2004.....	65
Gráfico 9: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2005 (até 31 maio)	67
Gráfico 10: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – até 2005 (escala ampliada)	68
Gráfico 11: Composição por Emissor (R\$ bilhões) DPMFI - Dez/99 a maio/05	91
Gráfico 12: Composição DPMFI por Rentabilidade em 2000.....	92
Gráfico 13: Composição DPMFI por Rentabilidade em 2002	93
Gráfico 14: Evolução da DPMFI de 1999 a 2005 – por rentabilidade em (%)	95
Gráfico 15: Prazo Médio DPMFI em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade.....	96
Gráfico 16: Prazo Médio DPMFI (em meses)	97

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Teste t Realizado para Todo Período - 1999 a 2005	69
Tabela 2: Teste t Anual - 1999 a 2005	71
Tabela 3: Composição da Dívida Pública em Poder do Público por Modalidade.....	91
Tabela 4: DPMFI em Poder do Público + Operações de Mercado Aberto Tipo de Rentabilidade	94
Tabela 5: Prazo Médio DPMFI em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade	95

SUMÁRIO

1 PROBLEMÁTICA	12
1.1 <i>Introdução</i>	12
1.2 <i>Formulação da Situação Problema</i>	12
1.3 <i>Objetivos</i>	14
1.3.1 Objetivo Geral	14
1.3.2 Objetivos Específicos	14
1.4 <i>Metodologia</i>	14
2 POLÍTICA MONETÁRIA	16
2.1 <i>Introdução</i>	16
2.2 <i>Política Monetária</i>	16
2.3 <i>Formulações de Política Monetária</i>	19
2.4 <i>Operacionalização da Política Monetária</i>	21
2.4.1 Mercado de Reservas Bancárias	21
2.4.2 Gerenciamento Diário de Liquidez e Sinalização do Rumo da Política Monetária	22
2.4.3 Sistema de Metas para a Inflação no Brasil	23
2.5 <i>Os Instrumentos de Política Monetária</i>	26
2.5.1 Operações de Mercado Aberto	26
2.5.2 Redesconto Bancário ou Assistência Financeira de Liquidez	30
2.5.3 Exigências de Reservas ou Recolhimento Compulsório	32
2.6 <i>Aspectos Operacionais da Política Monetária e a Taxa de Juros</i>	33
2.6.1 Reservas Bancárias	34
2.7 <i>Base Monetária</i>	35
2.7.1 Fatores Determinantes da Base Monetária	36
2.8 <i>Meios de Pagamento – Agregados Monetários</i>	36
2.8.1 Processo de Oferta de Moeda	37
2.9 <i>Multiplicador Monetário</i>	38
2.9.1 Multiplicador Monetário e a Oferta de Moeda	38
3 TAXA DE JUROS	41
3.1 <i>Conceitos - Taxas de Juros Nominais e Taxas de Juros Reais</i>	41
3.2 <i>As Taxas de Juros e o Papel das Expectativas</i>	43
3.3 <i>Taxa Selic</i>	47
3.4 <i>Metodologia de Cálculo da Taxa Selic</i>	48
4 EVOLUÇÃO DA META SELIC E DA TAXA SELIC PRATICADA PELO MERCADO	49
4.1 <i>Análise da Média das Variáveis Meta Selic e Taxa Selic</i>	68
4.2 <i>Teste T para Verificação de Igualdade entre as Médias</i>	69
5 DÍVIDA PÚBLICA	73
5.1 <i>O Gasto Público</i>	73
5.1.2 Evolução dos Gastos Públicos	74
5.2 <i>Setor Público e Governo Geral</i>	75
5.2.1 Dívida Bruta do Governo Geral	76
5.2.2 Resultado Nominal ou NFSP	76
5.3.2 Resultado Operacional	78

5.3.3 Resultado Primário	79
<i>5.4 Os Ajustes Patrimoniais.....</i>	<i>79</i>
<i>5.5 Dívida Líquida do Setor Público.....</i>	<i>80</i>
5.5.1 Déficit Público e Poupança do Governo	81
5.5.2 NFSP – Resultado Nominal sem Desvalorização Cambial	82
<i>5.6 Evolução da Relação Dívida Pública/Produto Interno Bruto (PIB).</i>	<i>82</i>
<i>5.7 Sustentabilidade da Dívida.....</i>	<i>86</i>
<i>5.8 Dívida Pública Federal – Características.....</i>	<i>87</i>
5.8.1 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi – Composição	90
5.8.2 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna Composição por Tipo de Rentabilidade.	92
5.8.3 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi – Prazo Médio	96
CONCLUSÃO.....	98
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	101

1 PROBLEMÁTICA

1.1 Introdução

A temática apresentada na presente pesquisa é de especial interesse uma vez que a estabilização monetária é um tema bastante recorrente na trajetória do debate econômico, e, a condução da política monetária do Brasil, tem sido uma das questões mais presentes e debatidas ao longo das duas últimas décadas. O processo de alta inflação que dominou o país entre 1980 e 1994, transformou a discussão sobre meios de combate à inflação em um tema nacional não restrito apenas ao meio acadêmico.

Dessa forma, é destaque aqui o papel de instituições como o Banco Central do Brasil, o Comitê de Política Monetária (COPOM) e o Conselho Monetário Nacional, cujas decisões tornaram-se ainda mais importantes, após a adoção do regime de metas inflacionárias, em 1999, como uma nova estratégia para a estabilização monetária. Assim, é fundamental o entendimento de, como os instrumentos de política monetária, notadamente a taxa de juros chamada de Taxa Selic, são atualmente utilizados pelo Banco Central.

1.2 Formulação da Situação Problema

O cenário econômico brasileiro tem passado por transformações significativas, especialmente a partir dos anos 90, com a estabilização dos preços, reformas em setores chave da economia com a abertura comercial, reforma dos sistemas financeiro, administrativo, público e previdenciário implementando novas regras e novos controles ao sistema como um todo.

A Política macroeconômica adotada pelas autoridades monetárias brasileiras tem como principal razão o combate à inflação, e utiliza as metas inflacionárias, através da política de taxas de juros, para combatê-la. O que se pode observar é a importância que as taxas de juros exercem sobre todas as decisões na esfera econômica, afetam os alicerces da economia, tendo impacto sobre as decisões de investimentos, consumo e poupança dos agentes econômicos.

No Brasil verificam-se graves desequilíbrios macroeconômicos: recessão com altos índices de desemprego, queda no ritmo de crescimento da economia, que pode ser observado,

desde a década de 80, até os dias atuais, presença de inércia inflacionária, comportamento instável das taxas de juros.

Nesse contexto de instabilidades presentes, destaca-se a função e responsabilidade da política econômica, as ações das autoridades monetárias no Brasil, através da determinação do rumo da taxa de juros básica do país – a Taxa Selic, fixada como meta pelo Banco Central do Brasil – BACEN.

Assim, a presente pesquisa tem como objetivo analisar a evolução e comportamento da *Taxa Selic Meta*, que é fixada em reuniões periódicas do COPOM (Comitê de Política Monetária), do Banco Central, para fins de política monetária, e sua relação com a *Taxa Selic Efetiva*, que é a taxa básica de juros da economia, resultado da média diária das negociações dos títulos públicos federais. Além de conceituar e verificar como os instrumentos de política monetária, em especial a Taxa Selic, estão sendo utilizados pelo Banco Central.

Quando as autoridades monetárias estabelecem uma meta para a Taxa Selic, cabe ao BACEN através das operações do mercado aberto (mercado com títulos públicos), a manutenção da Taxa Selic diária próxima à meta.

O que se pretende é observar se: existe uma relação entre a *Taxa Selic Meta* e a *Taxa Selic Efetiva*, analisar as causas de eventuais diferenças entre a projeção e a taxa praticada no mercado, como e por que, a autoridade monetária mantém uma diferença entre as duas variáveis, que fatores estimulam ou inibem a proximidade ou distanciamento entre elas, além de tentar expressar os efeitos causados por essa relação no sistema financeiro, mais especificamente sobre a Dívida Pública Monetária Federal Interna – DPMFI.

Como todos os fatos econômicos são interligados, é importante ressaltar os reflexos do comportamento da Taxa Selic no cenário macroeconômico de forma geral. Pretende-se captar o que acontece no cenário nacional e internacional quando a variável estudada encontra-se abaixo ou acima da variável fixada como meta. Além disso, apresenta-se a evolução da dívida pública interna desde a criação da Meta Selic.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a evolução e comportamento da Taxa Selic fixada como meta, pelo Banco Central utilizada para fins de política monetária, e sua relação com a Taxa Selic Efetiva, praticada pelo mercado e o reflexo dessa possível diferença entre essas duas variáveis sobre a dívida pública interna.

1.3.2 Objetivos Específicos

1) Apresentar os fundamentos teóricos sobre política monetária e seus instrumentos, baseado na literatura existente, verificando como esses instrumentos possibilitam às autoridades monetárias manter a Taxa Selic o mais próximo possível do patamar desejado.

2) Analisar os ambientes externo e interno relacionando-os com possíveis movimentos do diferencial entre a Meta Selic e a Taxa Selic Efetiva.

3) Analisar a Política Monetária Brasileira a partir da adoção do Plano de Metas de Inflação, e a atuação das autoridades monetárias nesse período.

4) Verificar o processo de surgimento da dívida interna brasileira, sua evolução e comportamento, essencialmente após a adoção do Sistema de Metas de Inflação.

1.4 Metodologia

A presente pesquisa será realizada através da análise de dados referentes à economia brasileira, no período entre 1999 e maio de 2005, o marco inicial para a coleta de dados foi a adoção do Sistema de Metas Inflacionárias, em março de 1999. Para a que os objetivos anteriormente especificados sejam atingidos realizar-se-á uma coleta de dados de variáveis, como a Taxa Selic Meta fixada pelo Banco Central para fins de política monetária e a Taxa Selic Efetiva diária praticada pelo mercado, além de dados referentes às operações de mercado aberto realizadas durante o período em análise, buscando assim, estabelecer possíveis relações destas

variáveis com o ambiente econômico e político, interno e externo, com efeitos também no processo de endividamento interno.

Na análise conjuntural do período em questão, as principais informações sobre a economia brasileira foram coletadas com base nos boletins de conjuntura de diversos meses, divulgados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) e nas Atas das reuniões periódicas realizadas pelo Comitê de Política Monetária – COPOM.

A parte inicial da pesquisa aborda a fundamentação teórica baseada em parte da literatura existente nessa área, envolvendo conceitos de política monetária e seus instrumentos de controle, de taxas de juros e sua relação com as operações de mercado aberto, além de uma breve revisão sobre finanças públicas, incluindo conceitos gerais e uma breve apresentação da dívida pública interna brasileira e sua trajetória, caracterizando-se assim, ao menos nesse primeiro momento, como uma pesquisa teórica. Em sua segunda parte, a pesquisa passará a apresentar dados quantitativos referentes à economia brasileira, caracterizando-se à partir desse momento como uma pesquisa empírica, com gráficos demonstrando a evolução do diferencial estabelecido entre a meta e a Taxa Selic durante o período em questão, além de apresentar um teste de correlação entre o diferencial e as operações de mercado aberto, com o objetivo de estabelecer uma relação entre as duas variáveis.

Os procedimentos técnicos que serão realizados também se dividem, sendo na primeira parte um levantamento bibliográfico e no restante da pesquisa será realizado um procedimento documental, baseado principalmente nos dados disponibilizados pelo site do Banco Central, BACEN, entre eles estarão as Atas das Reuniões do COPOM, Relatórios de Inflação, com os dados mais recentes sobre a conjuntura econômica brasileira, Notas para a Imprensa com detalhamento das operações envolvendo títulos federais, entre outros.

2 POLÍTICA MONETÁRIA

2.1 Introdução

Este capítulo tem como principal objetivo apresentar os principais fundamentos da política monetária, baseado na literatura existente, ressaltar a importância e a utilização dos instrumentos de política monetária utilizados que possibilitam para a obtenção dos resultados almejados pela autoridade.

Na seqüência serão abordados conceitos relevantes essenciais para o perfeito entendimento das ações de política monetária, serão estabelecidas ainda, relações entre as taxas de juros utilizadas pelo mercado e seus impactos sobre o comportamento da dívida pública mobiliária interna.

2.2 Política Monetária

As medidas de política econômica têm a função, segundo Assaf Neto (1999), de auxiliar o governo na gestão da economia, buscando atingir objetivos sociais e macroeconômicos essenciais, entre eles: a estabilidade de preços, distribuição de riqueza, nível de emprego adequado e crescimento econômico. As ações de política monetária atuam sobre os meios de pagamento, títulos públicos e as taxas de juros, alteram o custo e o nível do crédito, com reflexos sobre o nível de atividade da economia. Em geral, o órgão responsável pela sua execução e controle é o Banco Central, a autoridade monetária.

As políticas monetárias adotadas podem ser:

- a) expansionista: são utilizadas para elevar a liquidez da economia, aumentando o volume de recursos nos mercados, e os meios de pagamento, aquecendo o consumo e o investimento, influenciando positivamente a atividade econômica. Teoricamente é utilizada quando a atividade econômica está em retração;
- b) restritiva: quando os meios de pagamento são reduzidos, contraindo assim a demanda agregada (consumo e investimento) e a atividade econômica. Segundo a teoria essa política monetária deveria ser utilizada, quando o crescimento da demanda e dos

investimentos se sobrepõe a oferta de moeda. Seu objetivo é principalmente, controlar e elevar o custo do crédito, buscando assim adequar o consumo e o investimento à oferta de moeda.

A escolha dos objetivos ou *metas finais*, tema controverso da política monetária, segundo Cardim Carvalho, envolve discussões, que debatem sobre a existência (ou não) de um *trade-off* entre inflação e desemprego defendido pelos keynesianos – relação inversa, estável e instrumentalizável entre nível de desemprego e inflação (Curva de Philips), e o argumento da *taxa natural de desemprego* – definida por fatores reais, como o comportamento do mercado de trabalho ou o nível de concorrência dos mercados, defendido pelos monetaristas¹.

No controle da oferta de moeda e das taxas de juros, as autoridades monetárias utilizam-se de alguns instrumentos de política monetária considerados métodos e meios através dos quais é possível a operacionalização dessa política, afetando as variáveis operacionais com a finalidade de atingir as metas intermediárias desejadas.

Os instrumentos clássicos de política monetária são:

- a) as operações de mercado aberto, que afetam a base monetária;
- b) as exigências de reservas, recolhimentos compulsórios, que afetam o multiplicador monetário;
- c) os empréstimos de redesconto através das alterações nas taxas de desconto, afetando assim as taxas de juros praticadas pelos bancos e a base monetária.

É preciso considerar, no entanto, que a atuação da política monetária sobre a economia não é instantânea, existe um prazo entre o momento da decisão da política e a consecução ou não de seus objetivos. Há um “período” em que a autoridade monetária não consegue precisar o impacto efetivo de suas ações. Em função disso, o Banco Central estabelece *metas intermediárias* que atuam como “sinalizadores”, indicando se a política está a caminho de atingir seus objetivos e surtir os efeitos esperados ou não.

São classificadas como metas intermediárias:

- a) as taxas de juros de longo prazo;
- b) os agregados monetários (medidas de volume ou crédito bancário)

¹ Não é pretensão da presente pesquisa entrar no âmbito da discussão entre keynesianos e monetaristas, cabe aqui apenas registrar a presença da divergência de opiniões entre as duas linhas de pensamento e expor a condução da política monetária pelo BACEN sem julgar seus métodos nem tampouco seus efeitos sobre o nível de atividade da economia, freqüente combatido pela opinião pública em geral

A finalidade para o uso dessas metas, é que, através delas, com impacto nos custos e na oferta de crédito, no custo de oportunidade do dinheiro, ou diretamente no nível de gastos dos agentes, as autoridades monetárias consigam influenciar os objetivos finais da política que não são afetados de forma direta. Então se diz que, “as metas intermediárias são utilizadas como indicadores da política monetária, sumariando o impacto da política passada sobre a economia”, (CARDIM CARVALHO, 2000, p. 120), pois:

- a) fornecem ao Banco Central, informações imediatas e contínuas, importantes para se verificar se os instrumentos estão obtendo os resultados esperados;
- b) permitem que seja analisado se o impacto como um todo da política está na direção de uma política expansionista ou contracionista.

Por outro lado, as *metas operacionais*, correspondem as variáveis, que são resultado direto da operacionalização de um instrumento de política monetária, fortemente associadas às metas intermediárias. São elas:

- a) a determinação da taxa de juros de curto prazo (*overnight*);
- b) o controle das reservas agregadas.

Desta forma, alterações nas variáveis operacionais através dos instrumentos de política monetária afetam as metas intermediárias, e, nessa passagem das metas operacionais para as intermediárias (agregados monetários), opera o multiplicador monetário, em que a base monetária é transformada em um dado volume de meios de pagamentos.

Ainda no aspecto operacional da política monetária destaca-se a impossibilidade do controle simultâneo por parte do Banco Central, da taxa de juros básica e do nível de reservas bancárias. A escolha da meta pretendida pelo Banco Central é excludente, ou seja, quando ele opta pela meta de taxa de juros está abrindo mão, obrigatoriamente, do controle sobre o nível de reservas como meta, que, neste caso, funciona como variável de ajuste. Contrariamente, se a meta monetária agregada for a pretendida pela autoridade, esta perderá o controle sobre a taxa de juros, que precisará flutuar permitindo assim alcançar o nível consistente com a meta monetária.

No Brasil a taxa de juros básica (definida como meta a ser seguida pela Selic), bem como seu viés (de alta, de redução ou neutro) são definidos pelo COPOM- Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil através de suas reuniões periódicas onde apresentam propostas de diretrizes de política e alternativas para as taxas de juros baseados na avaliação da conjuntura. Essas reuniões do Copom tinham periodicidade mensal até o mês de dezembro de

2005, sendo a cada ano realizadas um total de 12 (doze) reuniões ordinárias, mais as reuniões convocadas em caráter extraordinário, quando a autoridade monetária julgar necessário. A partir de 2006, através do Comunicado 13821 de 31 de outubro de 2005, as reuniões do Copom, ao longo do ano de 2006, seriam reduzidas, passando de 12 (doze) para 08 (oito) reuniões anuais, com intervalo médio de 40(quarenta) dias entre as reuniões.

2.3 Formulações de Política Monetária

Para Blanchard (2000), as decisões de política monetária, envolvem duas, consideradas como básicas:

A primeira delas, se refere a determinação de uma taxa média de inflação, pretendida pela autoridade monetária, e portanto, uma taxa média correspondente para a expansão monetária.

A respeito dessa questão existe um longo debate sobre qual seria uma taxa “ótima” de inflação. Alguns países acreditam que, uma taxa de inflação alvo de 4% seria ideal, e que, passar desse patamar, para um nível de 0% de inflação poderia envolver um aumento do desemprego por um certo período, e que, esse custo de transição seria maior que os possíveis benefícios advindos da estabilidade total. Outra parte dos países apóia a estabilidade total de preços, isto é, inflação de 0%, argumentando que se a inflação é ruim deve ser eliminada por completo.

Atualmente, mesmo sem uma opinião unânime acerca do assunto, que continua sendo tema recorrente de debates na área econômica, a maioria dos bancos centrais opta como objetivos níveis reduzidos, porém positivos de inflação, em torno de 2 a 4%.

A segunda questão pertinente às decisões de política monetária, concentra-se no quanto seria possível se desviar dessa taxa média de inflação estabelecida, se necessário, com objetivo de reduzir possíveis flutuações do produto, ou seja, se o Banco Central optar pelas metas inflacionárias, no curto prazo, quanto seria possível desviar-se dessa meta, no caso de a economia entrar em recessão.

Além dessas questões quando referentes à escolha da autoridade monetária pela “meta inflacionária”, a ela cabe também preocupar-se com os métodos utilizados para atingir essas metas, além da velocidade como se dará esse processo e os reflexos de tudo isto sobre as demais variáveis econômicas. Por exemplo uma redução de forma muito rápida da inflação, poderá provocar um efeito recessivo na economia, com efeitos sobre o produto e a renda.

A velocidade com a qual o Banco Central deveria procurar alcançar sua meta, foi sugerida por John Taylor, da Universidade de Stanford, através de sua Regra de Taylor, expressa em Blanchard (2000):

Regra de Taylor:

$$i = i^* + a(\pi - \pi^*) - b(u - u_n)$$

Fonte: Blanchard (2000) p. 561

Considerando:

i = taxa de juros nominal

u = taxa de desemprego

i^* = meta nominal para a taxa de juros

u_n = taxa natural de desemprego

π = taxa de inflação

π^* = meta inflacionária proposta

a, b = São considerados aqui como coeficientes positivos

Segundo o autor a Regra de Taylor identifica alguns parâmetros em destaque:

- caso a inflação coincidir com a meta inflacionária ($\pi = \pi^*$), e se a taxa de desemprego for igual a taxa de desemprego natural ($u = u_n$), o Banco Central deveria fixar a taxa de juros nominal igual ao valor de sua meta, i^* . Assim a economia pode manter-se na mesma trajetória, com inflação igual à meta e desemprego igual à sua taxa natural;
- se a inflação estiver acima da meta ($\pi > \pi^*$), o Banco Central deveria elevar a taxa de juros nominal para um patamar superior ao de sua meta i^* . Com essa taxa de juros alta a consequência seria o aumento do desemprego, esse nível alto de desemprego provocaria uma queda da inflação.

O coeficiente a , de acordo com a regra, reflete então, o quanto a autoridade monetária se preocupa com o desemprego em relação à inflação.

Quanto mais alto for esse coeficiente, mais o Banco Central aumentará a taxa de juros em relação à inflação e mais forte serão os efeitos da desaceleração da economia, fazendo com que a inflação retorne a sua meta mais rapidamente. (BLANCHARD, 2000, p.561)

A Regra de Taylor destaca ainda que o coeficiente a deveria ser maior que um, pois o relevante, em termos de despesa, é taxa de juros real e não a nominal, assim quando a inflação aumenta, se o Banco Central tem intenção de reduzir despesas e produto, deve aumentar a taxa de juros real, ou seja, deve aumentar a taxa de juros nominal mais do que proporcionalmente em relação à inflação.

- c) se o desemprego estiver acima de sua taxa natural ($u > u_n$) as ações do Banco Central devem ser no sentido de reduzir a taxa de juros nominal. Com a taxa de juros em patamares mais baixos, a atividade econômica tenderá a apresentar melhores resultados, ocorrendo a redução do nível de desemprego.

O coeficiente b deve refletir o grau de preocupação do Banco Central com o desemprego em relação à inflação, assim quanto mais alto for b maior será a tendência do Banco Central desviar-se da meta inflacionária com objetivo de manter a taxa de desemprego próximo de sua taxa natural (BLANCHARD, 2000, p.561).

Taylor argumenta que sua regra não deve ser rigorosamente aplicada, muitos outros fatores como uma crise cambial, a necessidade de mudanças nas despesas e portanto a ação das políticas monetária e fiscal, justifica a alteração da taxa de juros nominal, além das apresentadas pela sua Regra. Porém a Regra de Taylor, segundo argumento do seu próprio criador, representa uma maneira útil de pensar sobre política monetária: a escolha de uma meta inflacionária e o caminho para alcançá-la, considerando não só a Inflação, mas também o desemprego. De acordo com Blanchard, pesquisadores analisando o comportamento dos Bancos Centrais dos Estados Unidos e da Alemanha constataram que, apesar desses dois bancos não pensarem estar seguindo a Regra de Taylor, esta descreve seu comportamento nos últimos 15 anos.

2.4 Operacionalização da Política Monetária

2.4.1 Mercado de Reservas Bancárias

O executor da política monetária no Brasil é o Banco Central, que atua no gerenciamento do mercado financeiro e de sua liquidez, com o objetivo principal de monitorar as taxas de juros de curto prazo através, principalmente, do controle das reservas bancárias. Mesmo considerando

que a política monetária é conduzida não só com o objetivo exclusivo de controle das taxas de juros, recentemente no Brasil, esta vem representando uma importante meta operacional, peça chave para a conclusão das metas finais, no caso, a estabilidade de preços e controle da inflação.

Cardim de Carvalho, conceitua o mercado de reservas bancárias como aquele onde se realizam as negociações das reservas bancárias entre os bancos, e entre estes e o Banco Central, trata-se do espaço institucional onde o Banco Central executa a política monetária.

Cada vez que um agente não financeiro faz um depósito em moeda ou compra um título emitido pelo banco causará impacto na conta de reservas bancárias (CARDIM DE CARVALHO, 2000, p. 145).

A conta de reservas bancárias é a conta de depósito em espécie que todos os bancos mantêm junto ao Banco Central, essa conta tem papel importante de registrar e receber os recolhimentos compulsórios dos bancos, a liquidação de transações entre cada banco e o Banco Central, além de efetuar a liquidação e compensação dos pagamentos e recebimentos entre os próprios bancos.

2.4.2 Gerenciamento Diário de Liquidez e Sinalização do Rumo da Política Monetária

A liquidez no mercado de reservas é controlada diariamente pelo Banco Central com objetivo de acomodar a demanda dos bancos por reservas bancárias, e assim manter estável a taxa de juros. Nesse processo de gerenciamento diário de liquidez feito normalmente (mas não exclusivamente) através das operações de mercado aberto, procura-se controlar os movimentos de liquidez das variações autônomas das reservas bancárias, causadas, por exemplo, por uma entrada acima da média de capitais externos no país.

Assim o Banco Central através desse controle de liquidez busca neutralizar variações da taxa de juros decorrentes dessas variações das reservas, utilizando uma estratégia defensiva, visando o equilíbrio do volume de reservas, evitando efeitos adversos sobre as reservas das instituições bancárias.

No processo de controle de liquidez o Banco Central faz uma previsão de fatores que levam a variações autônomas das reservas, orientando assim, ações neutralizadoras e compensadoras, injetando ou retirando liquidez do mercado, considerando que há um nível de

reservas bancárias que garante a estabilidade da taxa de juros, sendo este nível portanto o objetivo a ser atingido pelas ações compensatórias.

O Banco Central atua ainda no sentido de sinalizar para o mercado a direção das ações de política monetária de modo a influenciar a estrutura da taxa de juros da economia, através de uma variável operacional básica, a taxa de juros de curto prazo, buscando objetivos mais amplos de política monetária, relacionados a uma estratégia de prazo mais longo.

2.4.3 Sistema de Metas para a Inflação no Brasil

No regime de metas para a inflação, a política monetária tem como prioridade garantir a convergência da inflação para as metas estabelecidas, ou, aproximá-la o máximo possível, a fim de estabelecê-la dentro do intervalo convencionado, visando assim, alcançar a estabilidade dos preços, utilizando para tal fim a taxa de juros. No caso do Brasil que adotou o regime em 1999, utiliza-se como principal instrumento para a convergência das metas a taxa básica de juros da economia, Taxa Selic. As decisões do Comitê de Política Monetária, de acordo com o Decreto 3088² de 21 de junho de 1999, passaram a ter como objetivo cumprir as metas para inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

De acordo com Cardim de Carvalho (p.225, 2000) a institucionalização desse sistema surgiu com o modelo Walsh de Banco Central independente, ou seja, baseava-se na idéia de que os bancos centrais deveriam ser independentes e responsáveis na condução da política monetária, porém a introdução do sistema de metas não seguiu um receituário específico, já que países como a Inglaterra e o Brasil, não possuem formalmente estabelecidos Bancos Centrais independentes, e assim mesmo, adotaram o regime³.

Grande número de bancos centrais, em vários países do mundo, escolheu essa modelagem para a política monetária, o primeiro deles, em 1990, a Nova Zelândia, seguida pelo Canadá, Reino Unido Suécia, Finlândia, Austrália entre outros. Segundo Mahadeva; Sterne, 2002, p. 623,

² Decreto disponível no Relatório de Inflação de junho de 1999, acesso em <http://www.bcb.gov.br>, em 13/12/2005.

³ Fisher (1985), aponta duas abordagens para a tese de independência do banco central: a independência por meta, de Rogoff (1985) e a independência por instrumento, que corresponde à visão de agente principal de Walsh (1993) o banco central seria punido por desvios da meta contratual, o que garantiria seu compromisso com a estabilidade de preços.

em sua importante pesquisa sobre o assunto, em média 65% dos 95 (noventa e cinco) bancos centrais pesquisados utilizam-se de algum tipo de meta explícita para inflação.

Existe uma base de argumentação em defesa de que um Banco Central independente⁴, seria importante para o controle da inflação, chamando a atenção para uma possível relação negativa entre a média de inflação e o grau de independência do Banco Central, baseados na trajetória descendente da inflação, após a implantação do novo regime.

Mas, segundo Cardim Carvalho (2000, p. 227), não existem argumentos sólidos que garantam que a adoção de metas inflacionárias seja ideal, citando Andrew Haldane, em seu livro *Targeting Inflation* :

Metas de inflação têm sido propostas durante um período em que as pressões inflacionárias são benignas em comparação com os anos 1970/80. Quanto da melhora da performance da inflação observada nos anos 1990 pode ser atribuída à boa sorte e quanto pode se atribuir à boa administração monetária permanece como questão aberta, em países com ou sem metas de inflação (HALDANE, 1995 *apud* CARDIM CARVALHO, 2000, p. 227).

A análise segue com a afirmação de que, poderá se verificar se o regime de metas de inflação obterá resultados positivos, após este adquirir maior maturidade, e, após as economias que vêm utilizando-se desse sistema passarem por situações adversas. Carvalho justifica ainda que os países desenvolvidos que não adotaram o sistema de metas como Japão, Noruega e Holanda, por exemplo, também apresentaram inflação com tendência de queda na década de 1990, relativamente à década de 1980.

Em Mendonça (2000, p. 34-41), o sistema de metas de inflação é comparado a outras formas de ancoragem nominal, o regime de metas inflacionárias oferece a possibilidade de através da política monetária, definir, o nível da taxa de juros, do desemprego ou dos preços, no entanto, necessita de câmbio flexível para seu funcionamento, permitindo assim maiores variações na taxa de câmbio nominal, em relação ao sistema de taxas de câmbio fixo, por exemplo.

Como o regime de metas, é um sistema relativamente novo, apenas com as literaturas mais recentes⁵ formou-se um consenso sobre os pré-requisitos para um completo regime de metas, baseado em cinco pontos básicos: (1) compromisso com a estabilidade de preços, (2)

⁴ Não é proposta da presente monografia discutir os detalhes sobre a independência dos bancos centrais, para um maior detalhamento sobre o assunto ver Crocco; Jaime Jr.e Alesina; Summers (1993 *apud* FISCHER, 1995, p. 204)

⁵ Sugestões de algumas das literaturas sobre o assunto : Mishkin 2000; Fraga et al., 2003; Mendonça 2001

maior controle dos gastos públicos, (3) ausência de outra âncora nominal, (4) independência de instrumentos de política monetária (5) transparência e responsabilidade na condução da política monetária.

A opção pelo sistema de metas não significa que não haja interesse e comprometimento com os resultados reais da economia como os níveis de produção e o desemprego, nem tampouco, descrença de uma relação entre os resultados reais da economia e a inflação no curto e no médio prazo. O argumento utilizado de uma meta quantitativa para a inflação, é que, no longo prazo a política monetária pode determinar a taxa de inflação média de um país, mas não pode determinar seu produto médio e nível de emprego (FRIEDMAN, 2000, *apud* HOLLAND & GOMES, 2002).

No Brasil, após a implantação do Plano Real em 1994, utilizou-se o regime de câmbio fixo, mantendo a moeda doméstica valorizada e equivalente ao dólar, baseado no argumento de que a entrada de produtos importados seria suficiente no combate do processo inflacionário. Porém, os anos de 1997 e 1998 foram marcados pelas crises asiáticas e pela moratória russa, respectivamente, gerando grave crise de confiança e significativa fuga de capitais dos países emergentes em 1999. Em resposta ao cenário negativo, o Brasil elevou a taxa de juros, recorreu ao Fundo Monetário Internacional e devido as fortes pressões sobre as reservas cambiais abandonou o regime de câmbio fixo, em janeiro de 1999, já sob o comando de Armínio Fraga no BACEN, adotou o regime de metas de inflação.

Nos anos de 1999 e 2000 as metas estipuladas dentro do intervalo de tolerância foram alcançadas, porém nos dois anos subsequentes ficaram acima do intervalo de tolerância permitido. A justificativa para o não cumprimento das metas estabelecidas nesse sistema de metas de inflação deve ser feita através de carta (de conhecimento público) do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda.

No ano de 2001, o não cumprimento das metas foi justificado, em parte, devido ao choque de energia elétrica (março a agosto de 2001) e ao grande aumento observado nos preços dos alimentos, no âmbito interno; e no setor externo, devido aos efeitos da desaceleração presente na economia americana agravada pelos ataques de 11 de setembro e pela crise Argentina.

Já no ano de 2002, grave crise de confiança marcou o cenário interno e as ameaças de guerras pressionaram a taxa de câmbio que aumentaram de forma considerável, com sérios impactos sobre a inflação. Devido a não obtenção no alcance das metas nos anos anteriores(2001

e 2002), em 2003 e 2004 os valores centrais (targets) foram alteradas respectivamente para 8,5 % com intervalo de +/- 2,0% e 5,5 com o mesmo intervalo de tolerância. Através dessas informações pode-se observar que o regime de metas inflacionárias, como dito nos primeiros parágrafos, não segue um receituário, já que combina algumas *regras* com certa *flexibilidade*, mantendo sempre o cuidado com a manutenção da credibilidade da autoridade monetária e das suas ações. No curso normal da economia com cenários favoráveis, sem ausência de choques o Banco Central segue a meta, desviando-se desta, apenas no caso de choques adversos justificáveis.

2.5 Os Instrumentos de Política Monetária

2.5.1 Operações de Mercado Aberto

As operações de mercado aberto, instrumento que opera diretamente sobre as reservas bancárias, de acordo com Cardim de Carvalho (2000), marcam uma tendência mundial, com seu uso cada vez mais freqüente como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo, sendo comum que o Banco Central intervenha diariamente no mercado por meio das operações de curta maturidade, utilizando-se de leilões informais (*go around*) diários, com objetivo de reduzir as pressões sobre a taxa de juros.

Esse instrumento de política monetária é representado pelas compras e vendas de títulos públicos no mercado, realizadas pelo Banco Central, podem, segundo Mishkin (2000), ser consideradas como sendo um dos mais importantes instrumentos de política monetária, por serem as principais determinantes das mudanças nas taxas de juros de curto prazo e na base monetária, e maior fonte de flutuação na oferta de moeda. Com o objetivo de controlar a oferta de moeda e as taxas de juros de curto prazo, as operações de mercado aberto realizadas pela autoridade monetária, podem acontecer de duas formas:

- a) as operações dinâmicas ou ativas, que são realizadas com o objetivo de alterar o nível de reservas e a base monetária;
- b) as operações defensivas ou operações de esterilização, que tem o objetivo de compensar, anular os efeitos de outras operações que atuam alterando as reservas

e a base monetária. Os títulos públicos são utilizados preferencialmente nas operações de mercado aberto devido ao seu grande volume de comercialização e sua maior liquidez em relação a outros ativos, já as operações de mercado aberto destacam-se pela sua eficiência, dinamismo e flexibilidade, além da fácil adaptação às variações diárias que acontecem nas reservas monetárias.

As compras e vendas de títulos no mercado aberto são amplamente utilizadas, de acordo com Assaf Neto (1999), devido aos resultados obtidos com sua utilização, em função de sua eficiência, dinamismo, reversibilidade, flexibilidade e facilidade de adaptação às variações diárias que acontecem nas reservas monetárias. São realizadas por meio da colocação ou resgate de títulos públicos, que, provocam efeitos sobre a base monetária e na oferta de moeda, onde: as *compras de mercado aberto* – atuam expandindo a base monetária, aumentam a oferta de moeda, elevam a liquidez e reduzem a taxa de juros, como situação inversa, *as vendas de mercado aberto* reduzem a base monetária e a oferta e moeda, como efeito haverá redução da liquidez, e, conseqüentemente levando ao aumento da taxa de juros de curto prazo. Essas operações com títulos públicos ocorrem:

1) No **mercado primário** onde acontece o lançamento dos títulos no mercado, em leilões formais coordenados pelo Banco Central, que, anuncia os volumes e prazos de vencimento dos títulos que serão ofertados. Os investidores, através das instituições financeiras, propõem as taxas pretendidas para aquisição e, no caso do BANCO CENTRAL as aceitar, o título é emitido. As instituições financeiras autorizadas a participar dos leilões -“dealers”- fazem as ofertas representando seus clientes, elas próprias ou outras instituições.

2) No **mercado secundário**, onde acontece a revenda dos títulos adquiridos em leilões primários entre instituições, ocorrem normalmente através de leilões informais (*go around*), onde os negócios são realizados com os *dealers* (instituições financeiras legalmente credenciadas a atuar no mercado em nome do Banco Central) e repassados às demais instituições financeiras do mercado. Caracterizam-se por apresentar um volume menor de operações em relação ao mercado primário, são utilizados para ajustes na política monetária. Nesse mercado realiza-se a transferência para terceiros de títulos adquiridos no mercado primário, com prazo e preço de recompra previamente estabelecidos.

Para Rosseti (1997, p. 264) as operações de mercado aberto buscam atingir alguns objetivos:

- a controle da taxa de juros de curto prazo através da quantidade de moeda ofertada e das taxas pagas nas operações com títulos públicos;
- b controle da oferta monetária e da liquidez da economia, orientada pelos objetivos e políticas do governo;
- c oferece às instituições a possibilidade de utilizarem seus recursos livres em operações financeiras de curto e curtíssimo prazo;
- d oferece liquidez aos títulos públicos, favorecendo a negociação com todos os demais títulos.

As transações realizadas no mercado aberto são controladas e custodiadas no Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, que registra os débitos/créditos decorrentes das operações com títulos na conta das instituições financeiras correspondentes.

Essas operações apresentam algumas vantagens, segundo Mishkin, (2000), que fazem com que ela seja amplamente utilizada e represente o mais importante instrumento de política monetário utilizado:

- a) a autoridade monetária controla de forma total o volume e condução das operações de mercado aberto, diferentemente dos empréstimos de redesconto, onde o Banco central atua, estimulando ou inibindo sua utilização, porém não controla diretamente seu volume;
- b) são flexíveis e alcançam de forma eficiente e precisa as mudanças necessárias nas reservas bancárias ou na base monetária, independente da dimensão do objetivo estabelecido pela autoridade monetária;
- c) concedem a possibilidade de reversão rápida, caso ocorra alguma operação indevida;
- d) são operações realizadas sem processos burocráticos, de forma rápida e ágil.

Segundo Cardim de Carvalho (2000), a utilização desse instrumento para reduzir a volatilidade da taxa de juros se justifica não só pela agilidade para realizar a *sintonia fina de liquidez*, já que atua diretamente sobre as reservas bancárias, mas também pelo fato de que a tendência mundial de redução dos recolhimentos compulsórios, aumenta a instabilidade da demanda por reservas, exigindo a utilização de um instrumento flexível para a realização do gerenciamento de reservas.

A grande preocupação das autoridades monetárias em reduzir a volatilidade no mercado de reservas, com impacto na taxa de juros, tem levado à redução da maturidade das intervenções

e também ao aumento de sua frequência. Para este fim, as operações compromissadas são o instrumento preferido pelos bancos centrais na gerência da liquidez, pois possibilita o ajuste da liquidez sem afetar os preços dos títulos utilizados como garantia.

No Brasil a gerência de liquidez vem sendo realizada principalmente através das operações de mercado aberto; embora no período de 1996/1999 as operações de redesconto de liquidez tiveram papel importante.

Essas operações compromissadas consistem na compra e venda de títulos, onde o vendedor se compromete em recomprar o título no preço indicado e no prazo já estabelecido, anterior aquele do vencimento do título, objeto da negociação; as taxas negociadas são pré-estabelecidas pelas partes e independem das taxas dos títulos que lhe serviram de garantia. No período de vigência do negócio não pode existir mudança de propriedade do título, assim o direito à totalidade dos juros proporcionados durante a vigência é do vendedor. Na verdade, o objeto de negociação aqui é o dinheiro, que tem como garantia a caução dos títulos. No caso das operações definitivas, também com compra e venda de títulos, porém, com o resgate acontecendo apenas no vencimento do papel, ou seja, o Banco Central não garante a recompra antes da maturação.

Na tentativa de justificar a preferência pela utilização das operações compromissadas, serão utilizados os exemplos apresentados em Fernando Nogueira da Costa, 2004, que supõe que o movimento de um componente da variação autônoma de reservas, como os repasses da arrecadação previdenciária ao governo, aumentando as entradas do fluxo de caixa do Tesouro Nacional, deixe o mercado ilíquido por um dia. Assim que o governo iniciar seus pagamentos contra a conta que mantém no Banco Central, os recursos retornarão ao mercado de reservas. Numa situação dessas diz-se que o Banco Central está *oversold* (vendido), vendeu títulos em excesso, ou seja, o volume de reservas bancárias fica abaixo do mínimo exigido, é menor do que os estoques e títulos emitidos pelo Banco Central, mantidos nas carteiras dos bancos. Considerando a posição do Banco Central *oversold* a solução será a compra de títulos com intuito de acomodar a demanda por reservas. A possibilidade oposta seria a do Banco Central estar *undersold* (comprado), ocorrendo quando este vende menos títulos que o necessário, quando há excesso de reservas bancárias.

Se ao invés de utilizar as operações compromissadas a autoridade monetária optasse pelas operações definitivas, o preço pago pelo título seria determinado no mercado, os bancos

apresentarão propostas de compra e o Banco Central definiria o melhor preço. Estariam embutidas nessas operações expectativas quanto ao movimento da taxa de juros no decorrer da maturação do papel. Como a situação é de *oversold*, ou seja, de tendência de alta na taxa de juros, os bancos através de suas propostas tentarão obter o maior preço possível ou a menor taxa de juros. No dia seguinte, o Tesouro efetua vários pagamentos, revertendo a situação inicial, exigindo dessa forma que o Banco Central retirasse a liquidez do mercado, vendendo títulos. Os bancos apresentariam suas propostas de compra pelo menor preço ou pela maior taxa de juros, nas duas possibilidades exerceriam pressões sobre o Banco Central que, teria de ceder às expectativas do mercado quanto às taxas de juros futuras, para realizar o ajuste da liquidez.

As operações compromissadas reduzem essa pressão imposta pelo mercado, pois possibilitam ao Banco Central estimar o retorno da liquidez ao mercado, baseado em suas previsões quanto aos fatores da variação autônoma de reservas, e assim realizar acordos de recompra com vencimento compatível, além de fornecer um mecanismo automático de correção, caso a autoridade monetária tenha deixado o mercado muito líquido. A taxa de juros do mercado interbancário cairia abaixo da taxa contratada no acordo de recompra, e os bancos desejariam assim encerrar seus contratos com o Banco Central.

2.5.2 Redesconto Bancário ou Assistência Financeira de Liquidez

O Banco Central concede empréstimos de auxílio às instituições financeiras possibilitando que estas possam restaurar sua liquidez, evitando assim pânico no sistema bancário. Essa modalidade de empréstimos denomina-se empréstimos de liquidez ou redesconto bancário, e incorre na cobrança pelo Banco Central de uma taxa de juros específica denominada, taxa de desconto.

Além de auxiliar no equilíbrio financeiro das instituições, o redesconto atua também como forma de incentivo à atividade econômica, podendo influenciar no aumento da oferta de empréstimos de longo prazo, em setores estratégicos da economia.

A taxa de desconto atua sobre a liquidez da economia e sobre as taxas de juros praticadas pelos bancos. Se a taxa de desconto for menor que a taxa de juros, as instituições financeiras tenderão a aumentar a oferta de crédito, obtendo assim maiores lucros através do diferencial (taxa de desconto – taxa de juros praticada entre os bancos). Se contrariamente a taxa de desconto

aumentar e tornar-se superior a taxa de juros praticada pelos bancos, a oferta de crédito no mercado tenderá a reduzir-se, ocasionando aumento nas taxas de juros. (ASSAF NETO, 1999).

Mishkin (2000), enfatiza os impactos da taxa de desconto, taxa de juros cobrada pelo BACEN quando este concede aos bancos um empréstimo de redesconto, sobre a oferta de moeda, devido aos seus impactos sobre o volume total de empréstimos na economia, atua como redutor da possibilidade de pânico bancários, além de permitir que o Banco Central desempenhe sua função de prestador de última instância. O volume desse empréstimo de assistência as instituições financeiras, é então controlado pelo Banco Central, através dessa taxa de desconto (*id*), afetando o preço do empréstimo, então:

Se a taxa de desconto aumenta, o custo do empréstimo aumenta, conseqüentemente os empréstimos realizados pelo BACEN se contraem, reduzindo assim a oferta de crédito no mercado levando ao aumento da taxa de juros.

Esse instrumento de política monetária tem funcionado em vários países, de acordo com Cardim de Carvalho, como uma “válvula de segurança” colocada à disposição dos bancos com a finalidade de solucionar eventuais problemas individuais de caixa ao final do dia ou do final do período de manutenção do recolhimento compulsório, evitando assim, a existência de saques a descoberto, na conta reservas bancárias.

Desta forma essas operações de assistência de liquidez são utilizadas de forma indireta como apoio no controle da liquidez, visando maior estabilidade da taxa de juros no mercado monetário. Contudo, a condição necessária para que essa assistência financeira atue como um “colchão de reservas” ajudando na estabilização da taxa de juros, é que ela não seja punitiva. Quando essa assistência possui uma taxa de desconto punitiva, como é o caso atual do Brasil, a demanda por reservas nesta operação é inelástica em relação à taxa de juros de mercado, exigindo assim uma ação muito mais ativa e freqüente do Banco Central à mesa de *open market* para absorver as flutuações no mercado de reservas, evitando assim uma maior volatilidades na taxa de juros de curto prazo.

Para que os empréstimos de liquidez não sejam utilizados de forma indevida, o Banco Central impõe aos bancos que recorrem a esse recurso, alguns custos significativos:

- a) o custo dos juros representado pela taxa de desconto (*id*);
- b) o custo da especulação sobre a saúde financeira do banco podendo comprometer sua imagem;

- c) o custo de uma maior chance de ter seu pedido de empréstimo recusado no futuro.

2.5.3 Exigências de Reservas ou Recolhimento Compulsório

Recolhimento compulsório, é um percentual dos depósitos (à vista ou a prazo), captado pelo Banco Central, atua sobre os meios de pagamento através do multiplicador bancário, quando se altera impacta no multiplicador, implicando retração ou expansão da economia (ASSAF NETO, 2001, p. 44).

Impactos de alterações nas exigências de reserva: Uma *redução na exigência de reservas* poderá levar a um *aumento na quantidade de moeda* disponível no sistema bancário, representando *mais recursos na economia*, e conseqüentemente *aumentando o fluxo* dos meios de pagamento, reduzindo assim o custo do crédito.

Segundo Mishkin, esse instrumento de política monetária não é o mais utilizado, devido aos impactos causados pela sua utilização, um pequeno ajuste feito nas exigências de reservas, podem provocar efeitos na oferta de moeda, em um volume maior que o desejado pelas autoridades monetárias, devido ao processo de contração múltipla dos depósitos, além disso, sua utilização pode causar problemas de liquidez imediata em bancos com poucas reservas excedentes. A tendência mundial, segundo o autor, é de redução e até extinção dessas exigências, podendo assim permitir que os bancos tornem-se mais competitivos, já que grande parte dessas reservas não é remunerada, e esse recolhimento pode ser capaz de alterar os lucros das instituições, já que aumentam ou diminuem os recursos disponibilizados pelos bancos para a concessão de empréstimos aos seus clientes. Alguns bancos centrais já aboliram por completo a exigência de reservas, porém sua manutenção, permite um multiplicador monetário mais estável e assim uma oferta de moeda mais controlável.

Os recolhimentos compulsórios são depósitos sob a forma de reserva bancária que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central. Para Cardim de Carvalho, 2000, uma das suas principais funções na implementação da política monetária é estabilizar a demanda por reservas bancárias, facilitando a ação do Banco Central na fixação da taxa de juros. O autor explica que embora o recolhimento compulsório seja visto como um instrumento de controle dos agregados monetários pelo Banco Central, via multiplicador monetário, onde a oferta de moeda é um múltiplo da base monetária, podendo ser esta relação determinada pelo Banco Central, tal

função deste instrumento tem sido colocada como menos importante, considerando, entre outros fatores o fato de que na maioria dos países a política monetária tem optado pelo controle da taxa de juros no mercado monetário, e não o controle de agregados monetários. Desta forma pode-se apontar como as mais importantes funções do recolhimento compulsório:

- a) fornecimento de liquidez ao sistema bancário, reduzindo a possibilidade de ocorrências de pânico bancários;
- b) controle de crédito, já que um aumento no recolhimento compulsório equivale a uma taxa sobre a captação de recursos, aumentando assim o custo de oportunidade na manutenção de encaixes ociosos;
- c) estabilizador da demanda por reservas bancárias ao tornar mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco.

Como já citado anteriormente, a tendência mundial tem optado pela eliminação do recolhimento compulsório na execução da política monetária, alguns países como México, Inglaterra, Canadá e Austrália já não o utilizam mais. No Brasil a tendência recente tem sido no sentido de reduzir as alíquotas do compulsório, assim como a incidência sobre os depósitos. Como exemplo cita-se a eliminação do compulsório sobre depósitos a prazo, na tentativa de reduzir o spread bancário (diferença entre taxa de aplicação e a taxa de captação do banco). Contudo, este instrumento foi largamente utilizado na fase inicial do Plano Real na tentativa de se evitar uma “bolha de consumo”, típica do aumento de renda real gerada no início do plano de estabilização. Optou-se na ocasião pelo aumento tanto da incidência (compulsório inclusive sobre as operações de crédito), quanto da alíquota, visando, desta forma, estabelecer maior controle de crédito.

2.6 Aspectos Operacionais da Política Monetária e a Taxa de Juros

As ações de política monetária são conduzidas, na prática, com objetivo é de influenciar o nível da taxa de juros de curto prazo, através de mudanças na oferta de reservas bancárias. É importante considerar, no entanto, que a fixação da taxa de juros não constitui objetivo exclusivo da política, mas deve ser considerada como importante meta operacional, possibilitando a obtenção das metas finais.

Para atingir seus objetivos o Banco Central deve atuar no mercado de reservas bancárias para definir a oferta de moeda adequada e também no controle da demanda de reservas das instituições financeiras, evitando flutuações desnecessárias da taxa de juros. Desta forma interessa aqui demonstrar os aspectos operacionais das operações de mercado aberto, de acordo com Cardim de Carvalho (2000), importante instrumento de atuação da autoridade monetária, e a determinação da taxa de juros básica no mercado monetária.

2.6.1 Reservas Bancárias

As instituições bancárias possuem uma conta no Banco Central, denominada *conta de reservas*, e, através destas, recebem débitos e créditos das demais instituições financeiras, do Tesouro Nacional e do próprio Banco Central. Diariamente o saldo da conta de reservas bancárias de cada instituição é afetado de forma positiva ou negativa, dependendo das operações realizadas. Desta forma, os agentes depositam o excesso de caixa nos bancos e sacam ou tomam emprestados para atender suas necessidades de caixa.

Assim, diariamente, alguns bancos têm saldo líquido de recursos positivo enquanto outros apresentam saldo negativo, esse desequilíbrio se ajusta mediante intervenção da autoridade monetária, única instituição capaz de criar ou destruir liquidez no curto prazo⁶, exercendo seu controle de liquidez, permitindo o funcionamento adequado do mercado interbancário.

O Banco Central além de prover os bancos com o volume de reservas compatível com seus objetivos de política, procura adequar a demanda, a fim de obter o nível desejado para a taxa de juros, evitando flutuações excessivas que, além de sinalizar de forma errada os objetivos da autoridade monetária, dificultam o funcionamento eficiente do mercado.

⁶ No caso de se considerar o médio e o longo-prazo uma mudança na preferência do público em reter moeda também influencia no processo de criação e destruição de reservas.

2.7 Base Monetária

A Base Monetária é a soma do papel moeda em poder do público (PMPP) com o total de reservas dos bancos comerciais, representando assim o total de moeda colocada em circulação pelo Banco Central. A conta base monetária, integrante no balancete do Banco Central, expressa a função deste como emissor de papel moeda.

A quantidade oferta de base monetária é estabelecida pelo Banco Central, e sua demanda é realizada pelo público e pelos bancos; o público a utiliza para transformá-la em meios de pagamento e os bancos devido a suas necessidades de reservas.

Segundo Cardim de Carvalho (2000), é questão relevante considerar que a quantidade total dos meios de pagamento é um múltiplo da base monetária, considerando o fato de que a criação de meios de pagamento não é realizada apenas pelo Banco central, mas também pelos bancos comerciais.

Base Monetária =	Papel Moeda em Poder do Público	+	Encaixe Técnico	+	Reservas Bancárias
(BM)	(PMPP)		(ET)		(RB)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2005

O indicador de base monetária expressa a oferta de moeda de uma economia, sendo composta de papel moeda em poder do público, inclusive os depósitos à vista, e os encaixes (reservas) mantidos pelos bancos comerciais. Representa em outras palavras as exigibilidades monetárias do Governo em poder dos agentes econômicos, ou seja, a emissão primária de moeda na economia, essencial para a formulação e avaliação de uma política monetária. (ASSAF NETO, 1999, p. 33).

Para a apuração dos meios de pagamento o controle da base monetária⁷ é fundamental, pois no balancete do Banco Central, a base monetária constitui parte de seu passivo monetário, tendo como contrapartida às contas de reservas nacionais (empréstimo ao setor público e aos bancos comerciais). Assim de acordo com a exposição de Assaf Neto (1999, p.34), as variações na base monetária estão relacionadas ao saldo do balanço de pagamentos, ao desempenho do setor público (*superávits* ou *déficits* nas contas do governo) e aos objetivos de expansão dos meios de pagamento via disponibilidade de créditos aos bancos comerciais.

⁷ Utiliza-se o termo *high-powered money* em inglês, “moeda de alta potência, para expressar a capacidade de multiplicação da base monetária”.

2.7.1 Fatores Determinantes da Base Monetária

O Banco Central controla a base monetária essencialmente através das operações de mercado aberto, compra e venda de títulos públicos, e também através de controle no volume de seus empréstimos de redesconto concedidos aos bancos comerciais.(MISHKIN, 2000).

Efeitos da Compra de Mercado Aberto: Banco Central compra títulos, aumenta no seu ativo, sua conta de títulos, aumenta as reservas bancárias na mesma proporção da quantia referente à compra de mercado aberto, aumentando a base monetária no mesmo valor. Uma compra de mercado aberto, realizada pelo BACEN aumenta no seu ativo, sua conta de títulos, com efeitos sobre as reservas, desde que o vendedor desses títulos mantenha esse valor pago a ele pelo Banco Central em depósito bancário, causando impactos no aumento de reservas e da base monetária, em valor correspondente a operação de mercado aberto efetuada. Caso o vendedor dos títulos dessa operação decida manter o valor recebido quando da venda dos títulos em dinheiro, a compra de mercado aberto não provocará efeitos sobre as reservas, continuará aumentando a conta de títulos do Banco Central, só que neste caso o aumento se dará no Papel Moeda em Poder Público, e, como este é parte efetiva da base monetária, esta aumentará em valor idêntico a operação realizada.

Desta forma, o efeito de uma compra de mercado aberto será sempre o aumento da base monetária na mesma quantia da operação, independente da forma como o vendedor decida manter os valores recebidos pela venda dos títulos. Então as operações de mercado aberto causam impactos sobre a base monetária de maneira muito mais eficaz e previsível, representando assim a melhor forma de controla da base monetária pelo Banco Central.

Quando se refere aos empréstimos de redesconto, Mishkin (2000), afirma que quando a autoridade monetária concede um empréstimo de redesconto a um banco, tal operação também causa impacto sobre a base monetária, que varia na mesma quantia dos empréstimos concedidos pelo BACEN.

2.8 Meios de Pagamento – Agregados Monetários

O controle da oferta de moeda é realizado pela autoridade monetária, representada pelo Banco Central, e a emissão de moeda varia de acordo com seus objetivos de políticas monetárias,

levando em consideração cada período da atividade econômica. Parte da moeda que foi emitida está em circulação, ou seja, não fica retida no BACEN, denomina-se moeda em circulação ou meio circulante. Os depósitos à vista são chamados de moeda escritural.

Meios de Pagamento

M1 – Papel moeda em poder do público + Depósitos à vista
M2 – M1 + Depósitos em cadernetas de poupança + títulos privados ⁸
M3 – M2 + Fundos de renda fixa + Operações Compromissadas ⁹
M4 – M3 + Operações com títulos públicos

Fonte: Banco Central do Brasil

2.8.1 Processo de Oferta de Moeda

As variações na oferta de moeda afetam toda a economia, o bem estar da sociedade, com reflexos nas taxas de juros, e, conseqüentemente, interferindo no nível da atividade econômica. Como seu efeito se propaga sobre todos os níveis da atividade econômica, Mishkin (2000, p. 250), detalha o processo de oferta de moeda, demonstrando o processo de criação e funcionamento dos depósitos bancários, considerados os maiores componentes da oferta de moeda.

O autor aponta quatro elementos fundamentais nesse processo de oferta de moeda:

- 1) o Banco Central – responsável pela execução da política monetária e fiscalização do sistema bancário, suas ações para a execução da política monetária afetam seu balanço patrimonial, que é composto pelos ativos dos quais os títulos e os empréstimos de desconto, são os mais significativos, pois rendem juros; e seus passivos, dando destaque principalmente ao papel moeda em poder do público e as reservas (compulsórias ou voluntárias) que os bancos mantêm junto ao Banco Central (encaixe técnico);
- 2) os bancos, considerados intermediários financeiros, que aceitam depósitos e concedem empréstimos;
- 3) os depositantes – são os indivíduos e instituições que mantêm depósitos em bancos;

⁸ Aplicações em CDB, RDB, Letras de Câmbio.

⁹ Operações de bancos com seus clientes, ou bancos com outros bancos, com compromisso de recompra.

- 4) os tomadores de empréstimos dos bancos e as próprias instituições emitem títulos de dívida, adquiridos pelas instituições depositárias.

2.9 Multiplicador Monetário

Denomina-se multiplicador, o processo de aumento múltiplo de depósitos, que ocorre em função do aumento das reservas do sistema bancário, reservas adicionais fornecidas pelo Banco Central aos Bancos. Sendo que esse adicional nos depósitos apresenta aumento proporcionalmente maior ao observado nas reservas.

Considerando que os bancos não têm interesse em manter reservas voluntárias excedentes, já que elas não são remuneradas, o banco cria depósitos em conta corrente através do ato de emprestar a seus clientes. Como depósitos em conta corrente faz parte da oferta de moeda, o banco na verdade está criando moeda. O sistema bancário como um todo cria essa multiplicação de depósitos, pois quando um banco reduz suas reservas voluntárias, estas permanecem no sistema bancário, em outro banco. Assim quando um banco concede empréstimos e cria depósitos, as reservas transferem-se para outros bancos, que as utilizam também para conceder empréstimos e criar reservas. Mesmo que um banco decida utilizar seu excedente de reserva para adquirir valores mobiliários, em vez de conceder empréstimos, o efeito sobre a expansão de depósitos será idêntico. Utilizando como exemplo que a exigência de reservas é de 10%, e que todos os bancos concedem empréstimos equivalentes à quantia de suas reservas voluntárias, os depósitos em conta corrente continuarão a aumentar, esse aumento será dez vezes maior que o aumento de reserva adicional, equivalente à exigência de reservas que nesse caso é de 0,10. (MISHKIN, 2000, p. 257).

2.9.1 Multiplicador Monetário e a Oferta de Moeda

Considerando que a autoridade monetária controla de forma mais eficiente a base monetária, do que as reservas são utilizadas, segundo Mishkin (2000, p.261), uma relação ligando a oferta de moeda M à base monetária:

$$M = m \times BM$$

m = multiplicador monetário – indica o grau de modificação da oferta de moeda (M), para uma determinada mudança na Base Monetária (BM).

O multiplicador monetário indica qual o múltiplo da base monetária que será transformado em oferta de moeda, será sempre maior que um, dado que, a mudança de uma unidade na base monetária, ocasionará uma mudança na oferta monetária maior que um.

Além do efeito da base monetária sobre a oferta de moeda, outros fatores determinam o tamanho do multiplicador monetário: a decisão do público quanto à quantidade de moeda que desejam reter e os seus depósitos à vista, as exigências de reservas impostas pelo Banco Central ao sistema bancário, e a quantidade de reservas voluntárias que os bancos desejam ter, afetam também o multiplicador monetário.

Fatores determinantes do multiplicador monetário, ainda expondo as idéias presentes em Mishkin (2000, p.263):

- a) mudanças nas exigências de reservas – Considerando um aumento nas exigências de reservas os bancos precisarão manter uma proporção maior de seus depósitos junto ao Banco Central, como conseqüências terão menos dinheiro para suas transações com seus clientes, isso refletirá em um menor volume de empréstimos concedidos a seus clientes, refletindo numa redução nos depósitos, e conseqüentemente na oferta de moeda, a base monetária permanece inalterada, indicando que o multiplicador monetário se reduz. Desta forma *quanto mais alto for a exigências de reservas, menor será o processo de multiplicação de depósitos*, em função da redução na oferta de moeda, com redução então no multiplicador monetário. *O multiplicador monetário e a oferta de moeda são inversamente proporcionais as exigências de reservas;*
- b) mudanças na relação papel-moeda e depósitos à vista (c/d): caso ocorra mudança no comportamento dos depositantes, e esses passem a transformar seus depósitos à vista em moeda, ocorrerá a troca de um componente da oferta de moeda que se multiplica (depósito à vista) por outro que não o faz. Dessa forma o volume de moeda disponível para o processo de multiplicação se reduz, fazendo com que a taxa de crescimento da

oferta monetária e o multiplicador se reduzam. *O multiplicador monetário e a oferta de moeda são inversamente proporcionais à relação papel-moeda/depósitos à vista (c/d);*

- c) mudanças nas taxas de juros de mercado i : um banco desejará ter menor quantidade de reserva excedente, quanto mais alta for a taxa de juros praticada no mercado i , pois para manter essas reservas excedentes existe um custo, o custo de oportunidade, correspondente aos juros que o banco poderia obter caso destinasse esse valor referente às reservas excedentes à concessão de empréstimos aos seus clientes ou a operações com títulos. O aumento da taxa de juros, leva a um aumento no custo de oportunidade de se manter reservas excedentes, e como consequência o quociente de reservas do sistema bancário (ER/D) será reduzido. Esse quociente é inversamente proporcional à taxa de juros de mercado i .

3 TAXA DE JUROS

A taxa de juros de curto prazo, ou taxa básica da economia, é o confronto entre a oferta de reservas, definida pelas atuações do Banco Central nas operações compromissadas e operações definitivas e o saldo do fluxo de entrada e saída de dinheiro para o sistema bancário, com a *demandada por reservas* dessas instituições definida pelas suas necessidades de atender às exigibilidades compulsórias e seus compromissos com o setor não monetário da economia (CARDIM DE CARVALHO, p.160)

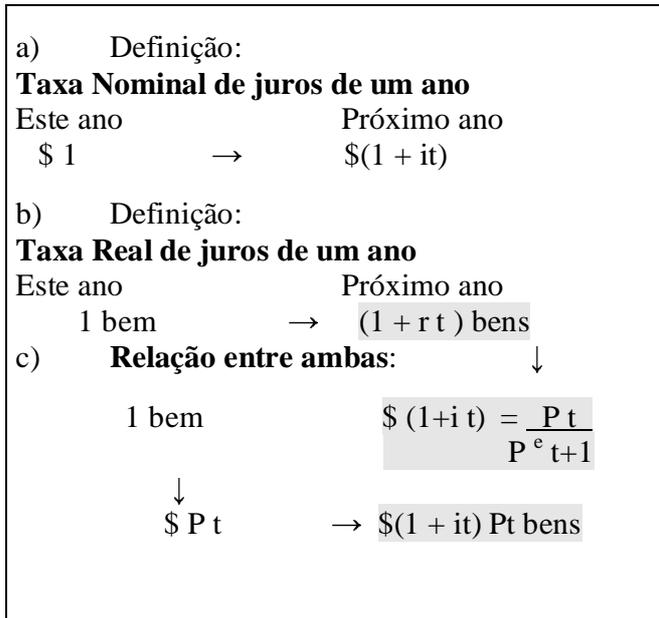
3.1 Conceitos - Taxas de Juros Nominais e Taxas de Juros Reais

Blanchard denomina de forma ampla, taxa de juros, sendo expressa em termos de unidades de moeda nacional, como taxas *nominais* de juros. Quando se analisa a taxa de juros nominal em dois períodos de tempos distintos: (t1 e t2), é preciso cuidado para não classificar antecipadamente, a taxa no tempo 1 (t1) como sendo melhor em relação à mesma variável no período t2, antes dessa análise é preciso que se considere os efeitos da inflação nos dois períodos, levando em conta também o papel das expectativas nas decisões dos agentes.

Desta forma, aplicando o conceito acima para a economia brasileira, pode-se dizer que as taxas de juros nominais são expressas como uma determinada quantia de reais (R\$) que deverá ser paga no futuro em troca da posse de um real adicional hoje. Assim se a taxa de juros de um ano é de 10%, então para cada real (R\$ 1,00) que o governo toma emprestado com a emissão de títulos da dívida, ele se compromete a pagar um real e dez centavos (R\$ 1,10) no prazo de um ano. Quando se utilizam as taxas de juros expressas em termos de cesta de bens, que o autor denomina como sendo as *taxas reais de juros*. Assim, quando se toma um empréstimo, o que se deve levar em conta é a quantidade de bens que teremos de abrir mão no futuro em troca de um bem adicional hoje.

Mishkin (2000) denomina a taxa de juros real (ir) como um indicador mais preciso das reais condições do mercado de crédito, se comparada à taxa de juros nominal (i), àquela reflete o verdadeiro custo do empréstimo, pois é ajustada para mudanças esperadas no nível de preços .

Assim pode-se dizer que existem maiores incentivos para os pedidos de empréstimos quando a taxa real de juros é baixa e opostamente menos incentivo para a concessão desses empréstimos.



Fonte: Blanchard, 2001 p. 293

Figura 1: Taxas de Juros Nominais e Reais

Será utilizada a título de exemplo, uma economia hipotética que tenha apenas um bem: café, e o seu preço por quilo é de R\$ 1,00 (Pt). Assim para adquirir um quilo a mais de café hoje, toma-se emprestado esse valor (Pt), se comprometendo a pagar daqui a um ano R\$ (1 + * it), considerando it como a taxa nominal de juros. Logo, utilizando os conceitos de Blanchard, no exemplo, quando se toma um empréstimo deve-se preocupar não com os valores expressos em reais, e sim com a conversão de reais em cesta de bens (no caso em quilos de café) para o próximo ano. Na Figura 1, representa-se como $P^e t + 1$ o preço do café esperado para o próximo ano, considerando a notação “e” como uma expectativa em relação ao preço do bem para o próximo ano. Representamos como $(1+i t) P t / P^e t+1$ o quanto se espera pagar no próximo ano em termos de café. Considerando uma economia com apenas um bem, o café, a inflação esperada π^e é definida como a variação do preço do café em reais entre esse ano e o próximo, dividida pelo preço do café em reais este ano: $\pi^e \equiv (P^e t+1-Pt)/ Pt$

$$(1 + r t) = \frac{1 + it}{1 + \pi t^e}$$

Fonte: Blanchard, 2001, p. 294

Equação 1: Fornece a Definição Exata da Taxa Real de Juros

No entanto quando a taxa nominal e a inflação esperada não são muito elevadas (menos de 20% ao ano), pode-se utilizar uma aproximação mais precisa dessa equação cuja representação está demonstrada na Equação 2 expressando que a taxa real de juros r_t é aproximadamente igual à taxa nominal de juros descontada a inflação.

$$r_t \approx i_t - \pi_t^e$$

Fonte: Blanchard, 2001, p. 294

Equação 2: Equação de Fischer ¹⁰

Uma implicação dessa equação decorre da hipótese de Fischer, que diz que as variações da taxa nominal de juros refletem integralmente as variações da taxa de inflação esperada. Embora a taxa nominal de juros se eleve com a elevação das expectativas de inflação, estimativas empíricas que não sugerem uma relação de um para um. Existem duas explicações básicas para isso: a primeira refere-se ao fato de a taxa nominal de juros na equação de Fischer não incluir impostos e a segunda refere-se à dificuldade em se quantificar precisamente as expectativas de inflação. (HILLBRECHT, 1999, p.49).

Assim com base na equação de Fisher, pode-se considerar que:

- a) quando a inflação esperada é zero, as taxas de juros nominal e real são iguais;
- b) como normalmente a inflação esperada costuma ser positiva, a taxa real de juros é na maioria das vezes mais baixa que a taxa nominal de juros;
- c) para uma taxa de juros nominal, quanto mais alta for a taxa de inflação esperada, mais baixa será a taxa real de juros.

3.2 As Taxas de Juros e o Papel das Expectativas

Mishkin (2000) ressalta a importância do comportamento das taxas de juros como variável fundamental afetando as decisões econômicas dos agentes econômicos, refletindo assim em maior ou menor alocação de recursos para consumo, poupança e investimentos.

¹⁰ Irving Fisher - economista monetário do século XX – Equação de Fischer expressa em Mishkin $i_r = i - \pi^e$

As taxas de juros são descritas de acordo com Assaf Neto (1999) como representação do preço do crédito, refletindo uma dimensão temporal, expressando o preço de troca de ativos disponíveis em distintos momentos do tempo. São muitas as taxas de juros existentes no mercado, mas em geral, exprimem a remuneração pela alocação de capital.

Considerando ainda que as decisões econômicas dos agentes não dependem exclusivamente dos fatos e conjuntura atuais, deve-se também levar em conta as expectativas em relação ao futuro, principalmente em casos de cenários instáveis. Blanchard (2001) ressalta a importância do papel das expectativas nas flutuações e decisões econômicas.

Inicialmente é importante apresentar o papel das expectativas nos mercados financeiros, já que a escolha entre dois tipos de ativos, compreende um universo maior que a opção moeda e título, mas também títulos de curto e longo prazo, ações, e que, estes guardam relações não só com os lucros correntes e as taxas de juros praticadas no mercado, mas também com os lucros e as taxas de juros esperados no futuro.

Na explicação contida em Blanchard (2001, p. 317), inicialmente a hipótese das expectativas parte do pressuposto de que a escolha entre títulos de diferentes maturidades, é determinada apenas pelos retornos esperados, indicando neste caso a indiferença dos investidores ao risco.

É importante considerar, no entanto, que os títulos de maturidade mais longa apresentam mais riscos aos investidores que os possuem, pois se negociados antes de seu vencimento, as variações em seus preços podem representar grandes perdas ou ganhos, contrariando, a hipótese das expectativas. Os investidores dos mercados de títulos têm como preocupação o risco inerente a cada título, exigindo um prêmio maior como garantia para adquirirem títulos de longa maturidade.

A curva de rendimentos de inclinação ascendente reflete a expectativa dos mercados financeiros que a taxa de juros de curto prazo aumente no futuro, já uma curva de inclinação descendente pode ser lida como a expectativa dos mercados financeiros que as taxas de juros se reduzam no futuro, ou seja, a inclinação da curva traduz o que os mercados financeiros esperam que possa acontecer no futuro com a taxa de juros de curto prazo.

No mercado de ações a hipótese de que os investidores são indiferentes ao risco e exigem retornos esperados igual para todos os ativos, dá lugar à exigência dos investidores em receber um prêmio de risco – uma taxa de retorno esperada – mais alta, que os levem a optar pela troca de

títulos por ações. A volatilidade no Preço das ações é maior, e em sua maioria, imprevisível, o que as torna um ativo considerado de maior risco em relação aos títulos. Além disso, o preço das ações tende a ser influenciado pela expectativa de dividendos futuros, pela expansão ou contração monetária, refletindo em alterações nas taxas de juros e no produto, e ainda nas expectativas do mercado referente à reação do Banco Central frente à possíveis variações do produto.

Considerando a importância das expectativas também nas decisões de consumo, pode-se afirmar que estas não dependem apenas da renda corrente, mas também da renda esperada e da riqueza financeira, com base em algumas Teorias do consumo desenvolvidas. A Teoria do Consumo segundo a renda permanente, de Milton Friedman (1950), enfatiza que a renda que orienta as decisões de consumo dos agentes vai além da renda corrente, sendo determinada assim pela renda considerada permanente (FRIEDMAN, 1950 *apud* BLANCHARD, 2001, p. 338). Já Franco Modigliani, denominou sua teoria como Teoria do Consumo segundo o ciclo da vida, descrevendo assim que o horizonte de planejamento dos consumidores não se limita ao presente, mas sim todo o seu tempo de vida, considerando a renda atual e também a renda esperada durante toda a sua vida.

Quando se analisa as decisões de investimento dos agentes devem ser consideradas além de variáveis como: taxa de juros real, nível de vendas corrente, expectativas de vendas futuras e lucros esperados, é importante acrescentar que os impactos das ações de política monetária dependem das respostas das expectativas dos agentes às ações dessa política, já que estas ações afetam diretamente a taxa de juros corrente, o que poderá levar os agentes a refazerem suas expectativas em relação as taxas de juros futuras, consumo e investimentos.

Através do Quadro 1, presente em Blanchard (2001), demonstra-se a relação de dependência do consumo e do investimento em relação às expectativas sobre o futuro.

Depende de:		O que à sua vez depende de expectativas sobre:
Consumo	<ul style="list-style-type: none"> * Renda corrente do trabalhador * Riqueza humana * Riqueza não humana <ul style="list-style-type: none"> * Ações * Títulos de Dívida 	<ul style="list-style-type: none"> * renda futura do trabalho após os impostos * taxas reais de juros futuras * dividendos reais futuros * taxas reais de juros futuros * taxas nominais de juros futuros
Investimento	<ul style="list-style-type: none"> * Fluxo Corrente de Caixa Atual * Valor atual dos lucros após impostos 	<ul style="list-style-type: none"> * lucros após impostos futuros * taxas reais de juros futuros

Fonte: Blanchard (2001) p. 358

Quadro 1: Gastos e Expectativas: os canais

Conforme pôde se constatar a expectativa desempenha papel importantíssimo, orientando e influenciando nas decisões econômicas, e por isso, vêm sendo objeto de estudo a bastante tempo, porém até 1970, a formação das expectativas dava-se através da expressão utilizada por Keynes em sua Teoria Geral “espírito animal”, onde as alterações das expectativas dos agentes eram vistas como inexplicáveis, assim, as oscilações no investimento não poderiam ser explicadas pelas alterações das variáveis correntes. A outra explicação era baseada através da observação do passado, supondo que os agentes possuíam expectativas adaptativas. Se por exemplo, a renda de um agente houvesse aumentado com rapidez no passado, supunham que esse movimento permaneceria no futuro. Atualmente trabalha-se com a *hipótese das expectativas racionais* desenvolvida por macroeconomistas, dentre os quais destaca-se: Robert Lucas e Thomas Sargent, no início da década de 1970. Através dessa nova percepção das expectativas, os agentes utilizam-se de informações disponíveis no presente, e a partir destas formulam possibilidades para o futuro. Trata-se de um método de formar expectativas com base no exame do futuro, em oposição à utilizada anteriormente que se limitava à simples extrapolação do passado.

3.3 Taxa Selic

A Taxa Selic¹¹, instrumento primário de política monetária do Comitê de Política Monetária- COPOM, é a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia (*overnight*) lastreados por títulos públicos registrados no *SELIC* – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, na forma de operações compromissadas, operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, conjuntamente com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia seguinte.

A Taxa Selic é considerada a taxa básica da economia, já que é utilizada em operações entre bancos, e, por isso tem influência sobre os juros de toda a economia. Em 04 de março de 1999, o Banco Central extinguiu o sistema utilizado de bandas de juros, criado em 1996, passando assim a utilizar-se de uma única taxa para sinalizar os juros de toda a economia: a Taxa Referencial Selic. Pode-se dizer que esta se origina de taxas de juros efetivamente observadas no mercado e refletem as condições instantâneas de liquidez no mercado monetário. Estas taxas de juros não sofrem influência do risco do tomador de recursos financeiros nas operações compromissadas, já que o lastro oferecido é homogêneo.

Considera-se ainda a Taxa Selic como um tipo de balizamento, teto, para os juros pagos pelos bancos nos depósitos a prazo, a partir desta, os bancos estimam os juros que serão cobrados em empréstimos concedidos a empresas e pessoas físicas.

Assim, na captação de recursos com o Banco Central por um banco comercial, o pagamento é feito em títulos públicos, na mesma quantidade do empréstimo recebido (lastro em títulos federais), sendo que o Banco Central cobra uma taxa que é a própria Selic, e ao concederem empréstimos aos seus clientes os bancos comerciais cobram a Taxa Selic adicionada a um spread.

O Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM) fixa periodicamente a *Meta para a Taxa Selic* para fins de política monetária, esta meta é válida durante o período compreendido entre as reuniões ordinárias do Comitê. Quando for definido também seu *viés*, implicará na possibilidade do Presidente do Banco central de alterar a Meta da

¹¹ Selic é a sigla para Sistema Especial de Liquidação e Custódia, criado em 1979 pelo Banco Central e Andima, a fim de tornar mais transparente e segura a negociação de títulos públicos. Trata-se de um sistema eletrônico que permite a atualização diária das posições das instituições financeiras.

Taxa Selic, na direção em que for definido o viés, a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

3.4 Metodologia de Cálculo da Taxa Selic

Utiliza-se a fórmula abaixo descrita para se estimar a taxa média ajustada das mencionadas operações de financiamento:

$$\left[\left(\frac{\sum_{j=1}^n L_j \cdot V_j}{\sum_{j=1}^n V_j} \cdot 252 - 1 \right) \times 100 \right] \% \text{ ao ano}$$

Fonte: Banco Central do Brasil

Equação 3: Metodologia de Cálculo Taxa Selic

Com:

- a) L_j : fator diário correspondente à taxa da j -ésima operação;
- b) V_j : valor financeiro correspondente à taxa da j -ésima operação;
- c) N : número de operações que compõem a amostra.

A amostra é constituída excluindo-se do universo as operações atípicas, consideradas:

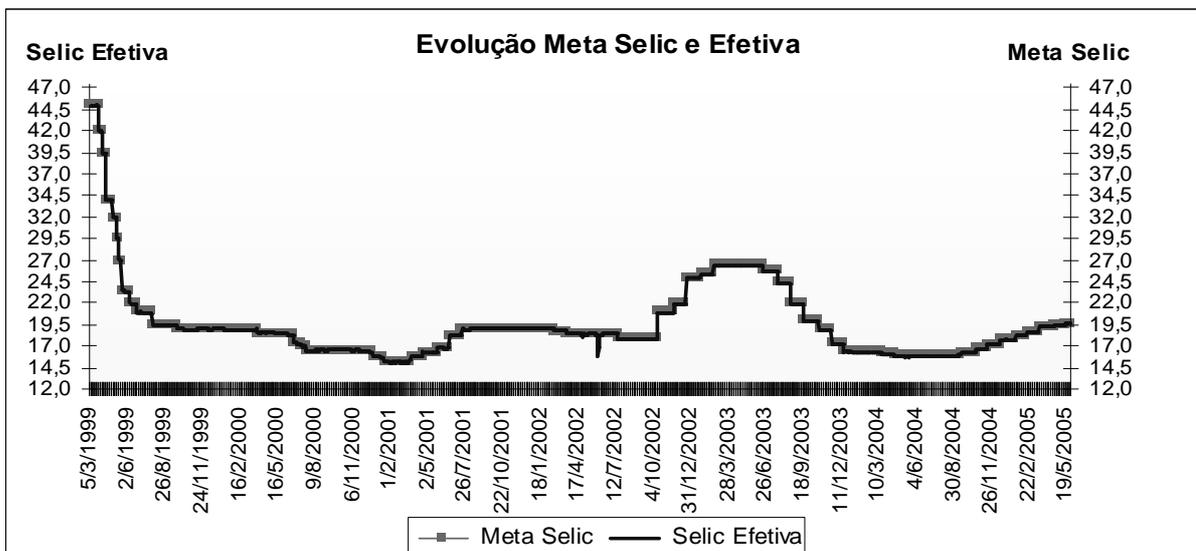
- a) 2,5 % das operações com os maiores fatores diários e 2,5 % das operações com os menores fatores diários, para o caso de distribuição simétrica;
- b) 5% das operações com os maiores fatores diários, para distribuições assimétricas positivas;
- c) 5% das operações com os menores fatores diários, para distribuições assimétricas negativas.

4 EVOLUÇÃO DA META SELIC E DA TAXA SELIC PRATICADA PELO MERCADO

No capítulo 04(quatro) do presente trabalho será demonstrado através de dados empíricos, a evolução da Meta para a Taxa Selic, definida pelo Banco Central do Brasil que servirá como base de comparação nessa pesquisa, em relação à Taxa Selic praticada efetivamente no mercado, que é lastreada em títulos públicos, e, considerada como uma taxa “balizadora” da economia. O período de análise em questão compreende desde o dia 05 de março de 1999, tomado como marco inicial, dado o cenário de mudanças na política cambial e conseqüentemente a alteração na condução da política monetária até o dia 31 de maio de 2005, com a finalidade de demonstrar algumas características presentes na gestão da política monetária da equipe econômica do Governo Lula.

A implementação da nova política cambial, caracterizada pela flutuação da taxa de câmbio, ocorreu em meados de janeiro, assim, considerou-se a partir de março, a oportunidade de alterar a atuação da política monetária substituindo gradativamente o uso da banda de juros (TBC e TBAN) e adotando-se o conceito de meta para a Taxa Selic e a introdução do procedimento de "definição de viés" para a taxa de juros, semelhante ao utilizado pelo *Federal Reserve*. A justificativa para a utilização da Taxa Selic veio do fato da Taxa Selic ser apurada ao final do dia e ser diferente dia a dia, por se tratar de média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais. Assim as taxas TBC e TBAN permaneceram, apenas para os contratos de operações de assistência financeira de liquidez em vigor, e a gestão da política monetária passaria a ser feita, pela definição da meta para Taxa Selic e da utilização do seu viés.

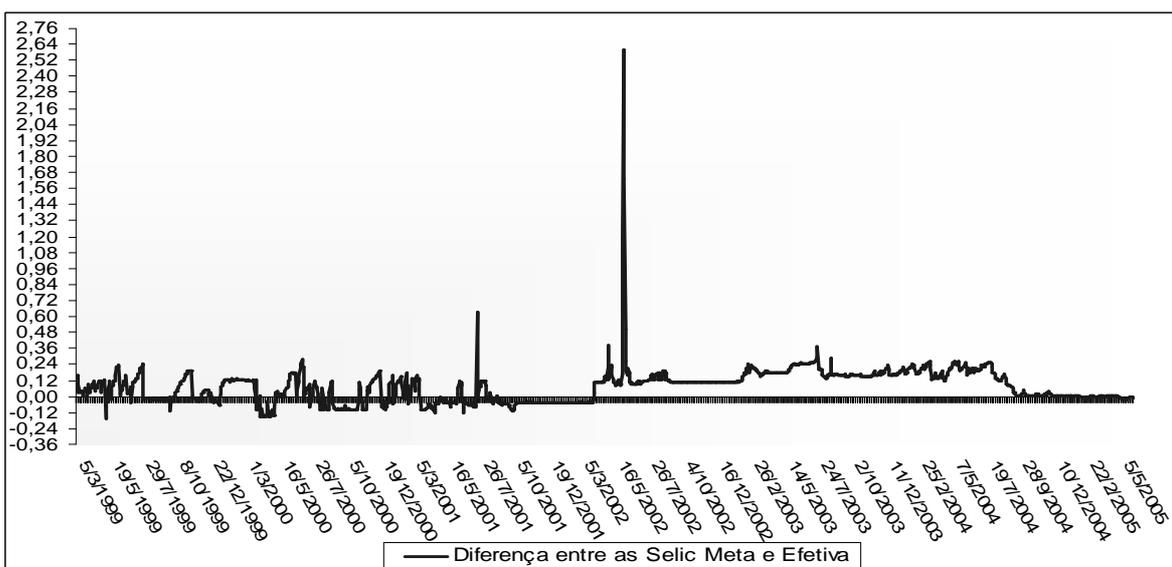
Através do Gráfico 1, que representa a evolução da Meta para a Taxa Selic e da Selic praticada no mercado diariamente, o que se observa é que, as duas variáveis caminham harmonicamente, com exceção do período de junho de 2002, onde a Meta Selic ficou 2,60 pontos percentuais acima da Selic efetiva, assim, nesse gráfico que trata de todo o período da análise, ficaria muito difícil detectar as particularidades inerentes a cada uma das variáveis analisadas. Desta forma a análise que se fará a partir de então, será direcionada aos movimentos mais críticos que apresentam o maior diferencial entre a meta e a Taxa Selic, distribuídos nos gráficos anuais, tentando proporcionar maior entendimento ao leitor.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 1: Evolução da Meta Selic e da Taxa Selic – 05/03/1999 a 31/05/2005

O gráfico 2, nada mais é do que um “raio-x” da diferença entre as duas taxas em análise, demonstra a expressão $(\text{Meta Selic} - \text{Taxa Selic})$, ou seja, está representando quanto à meta Selic ficou acima da taxa praticada no mercado, durante todo o período da análise. O que pode ser observado numa análise inicial é que o maior pico aconteceu, no dia 04 de junho de 2002, esse movimento será detalhado posteriormente numa análise mais criteriosa do período.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 2: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 05/03/1999 a 31/05/2005

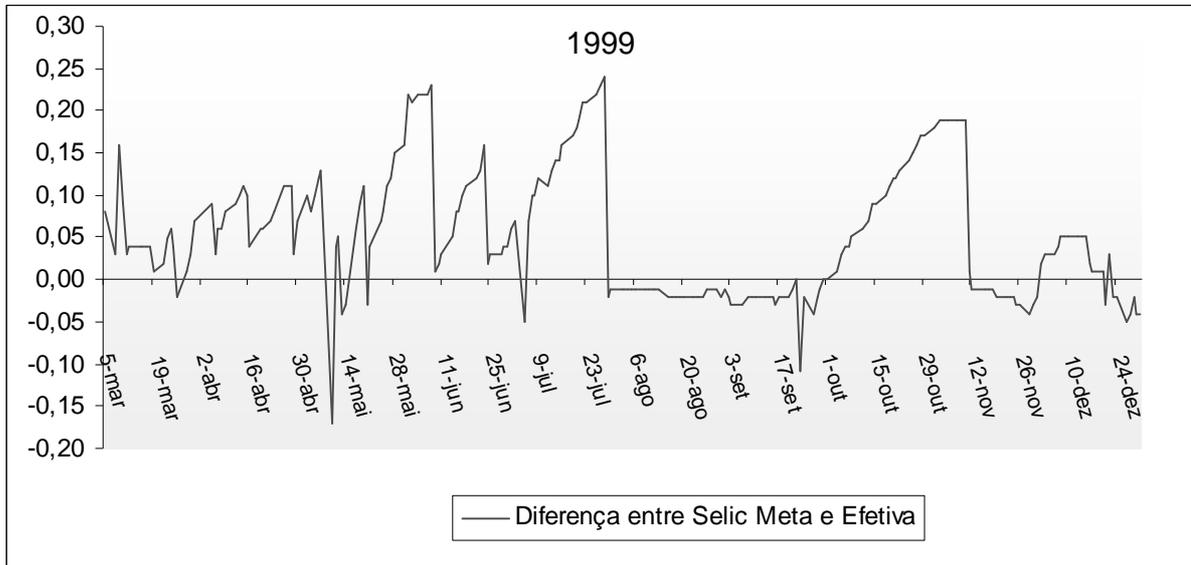
Outro detalhe importante é que do primeiro dia de análise 05 de março de 1999, até o dia 07 de junho de 2001, o diferencial entre as duas taxas nunca ultrapassou o patamar máximo de 0,24 ponto percentual, ficando em alguns períodos como, de 29 de julho até 29 de setembro de 1999 e de 12 de novembro até 01 de dezembro, com a Taxa Selic praticada no mercado em patamares superiores a meta fixada pelo Banco Central. Essa mesma característica pode ser observada também durante boa parte do ano de 2000 (de 27 de março até 08 de maio, durante 13 dias do mês de agosto e de 06 de setembro até 21 de novembro de 2000), e dos 249 dias de análise em 2001, 184 desses apresentaram também a Taxa Selic praticada no mercado, superior à meta Selic estabelecida pelo Banco Central, característica essa, que só irá reverter-se após o dia 28 de março de 2002.

O primeiro deslocamento mais acentuado observado no gráfico, quando a meta Selic ficou 0,63 ponto percentual acima da meta, foi no dia 18 de julho de 2001. Após o grande diferencial já citado, 2,60 p.p., a diferença entre as duas taxas alcança o patamar de 0,37 p.p. no dia 23 de julho de 2003, começando a partir do segundo semestre de 2004 uma trajetória de queda, onde a meta e a Taxa Selic ficam cada vez mais próximas. Uma forte característica observada no ano de 2005, é que, além do diferencial ter reduzido muito na média 0,01 ponto percentual, ele se mantém constante, o que poderá ser visualizado com clareza a partir do gráfico referente ao ano de 2005, que apresenta uma evolução bastante diferenciada em relação a todos os anos anteriores.

Quando se analisa em particular o Gráfico 3, referente a diferença entre as variáveis em análise (Meta - Taxa Selic) no ano de 1999, se consegue observar com maior riqueza de detalhes, os períodos em que ocorreram as maiores diferenças entre as taxas e também quando a meta Selic ficou abaixo da taxa praticada no mercado, nesse caso, as áreas negativas do gráfico correspondente.

Durante o período que vai de 05 de março até o dia 10 de maio, o diferencial entre a meta e a Taxa Selic foi de 0,07 (média dos 43 dias de análise), ou seja, na média a Selic ficou 0,07 ponto percentual acima da Taxa Selic, com exceção apenas do dia 02 de março onde a Taxa Selic foi superior a meta 0,02 ponto percentual. No dia 10 de maio, porém, a meta ficou abaixo da Selic praticada no mercado em 0,17 ponto percentual (o maior diferencial com essa característica de meta abaixo da Selic efetiva, apresentado durante todo o ano de 1999). Pode se justificar esse descolamento em parte devido à utilização pelo Copom do viés de baixa da meta para a Taxa Selic, quando passou de 32% a.a. em 07 de maio para 29,5% a.a. no dia 10 de maio. Essa

tendência ainda foi observada nos dias 13,14 e 20 de maio, com um diferencial bem menor, a meta abaixo da Selic em torno de 0,033 p.p.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 3: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 1999

A primeira meta para a Taxa Selic determinada pelo Banco Central em vigor no dia 05 de março foi fixada no patamar de 45% a.a., alta o suficiente, segundo os membros do Copom, para fazer frente às pressões inflacionárias, que tiveram como causa principal, a desvalorização do real ocorrida desde o dia 13 de janeiro, porém devido aos primeiros resultados favoráveis advindos das mudanças implementadas pela política monetária, a meta Selic apresentou trajetória descendente passando de 45,00% a.a. em 05 de março para 29,5 % a.a. no dia 10 de maio de 1999, queda de 15,5 pontos percentuais no intervalo aproximado de 65 dias. Outro ponto que deve ser observado no gráfico é a trajetória crescente apresentada pelo diferencial entre as taxas (meta > Selic) ocorrido a partir do dia 21 de maio (0,04 p.p) chegando até 0,23 p.p no dia 08 de junho. Nesse período o Banco Central através de suas intervenções diárias (operações por um dia – *overnight*) no mercado aberto tomou recursos buscando equilibrar a liquidez do sistema financeiro.

Deve-se destacar não só a trajetória crescente apresentada no parágrafo anterior, mas também a velocidade da redução do diferencial que passou de 0,23 p.p em 08 de junho para 0,01 no dia 09 de junho, esse movimento pode ser justificado, em parte, pela reincidência do viés de

baixa que reduziu a meta Selic de 23,5% para 22% a.a. no dia 09 de junho. “A utilização do viés para a meta Selic foi um mecanismo largamente utilizado nos primeiros meses após a desvalorização cambial, quando o nível de incertezas era maior, exigindo uma atuação mais flexível por parte da autoridade monetária” (BANCO CENTRAL: Ata do Copom, jul. 1999).

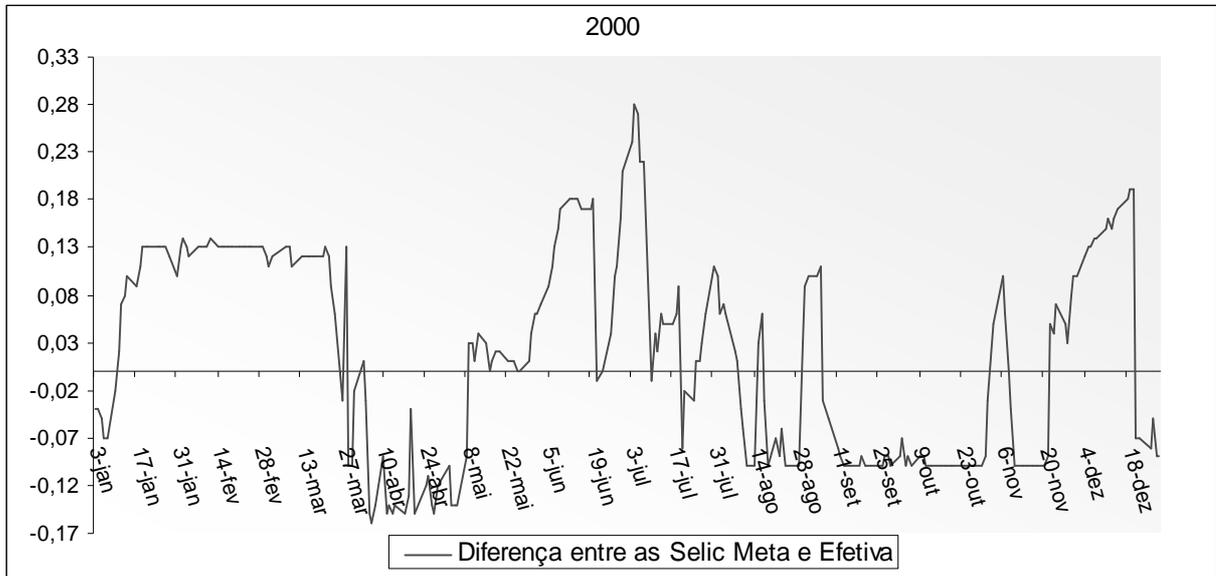
Ainda pode se observar no gráfico 3, a rápida trajetória do diferencial (meta > Selic) que passa de 0,07 no dia 06 de julho (ainda mais significativo é que a meta estava abaixo da Selic 0,05 p.p no dia 05/07) chegando a 0,24 p.p no dia 28 de julho. Nessa data houve reunião do Copom que reduziu a meta Selic de 21% a.a. para 19,5% a.a., essa queda foi maior que a esperada pelo mercado. A partir dessa redução a meta Selic só foi alterada para 19% no final de setembro, e durante todo esse período em que a meta Selic permaneceu inalterada o gráfico confirma a tendência de meta inferior a Selic (representada no gráfico pelo diferencial negativo). Essa tendência está presente de 30 de julho até 29 de setembro, com o maior diferencial apresentado no dia 23 de setembro quando a meta Selic era de 19 %a.a. e a taxa praticada no mercado naquele dia foi de 19,11% a.a. Cabe salientar que no dia anterior a meta Selic foi reduzida de 19,5 para 19 % a.a. No período entre 29 de julho até 01 de setembro, as operações definitivas com títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central apresentaram impacto contracionista de R\$ 0,7 bilhão. A maior cautela observada a partir de julho na redução da taxa de juros pode ser justificada por fatores como: o aumento da inflação em julho, o aumento na procura por *hedge*¹² no mercado cambial, fatores estes, que foram agravados nos meses de agosto e setembro por um acúmulo de vencimentos que aumentaram a demanda por divisas, mantendo a taxa de câmbio pressionada durante o período citado.

Em setembro o Banco Central atuou no mercado aberto junto aos *dealers* credenciados através das operações compromissadas de forma contrária àquela observada até o mês de agosto. O Bacen financiou a carteira de títulos em poder do mercado, em geral por um dia útil, com o intuito de nivelar a liquidez do sistema financeiro. No final do mês de setembro no mercado aberto, em função da liberação de recolhimentos compulsórios sobre os recursos à vista e do resgate líquido de títulos federais em poder do mercado, ocorreu excesso de reservas bancárias sobre as exigibilidades. O último significativo movimento de descolamento da Meta em relação à Taxa Selic foi o ocorrido a partir do dia 01 de outubro de 1999. Essa tendência atingiu seu ápice no dia 10 de novembro quando o diferencial chegou a 0,19 ponto percentual, apresentando uma queda brusca no dia subsequente, passando para 0,01 ponto percentual Essa grande diferença

apresentada entre o dia 10 e 11 de novembro deveu-se em parte à expectativa gerada em torno da reunião do Copom, ocorrida em 10/11 e sua decisão em manter a Taxa Selic inalterada em 19% a.a.. Após essa trajetória declinante do diferencial, a meta Selic manteve-se abaixo da taxa praticada no mercado durante o período correspondente a 12 de novembro até 01 de dezembro de 1999. Essa tendência, caracterizada pela maior oscilação da Taxa Selic, pode ser justificada em parte, pela estratégia do Banco Central em deixar a Selic flutuar mais livremente, reduzindo suas intervenções no mercado aberto, assim, objetivando o gerenciamento da liquidez, atuou apenas sete vezes entre os dias 11 de novembro e 14 de dezembro, sendo que cinco destas atuações foram por meio de operações overnight.

No mês de dezembro de 1999, o Banco Central buscando administrar a liquidez e dando continuidade ao processo de dinamizar o mercado secundário de títulos federais¹², atuou por 10 vezes no mercado monetário, considerando um total de 24 dias úteis, assim após o dia 01 de dezembro, a meta se manteve superior a Taxa Selic até o dia 20 de dezembro, tendência que voltou a se repetir a partir do dia 11 de janeiro e permaneceu até o dia 24 de março de 2000, com diferencial médio significativo na ordem de 0,13 ponto percentual. Em sua gerência da liquidez do sistema financeiro, o Banco Central entre o período de 22 de março até 18 de abril de 2000, atuou no mercado aberto em 13 oportunidades considerando um total de 20 dias úteis. Pode-se verificar através do Gráfico 4, que após um período de três meses com a característica de meta superior a Selic, essa tendência reverteu-se a partir do dia 27 de março, persistindo até o dia 08 de maio, com uma diferença significativa de 0,12 ponto percentual. Tal movimento tem como justificativa, a decisão do Copom em reduzir a Taxa Selic no dia 29 de março de 19% para 18,5% a.a.. Essa decisão surpreendeu os agentes financeiros e contrariou as expectativas, todas apontadas para a manutenção da Selic, dado o cenário de instabilidade provocado pela continuidade da tendência de aumento da demanda agregada, da elevação de 0,5 pontos percentuais na meta para taxa de juros básica nos Estados Unidos (*fed funds*) e da volatilidade presente no preço do petróleo.

¹² A estratégia do Banco Central de dinamizar o mercado secundário de títulos tinha o objetivo de administrar o custo de financiamento desses títulos em situações de desequilíbrio das reservas bancárias.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 4: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2000

O maior diferencial positivo (meta>Selic) apresentado durante o ano de 2000, ocorreu no dia 04 de julho, quando alcançou o patamar de 0,28 p.p (meta Selic:17,50 e Taxa Selic 17,22).

Entre os dias 20 de junho e 18 de julho o impacto monetário das operações definitivas com títulos de emissão do Banco Central e do Tesouro Nacional foi expansionista em R\$ 1,4 bilhão, durante esse período a meta ficou superior a Selic, com exceção dos dias 10 de julho, um dia após a utilização do viés de redução da meta Selic pelo Copom, quando esta foi reduzida em meio ponto percentual, e no dia 20 de julho, um dia após a reunião do Copom que também reduziu a meta Selic passando para 16,5% a.a.

Um período de grande volatilidade observado no gráfico iniciado em 19 de julho até 22 de agosto, nesse período o Banco Central reduziu suas intervenções no mercado secundário, considerando um total de 25 dias úteis, 14 dias apresentaram meta superior à Selic 11 dias apresentaram tendência inversa, sendo que o Bacen interveio por apenas sete vezes, durante o período citado.

O gráfico 4 mostra um grande período onde a meta Selic ficou abaixo da taxa praticada pelo mercado, esse período vai de 06 de setembro até o dia 21 de novembro de 2000, com exceções dos dias 03,06,07 e 08 de setembro. No que se refere à atuação do Banco Central, entre o período de 20 de setembro até 17 de outubro de 2000, as operações definitivas com títulos do Banco Central e do Tesouro Nacional foram contracionistas em R\$ 0,9 bilhão, e buscando

eliminar o excesso de demanda no mercado de reservas bancárias e assim gerenciar a taxa de juros de curtíssimo prazo no mercado secundário, o Bacen atuou por sete vezes, para um total de 19 dias úteis, em todas essas intervenções comprou títulos públicos federais com compromisso de revenda.

A partir do dia 18 de outubro até o dia 21 de novembro as operações definitivas com títulos públicos federais tiveram impacto monetário expansionista de R\$ 5,9 bilhões, que

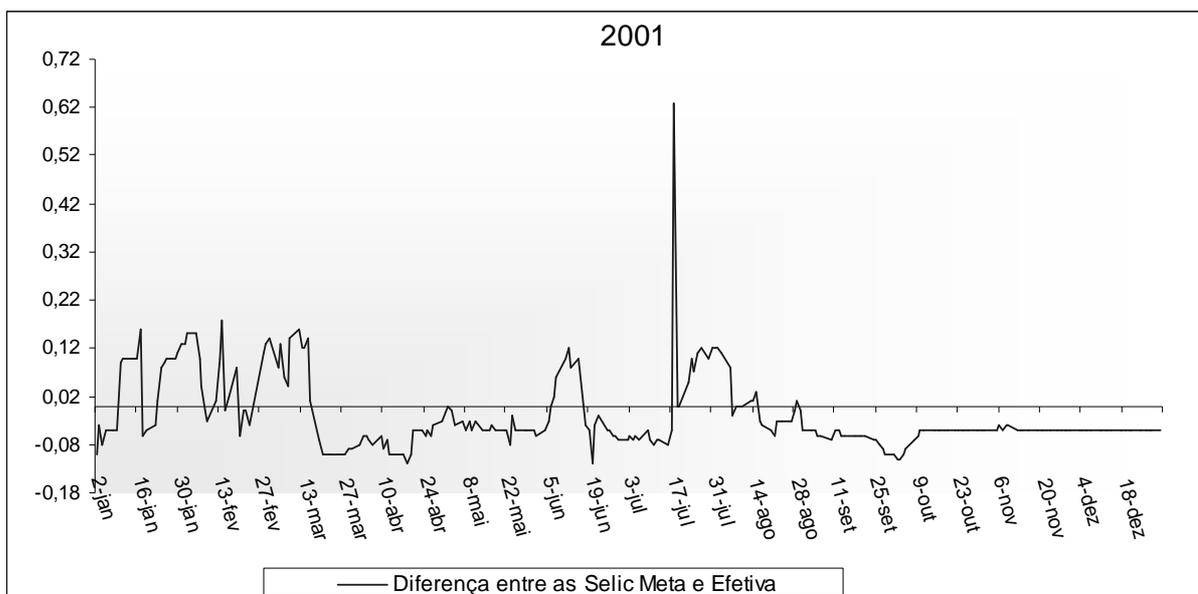
contrariamente ao ocorrido em meses anteriores não foi compensado pelo superávit de caixa do Tesouro Nacional, mas sim, pela redução do volume de compras de títulos nas operações de mercado aberto conduzidas pelo Banco Central, essas intervenções ocorreram apenas 4 vezes, num total de 23 dias úteis .(BANCO CENTRAL DO BRASIL, ata da 53ª reunião, realizada em 20 de novembro de 2000).

Após esse longo período a meta Selic voltou a estar acima da Selic praticada no mercado de 22 de novembro até o dia 20 de dezembro, tendência que se reverte no dia 21 de dezembro, um dia após a reunião do Copom que reduz a meta Selic em 0,75 ponto percentual, e se mantém até 09 de janeiro de 2001.

Observando o Gráfico 5, que mostra o comportamento do diferencial entre a meta Selic e a taxa efetiva constata-se que, do início do ano de 2001 até o dia 16 de março, o comportamento do diferencial mostrou-se bastante volátil, alternando períodos de aproximadamente 15 dias com a meta acima da Selic sucedidos por períodos mais curtos (03 a 04 dias) onde a meta Selic encontrava-se abaixo da taxa praticada no mercado. Nesse período a economia doméstica estava aquecida, com os indicadores de atividade econômica mostrando forte expansão. Tal característica de expansão se reverte no período subsequente, quando se observa a desaceleração no ritmo do crescimento também no cenário internacional e aumento de incertezas quanto ao desempenho da economia Argentina, o que levou ao aumento da volatilidade dos mercados financeiros dos países emergentes.

Nesse período da análise que vai de 19 de março até 05 de junho de 2001 o diferencial meta-Selic apresentou-se negativo, ou seja, a meta para a Taxa Selic ficou abaixo da Selic praticada no mercado, com exceção apenas do dia 02 de junho quando as duas taxas estiveram no mesmo patamar. Outra característica observada em março de 2001, foi à redução do volume médio diário das operações definitivas (R\$ 5,9 bilhões contra R\$ 7,8 bilhões no mês de fevereiro), a queda foi registrada em todos os grupos de títulos e deveu-se ao menor volume de

ofertas públicas e à deterioração das expectativas como um todo. O giro diário dos títulos prefixados, em particular, recuou quase 41% passando de R\$ 3,9 bilhões em fevereiro para R\$ 2,3 bilhões em março.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 5: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2001

Num ambiente de turbulências tanto no cenário externo (crise na Argentina, desaceleração da economia mundial) quanto no cenário interno (inflação acima das previsões no primeiro trimestre, pressão sobre a taxa de câmbio dada à depreciação cambial) o Copom resolve em abril, aumentar a meta para a Taxa Selic em 0,50 ponto percentual, ficando num patamar de 16,25 % a.a. A meta para a Taxa Selic muda sua tendência por um curto período e fica acima da Selic do dia 06 até 15 de junho, voltando à característica dominante de estar abaixo da taxa efetiva até o dia 17 de julho. A partir do mês de junho, os sinais de desaceleração observados a partir do fim de março foram intensificados pela crise energética.

A reunião do Copom de julho de 2001, que aumentou a meta Selic em 0,75 ponto percentual serviu de ponto de reversão do diferencial (Meta – Selic). O dia posterior à reunião, 18 de julho, apresentou o maior diferencial entre as taxas, 0,63 p.p, observado durante todo o ano em análise. Nessa data, a meta Selic foi de 19,00% a.a e a taxa efetiva foi de 18,37, mantendo essa tendência de meta superior à Selic até o dia 15 de agosto, com exceção apenas do dia 02 de agosto. Como fatos econômicos a se considerar nesse período cita-se o acordo do Brasil com o

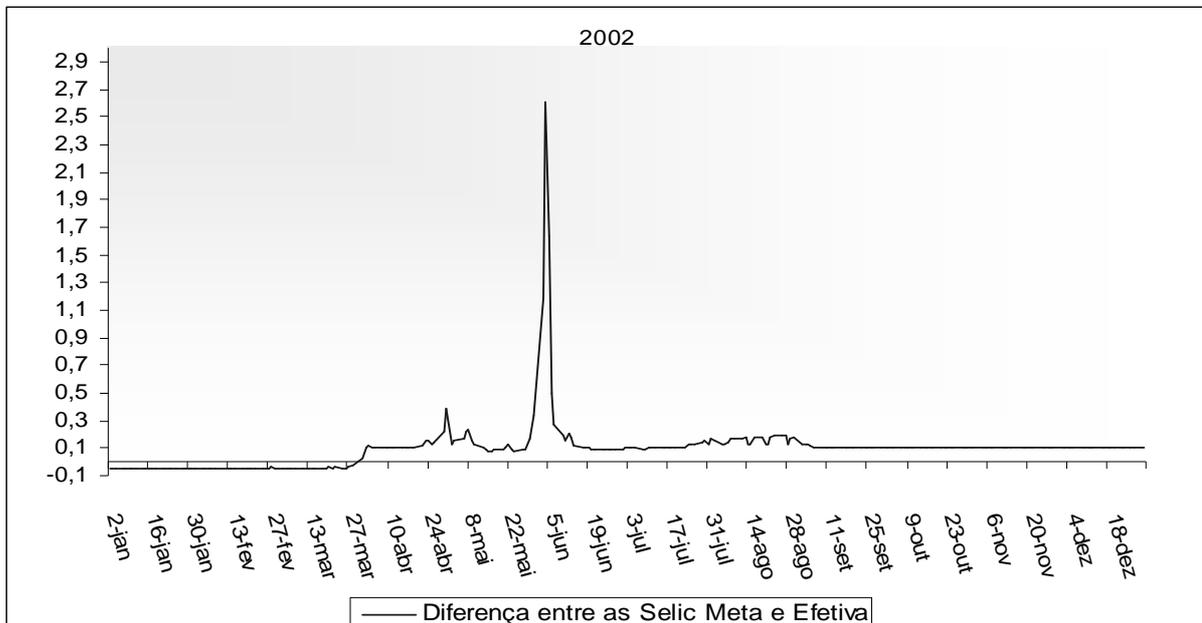
Fundo Monetário Internacional - FMI que envolveu recursos na ordem de US\$ 15 bilhões e a continuidade na tendência de desaceleração da atividade econômica, fatos estes, responsáveis, em parte, pelo deslocamento para baixo da curva de juros. Diante desse cenário de melhora das expectativas o Tesouro Nacional, voltou a ofertar LTN, nas três ofertas do título prefixado, o total liquidado alcançou a ordem de R\$ 3,2 bilhões.

O Gráfico 5, mostrou uma característica observada a partir do dia 16 de agosto de 2001, quando a meta para a Taxa Selic se apresentou inferior à taxa praticada no mercado, e manteve essa característica de forma contínua e persistente até o dia 31 de dezembro de 2001 essa tendência ainda se manteve dominante até o dia 28 de março de 2002. Esse período (16/08 a 31/12/2001) foi marcado por um aumento do grau de incerteza no ambiente econômico, onde os ataques de 11 de setembro atribuídos aos Estados Unidos e as ações posteriores relacionadas a esses fatos somaram-se as expectativas quanto às eleições parlamentares na Argentina. Somente no dia 02 de outubro os Tesouros Nacionais retomaram as ofertas de LTN, interrompidos em razão dos efeitos dos atentados nos EUA sobre os mercados. Buscando reduzir a escassez de liquidez do sistema o Banco Central realizou dois go-around de compra definitiva de LFT, no primeiro evento, (02/10) nenhuma proposta foi aceita, no segundo evento, ocorrido em 05 de outubro houve a compra de R\$ 4,3 bilhões, ao deságio médio de 0,06 %.

Na segunda quinzena de outubro, mesmo com a meta inferior à Selic, o diferencial negativo entre as duas taxas tornou-se menos volátil mantendo-se praticamente na casa dos 0,05 ponto percentual, até 01 de abril de 2002. No mês de novembro de 2001, previsões mais otimistas acerca do balanço de pagamentos, com a valorização do câmbio e superávit fiscal expressivo, levaram a uma percepção mais favorável em relação aos fundamentos da economia brasileira, conduzindo a um descolamento entre os riscos soberanos do Brasil e da Argentina. Essa mudança das expectativas contribuiu para a valorização do real e redução do risco Brasil, porém esse cenário não foi suficiente para reverter à trajetória não favorável das expectativas de inflação.

Em suma, a melhora de vários indicadores da economia brasileira não foi acompanhada pela melhora na perspectiva de inflação, apesar dos impactos favoráveis da apreciação do câmbio e da queda do preço internacional do petróleo. Considerado, a incerteza associada ao cenário existente, a meta para a Taxa Selic foi mantida no patamar de 19% a.a., desde o dia 18 de julho de 2001 até o dia 19 de fevereiro de 2002, período este, onde a autoridade monetária permitiu que

a meta para a Taxa Selic se mantivesse abaixo da Taxa Selic efetiva, praticada diariamente, de forma predominante.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 6: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2002

No dia 19 de fevereiro de 2002, o Tesouro retomou as ofertas de LFT, o que não acontecia desde outubro de 2001, no entanto, considerando um lote de 1 milhão de títulos, a reduzida demanda, ocasionou a venda de apenas 538 mil títulos. Em março o prazo médio das emissões de NBCE aumentou de 14 para 27 meses, esses leilões também apresentaram redução nos prêmios exigidos em relação à curva de CDI, além disso, o Tesouro também conseguiu alongar o prazo das colocações de títulos prefixados, refletindo assim a melhora do cenário interno, que limitou o contágio da crise Argentina sobre o Brasil, além da ocorrência da sétima queda consecutiva do déficit em conta corrente e da apreciação do real, fatores essenciais para tornar mais sólidos os fundamentos da economia brasileira, tudo isso aliado à recuperação da economia norte americana, a bem sucedida venda de ações da Vale do Rio Doce no mercado externo e a decisão de pré-pagar o empréstimo na linha de *Supplemental Reserve Facility* (SRF) contraído junto ao FMI no valor de R\$ 4,2 bilhões.

A partir do dia 01 de abril até o dia 31 de dezembro de 2002, a meta para a Taxa Selic manteve-se *sempre* acima da taxa praticada no mercado, além de apresentar uma volatilidade bem menor em relação aos anos anteriores da análise, com o diferencial médio entre as duas taxas

na casa dos 0,10 ponto percentual O destaque desse ano é a grande diferença entre as duas taxas observadas em junho de 2002, sendo detalhado em seguida por ser o maior diferencial observado durante todo o período (março 1999 até maio 2005).

Em 19 de abril, segundo divulgado em Ata de Reunião do Copom, “objetivando garantir a liquidez no início do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e desconcentrar o retorno das operações, o Banco Central realizou oito *go-arounds*, doando e tomando recursos com prazo de dois a cinco dias úteis” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, Ata do COPOM, 2005). Devido à redução do número de negócios no mercado de reservas bancárias após o início do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro, o BACEN alterou sua forma de intervenção no mercado monetário, passou a realizar *go-around* de *spread* pré-definido pela manhã e operações de nivelamento de liquidez ao final do dia.

Como já citado em parágrafos anteriores, o maior diferencial observado durante toda a análise ocorreu no dia 04 de junho de 2002, onde a meta Selic foi superior à taxa efetiva em 2,60 pontos percentuais. No início do mês de junho o Brasil apresentou grande dificuldade na rolagem das dívidas interna e externa, tal fato não ocorria desde 1989, o governo tentou realizar entre 04 e 06 de junho de 2002 três leilões, o primeiro deles fracassou. A dificuldade se refletia tanto nas operações de venda de títulos pelo Bacen, em que conseguir vender títulos aceitando uma taxa de juros nominal de 6,79% para contratos de swap cambial com vencimento para janeiro de 2003, como pelas operações realizadas pelo Tesouro, que negociou apenas a metade das LTN's que pretendia, mesmo com uma taxa média de juros de 19,45%, acima portanto, dos 19,07 % praticados no mercado futuro.

O cenário durante esse período foi marcado por um pessimismo crescente, com a taxa de risco Brasil e dólar em trajetória ascendente, agravado pelo rebaixamento por parte da Moody's¹³ onde o país passou de uma perspectiva positiva para estável, refletindo a gravidade da crise no mercado financeiro. O mercado estabeleceu que se tratava de uma crise de confiança na capacidade do país em honrar seus compromissos, resultado também da apreensão do mercado em relação às eleições presidenciais e a possibilidade de vitória nas urnas de um candidato de oposição. A crise foi classificada como “mais que uma crise de Letras Financeiras do Tesouro” que impõe perdas aos investidores, o maior temor do mercado era que os investidores estrangeiros perdessem a confiança na solvência fiscal do país.

¹³ Moody's – Agência de classificação de risco.

A trajetória do câmbio, na primeira quinzena de junho, e do risco país continuavam preocupantes, além disso, a JP Morgan também rebaixou a recomendação de compra de ações no Brasil, deixando o mercado ainda mais apreensivo, num período de adaptação, já que os mercados de fundos passavam por um processo de ajuste de suas posições devido à norma de marcação a mercado, imposta pelo Banco Central, quando os fundos foram obrigados a escriturar suas carteiras pelo valor de mercado e não mais de face dos títulos, como ocorria anteriormente.

Então se destaca a hipótese que a grande diferença observada entre a meta Selic e a taxa praticada no mercado nesse período (03 a 05 de junho de 2002) foi influenciada por todo esse ambiente de incertezas no mercado financeiro onde tem grande significância: a corrida eleitoral e a possibilidade de eleger-se um candidato de esquerda, a falta de liquidez internacional, a insegurança do mercado frente à descoberta de grandes fraudes em empresas americanas, a crise Argentina, e, como componente de maior relevância nessa volatilidade presente no mercado financeiro cita-se a antecipação das regras de marcação a mercado (inicialmente deveria ocorrer somente em setembro e foi antecipada para final de maio de 2002), quando aos investidores foi imposta a mudança de regra pelo Bacen.

A marcação a mercado representou a deflação dos preços dos ativos representativos dos títulos da dívida pública, a obrigatoriedade de marcar a mercado, ativos que, na época estavam depreciados, como os títulos de prazos mais longos. Esses papéis estavam em deságio em razão, essencialmente, das incertezas inerentes ao processo eleitoral.

De acordo com a ANBID¹⁴, os fundos de investimentos registraram no período inicial da marcação a mercado, saldo negativo, quando R\$ 63.825 bilhões em recursos deixaram o setor. Mesmo àqueles fundos que já marcavam a mercado apresentaram no período perdas, devido à queda dos preços dos títulos. Na opinião de Fernando Nogueira da Costa, em seu artigo publicado pela revista FENAE de setembro de 2002, a imposição da tecnocracia do Banco Central, que, transformou com a regra de marcação a mercado, fundos de renda fixa em renda variável, sujeitos à volatilidade diária da especulação do mercado financeiro, foi desastrosa, resultando em grandes perdas aos fundos. Para Sérgio Damiani, responsável pela área de alocação de recursos da Global Invest, “a marcação a mercado trouxe maior transparência à indústria de fundos, representando maior proteção aos investidores últimos a sacar seus recursos em um fundo”.

¹⁴ ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos

Passado a primeira quinzena de junho, período mais turbulento posterior à implantação da marcação a mercado, o sistema financeiro volta à sua normalidade. O grande pico apresentado entre o diferencial Selic ocorrido entre os dias 03,04 e 05 de junho, respectivamente, 1,19, 2,60 e 1,63 cedeu espaço já a partir de 06 de junho a um diferencial bem mais ameno, em patamares médios até o final do ano na ordem de 0,10 p.p., não ultrapassando à casa dos 0,19 ponto percentual. Argumento que ratifica a volta da normalidade após a marcação a mercado, são os números apresentados pelo setor: o maior volume atraído pelo setor em cinco anos fora justamente os R\$ 61,519 bilhões captados ao final de 2003, um ano após o episódio da marcação.

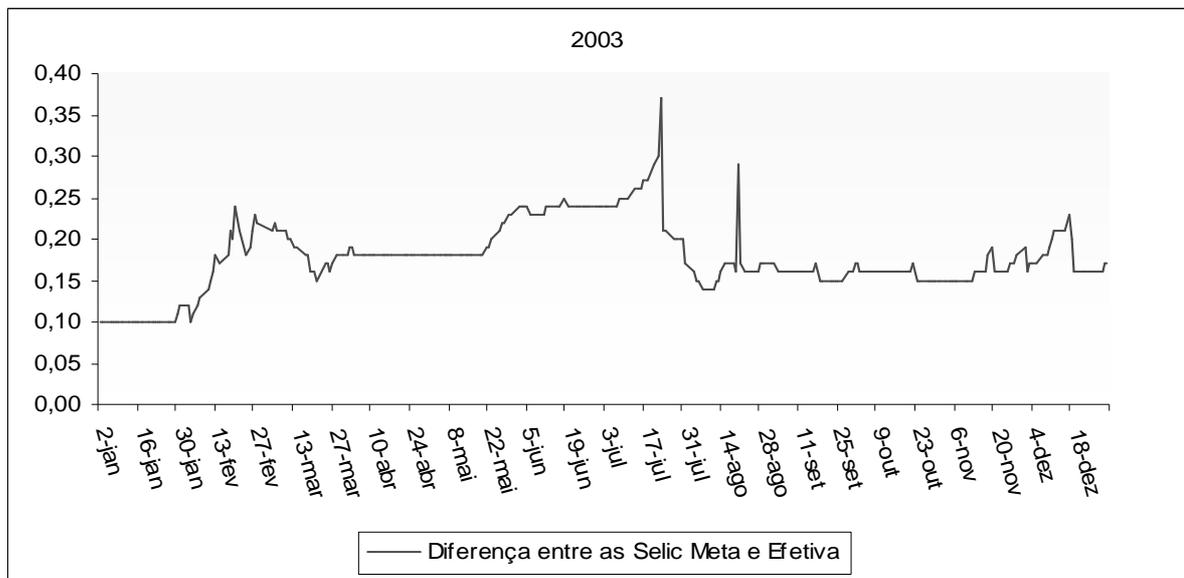
Buscando comprovar a hipótese de que o diferencial Selic é influenciado pelo ambiente econômico e político de forma geral, tanto no âmbito interno quanto no externo, foram testadas na presente pesquisa as correlações entre o diferencial Selic e as operações de mercado aberto, mas especificamente as OPV, Ofertas Públicas de Venda de Títulos Públicos. Para o teste utilizou-se do Software Statistica 6.0, e, considerando um nível de significância de 0,5%, buscou-se demonstrar que as correlações entre o diferencial Selic e a relação entre os títulos aceitos/títulos ofertados são insignificantes, ou seja, o diferencial Selic é fortemente influenciado por um conjunto de fatores, e não condicionado ao comportamento de uma única variável, com exceção no ano de 2002, demonstrado abaixo. Nas correlações realizadas testou-se a dependência entre a variável diferencial Selic com as variáveis relacionadas às ofertas públicas de venda OPV: quantidade aceita de títulos, relação demanda/oferta e a relação quantidade aceita/ quantidade ofertada, para todo o período de análise, 1999 a maio de 2005

Correlations (correlacao_2002)								
Marked correlations are significant at p < ,05000								
N=181 (Casewise deletion of missing data)								
Variable	Data	TPO	Título	QtdeOf	QtdeAc	DifSelic	D/O	A/O
Data	1,00	0,48	0,57	0,43	0,02	0,54	0,02	-0,53
TPO	0,48	1,00	0,28	0,12	-0,25	0,14	0,15	-0,39
Título	0,57	0,28	1,00	0,23	-0,22	0,34	0,20	-0,50
QtdeOf	0,43	0,12	0,23	1,00	0,46	0,22	-0,12	-0,37
QtdeAc	0,02	-0,25	-0,22	0,46	1,00	-0,01	-0,15	0,41
DifSelic	0,54	0,14	0,34	0,22	-0,01	1,00	-0,01	-0,29
D/O	0,02	0,15	0,20	-0,12	-0,15	-0,01	1,00	-0,26
A/O	-0,53	-0,39	-0,50	-0,37	0,41	-0,29	-0,26	1,00

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Figura 2: Correlação entre Diferencial Selic e Títulos Públicos para o Ano de 2002

O resultado da correlação entre o diferencial Selic e a relação quantidade aceita/quantidade ofertada de títulos mostra uma correlação negativa de 0,29, o que representa que quanto maior for o diferencial Selic positivo, menor será a quantidade de títulos aceitos, e, conseqüentemente, menor a proporção entre a quantidade de títulos aceitos sobre a quantidade de títulos ofertados.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 7: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2003

O comportamento do diferencial meta Selic em relação à Taxa Selic durante o ano de 2003 apresentou um comportamento diferente aos observados nos anos anteriores da análise (1999 a 2002), com a meta Selic durante todo ano superior à taxa praticada no mercado, representado no gráfico pelo diferencial positivo significativo sempre acima dos 0,10 p.p. Pode se observar, de acordo com as características do gráfico 6 (2002) que, após a apresentação dos planos de transição dos candidatos às eleições presidenciais, mais especificamente, após a confirmação de Lula, que se eleito, manteria os acordos e honraria os compromissos já assumidos pelo Governo, mantendo assim uma conduta conservadora, os mercados se acalmaram e, a partir daí, o diferencial da Selic observado nesse período se tornou bem menos volátil, na média de 0,10 ponto percentual, característica mantida até janeiro de 2003.

Cabe aqui também estabelecer uma relação entre a liquidez bancária e o diferencial entre a meta e a Taxa Selic. O quadro de excesso de liquidez gerado a partir do segundo trimestre de

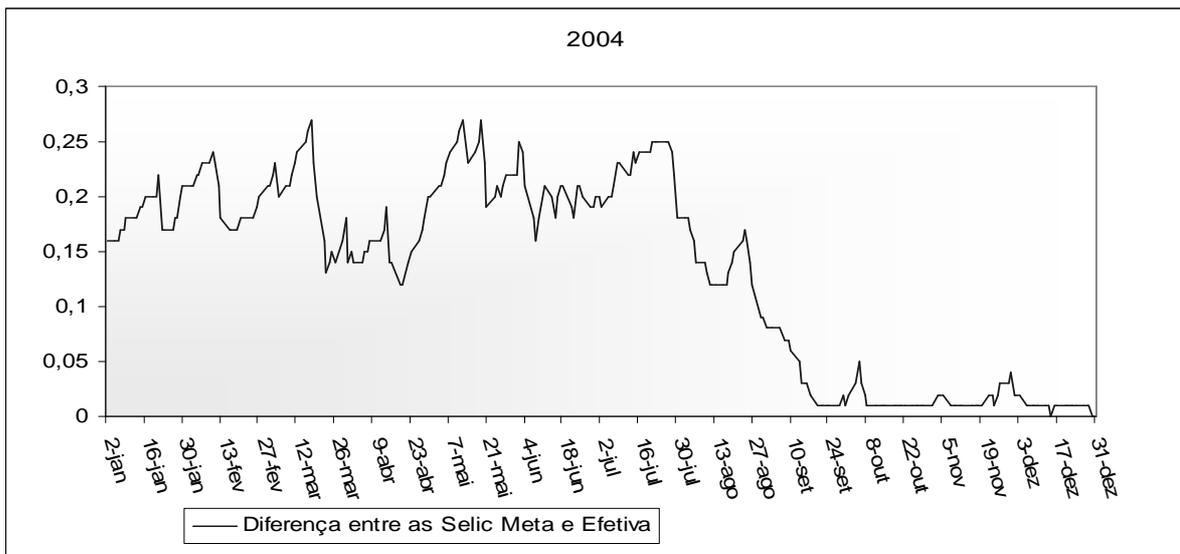
2002, com resultado mais expressivo em junho e julho de 2002, resultou da dificuldade na rolagem dos títulos públicos federais, bem como pela rolagem da dívida cambial por meio de instrumentos derivativos (swaps) “solteiros”, sem contrapartida da colocação de títulos públicos. Nesse período o Tesouro injetou na economia através dos resgates de seus títulos sem que a contratação de swaps pelo Banco Central absorvesse a liquidez ampliada. O excesso de liquidez bancária que, aliado às alterações na regra de marcação a mercado e a crise de confiança ocorrida em razão da sucessão presidencial, fizeram com que o diferencial (Meta – Selic) apresentasse seu maior patamar (2,60 p.p) em junho de 2002. Com a restauração da confiança e passado a fase de adaptação em relação às novas regras de marcação a mercado, o excesso de liquidez que atinge seu pico em fevereiro de 2002 apresenta retração até junho de 2003, contribuindo também para essa redução da liquidez, o aumento do depósito compulsório de 45,00 para 60,00 % sobre os depósitos à vista e a apreciação cambial.

No período inicial da condução da política monetária pela equipe do então eleito Presidente Lula o diferencial entre a Selic Meta e a Efetiva, tornou-se mais significativo, estando em patamares médios de 0,20 p.p até o mês de maio, alcançando 0,37 ponto percentual no dia 23 de julho de 2003. Em janeiro de 2003 observou-se um aumento da demanda por títulos prefixados, demonstrando a melhora da confiança dos agentes na equipe econômica, além disso, a partir do dia 24 o Banco Central alterou sua estratégia de atuação no mercado aberto, objetivando tornar suas ações menos previsíveis. Assim aumentou o prazo das operações compromissadas e desestimulou as operações com prazos de 01(um) dia. Esse alongamento dos prazos pode ser observado através das intervenções rotineiras do Bacen que passaram de um para cinco dias e também pelas operações compromissadas, agora com prazo médio de 01(um) mês (anteriormente o prazo médio variava de 15 a 20 dias).

No mês de fevereiro, ainda combatendo os efeitos do cenário de crise ocorrido em 2002 e do comportamento de alta da inflação observado, o Copom elevou a Taxa Selic e aumentou a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista de 45% para 60%, ratificando sua posição conservadora de condução da política monetária, diversificando os instrumentos de política monetária com o objetivo de evitar a propagação dos efeitos de alta da inflação e aumentar a velocidade de queda da inflação nos meses seguintes.

Nos meses de junho e julho as expectativas de inflação futura apresentaram tendência de queda e os índices de preços convergiram em direção à meta, justificando assim a posição de

flexibilizar a política monetária reduzindo a meta para a Taxa Selic, sem comprometer o controle da inflação. Esse processo de flexibilização possibilitou que a meta para a Taxa Selic passasse de 26,50% a.a. em fevereiro para 17,50 % a.a em novembro e dezembro de 2003, e foi respaldado pelos resultados favoráveis, e, pelo cenário positivo que apresentava redução significativa do risco país, tendência declinante da curva de juros, movimento de queda da inflação que convergia para as metas estabelecidas, excelentes resultados das contas externas e ambiente externo apontando a retomada da economia americana e boas perspectivas para a economia japonesa. O dia 23 de julho de 2003 apresentou o maior diferencial entre a meta e a Taxa Selic, 0,37 p.p, a partir do dia seguinte (24/07) o diferencial caiu até o dia 08 de agosto chegando ao patamar de 0,14 ponto percentual Nos demais meses de 2003, o diferencial apresentado permaneceu relativamente estável, variando entre 0,15 e 0,20 ponto percentual



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 8: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2004

Quando se analisa o movimento do diferencial entre a meta Selic em relação a Selic efetiva durante o ano de 2004 pode se constatar a tendência presente durante todo o ano em questão, onde novamente a meta foi superior a Selic efetiva. Pode-se ir um pouco mais além, essa tendência foi observada após a equipe econômica do Governo Lula assumir a condução da política monetária e permaneceu até início de fevereiro de 2005, também com um diferencial reduzido 0,01 ponto percentual No início do ano de 2004 a trajetória da inflação convergindo

para as metas prosseguiu sem interrupções, favorecida pelos bons resultados das contas externas e pela decisão do Copom em manter a meta Selic inalterada durante alguns meses, fazendo frente assim, as expectativas de aumento da taxa de juros nos Estados Unidos e ao aumento no preço do petróleo.

Essa instabilidade foi considerada como de curto prazo e seus efeitos refletiram-se no preço em relação ao dólar de diversas moedas nacionais e nos prêmios de risco dos países emergentes, no período a taxa de câmbio passou de R\$ 2,89 para R\$ 3,10 e o risco Brasil medido pelo Embi⁺¹⁵ do JP Morgan aumentou de 543 para 728 p.b. Outra característica bem significativa a se analisar no gráfico 8, referente ao ano de 2004, é a redução bastante expressiva no diferencial que durante o primeiro semestre foi de 0,20 p.p e a partir de agosto entra num processo de retração ficando num patamar médio de 0,10 p.p reduzindo ainda mais em setembro mantendo até dezembro um diferencial pouco expressivo de 0,01 ponto percentual Característica em grande parte explicada pela maior frequência das intervenções do Bacen em seu controle da liquidez, que a partir do dia 28 de julho permitiu reduzir o diferencial entre a meta e a Taxa Selic, de 0,25 p.p em 27 de julho para 0,13 p.p em 13 de agosto de 2004.

Entre 14 de setembro até o dia 20 de outubro de 2004, o Bacen manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas com prazo de duas semanas, e, prefixadas, com prazo de três meses, além disso, atuou por quinze oportunidades como tomador de recursos por meio das operações compromissadas, 14 delas com prazo de um dia e uma com prazo de três dias úteis. Essa continuidade na estratégia de intervenções mais frequentes no *overnight* permitiu nova redução do diferencial (meta-Selic) que passou de 0,13 p.p em 18 de agosto para 0,03 ponto percentual em 15 de novembro. Em outubro, o Bacen ampliou o prazo das suas operações compromissadas, de duas para quatro semanas, no mês seguinte, em suas intervenções no mercado aberto, efetuou, em duas ocasiões um novo tipo de operação buscando reduzir a liquidez bancária a partir do início de 2005. Essa operação consistiu na venda de Letras do Tesouro Nacional – LTN, com vencimento em abril de 2005, conjugada a uma compra de LTN de vencimento em janeiro de 2005, totalizando R\$ 4,0 bilhões.

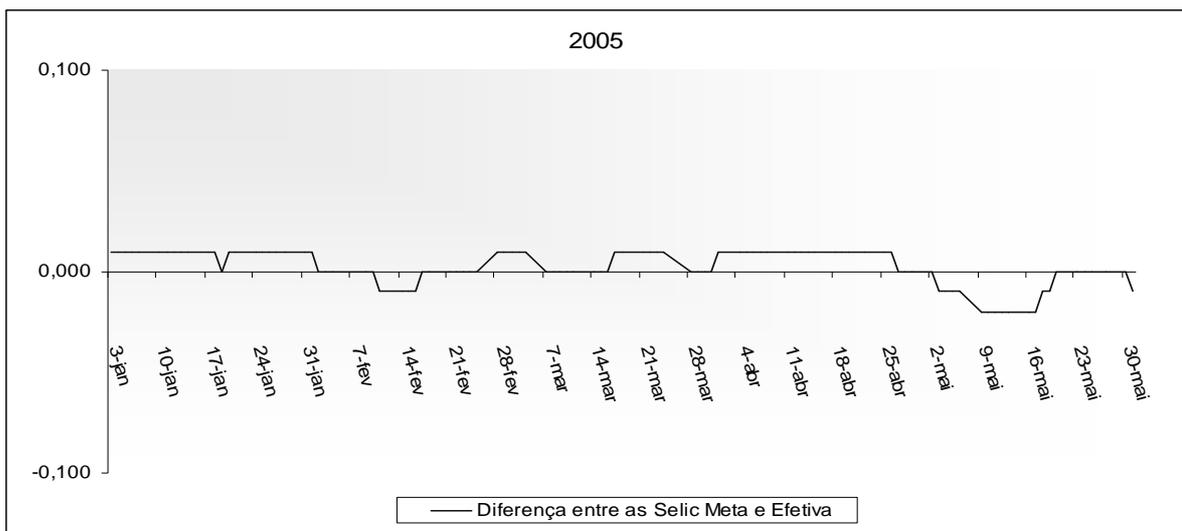
O gráfico 9, que representa os movimentos do diferencial entre a meta e a Taxa Selic para o ano de 2005 (janeiro a maior) demonstra os efeitos dessa estratégia de reduzir a liquidez

¹⁵ EMBI⁺ - *Emerging Markets Bond Index Plus* índice que mede o grau de "risco" que as operações com países emergentes representam para o investidor estrangeiro.

bancária a partir de 2005. Como pode ser visto, o gráfico mostra um comportamento bastante particular do diferencial selic, em relação aos outros anos de análise, com o diferencial bem mais reduzido e constante, demonstrado pelas retas paralelas ao “eixo x”, sem volatilidade expressiva.

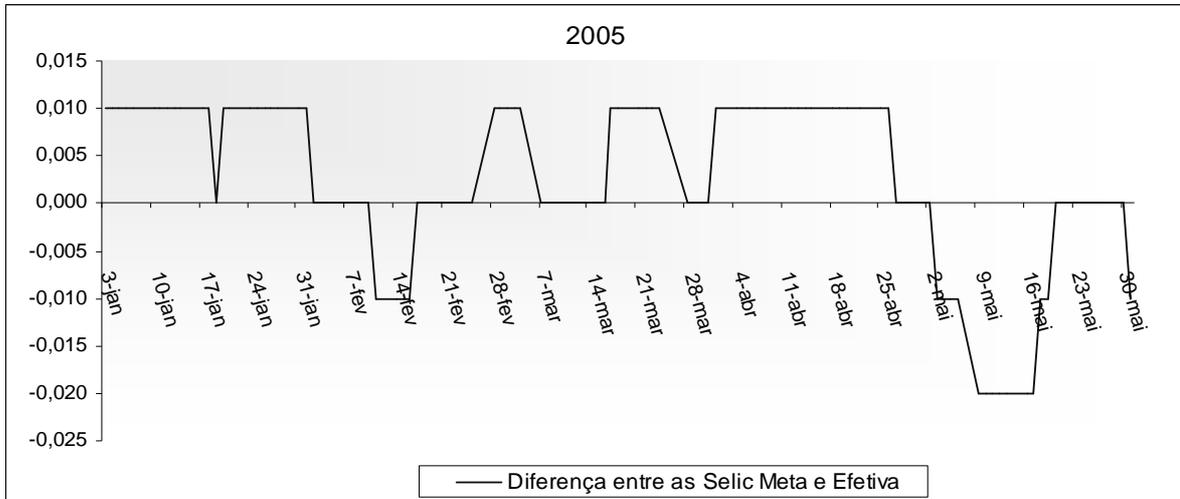
Durante todo o mês de janeiro, o diferencial manteve-se em 0,01 ponto percentual, e no período entre 01 até 25 de fevereiro a predominância foi de meta igual à Taxa Selic, a exceção foi o período de 11 a 16 de fevereiro quando a meta ficou 0,01 ponto percentual abaixo da taxa praticada no mercado. Em função desse comportamento do diferencial, o Gráfico 9, teve sua escala ampliada para que se pudesse visualizar de forma mais clara a trajetória da variável em estudo no ano de 2005 (Gráfico 10)

Pela frequência de suas intervenções a autoridade monetária demonstra sua preocupação exaustiva em exercer total controle na meta e na Taxa Selic, e conseqüentemente na trajetória da inflação.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 9: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic –2005 (até maio)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 10: Diferencial Meta Selic e Taxa Selic – 2005 até maio (escala ampliada)

Nos meses de fevereiro e março, dando continuidade à sua estratégia de evitar grandes flutuações da Taxa Selic, o Banco Central mais uma vez realizou operações compromissadas pré e pós-fixadas, as operações de nivelamento de liquidez ao fim do dia, além das operações de curtíssimo prazo, com aproximadamente 16 intervenções em cada mês.

4.1 Análise da Média das Variáveis Meta Selic e Taxa Selic

A seção anterior que apresentou análises referentes à trajetória do diferencial Selic, serviu como orientação para se destacar os movimentos mais significativos, apontando a característica dominante a cada período e o que influenciou esses movimentos.

Nessa subseção da pesquisa foram utilizados os dados referentes à meta para a Taxa Selic e a Taxa Selic diária observada no mercado, no período de 02 de março de 1999 a 31 de maio de 2005. Com esses dados realizou-se uma média aritmética simples, considerando o total de amostra como o total de dias em que a análise foi realizada, 1568 dias. Destes, 1078 foram os dias em que a meta Selic permaneceu acima da Taxa Selic diária, assim, com um percentual significativo de 68,75%, pode-se afirmar que na maior parte do período da análise a meta Selic apresentou-se superior a Taxa Selic efetiva. As médias das duas variáveis em análise foram de 19,56122 e 19,48714, Meta Selic e Taxa Selic, respectivamente.

Com o objetivo de verificar a estratégia adotada pela autoridade monetária através do instrumento taxa de juros, mais especificamente, através do diferencial maior ou menor entre a meta e a Taxa Selic, se estabeleceu a hipótese de orientação na gestão da dívida pública, no sentido de adotar uma política de redução do custo da dívida, através do controle da taxa de juros - Selic, e, conseqüentemente do monitoramento do diferencial Selic..

4.2 Teste t para Verificação de Igualdade entre as Médias

Buscando argumentos para comprovar a relação entre o diferencial Selic e a dívida pública interna, utilizou-se de tratamento estatístico, através do Teste t, considerando a igualdade entre as médias da Meta para a Taxa Selic e da Taxa Selic efetiva.

O Teste t rejeitou a hipótese nula de igualdade entre a média das duas variáveis em análise, considerando um nível de significância de 1%, conforme correlação de *Pearson* igual a 0,999581899. A estatística t calculada com resultado igual a 22,36210092 vem confirmar a rejeição da hipótese nula, devido ao alto valor apresentado. Essa estatística pode ser comparada a probabilidade associada a esse teste, que foi de 2,33599E-96, um valor muito pequeno, o que possibilitou que se afirmasse com muita convicção que as médias entre as duas variáveis são diferentes .

Tabela 1: Teste T Realizado para Todo Período - 1999 a 2005

Teste-t: duas amostras em par para médias	Meta Selic	Taxa Selic
Média	19,56122449	19,48713648
Variância	20,35242339	20,20925823
Observações	1568	1568
Correlação de Pearson	0,999581899	
Hipótese da diferença de média	0	
Gl	1567	
Stat t	22,36210092	
P(T<=t) uni-caudal	1,16799E-96	
t crítico uni-caudal	1,645826618	
P(T<=t) bi-caudal	2,33599E-96	
t crítico bi-caudal	1,96147898	

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005.

Foram realizados os testes t para cada ano da análise, e a hipótese de que a média entre a Meta Selic e a Taxa Selic eram iguais, foi rejeitada para todos os anos. Baseados nos mesmos argumentos adotados para a análise do período como um todo. O Teste t rejeitou a hipótese de que a diferença é nula, com nível de significância de 1%, conforme correlação de *Pearson* encontrada para todos os anos igual a 0,99. A estatística t calculada para cada ano variou entre 2,63 em 2004 e 24,204 em 2004, confirmando a rejeição da hipótese nula. Em todos os anos de análise o teste t apresentou a mesma característica: a média da Meta Selic maior que a média da Taxa Selic, a exceção a toda essa argumentação foi o ano de 2001, único ano onde a média da meta Selic 17,46 foi inferior a média da Taxa Selic 17,478, apresentando nesse caso Estatística t negativa na ordem de -3,638.

Tabela 2: Teste T Anual - 1999 a 2005

Teste-t: duas amostras em par para médias	1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	Meta	Selic	Meta	Selic	Meta	Selic	Meta	Selic	Meta	Selic	Meta	Selic	Meta	Selic
Média	24,3077	24,255	17,61	17,58	17,46	17,478	19,202	19,101	23,468	23,29	16,382	16,248	18,87	18,868
Variância	67,8783	67,755	1,2705	1,201	2,52	2,585	2,5654	2,6449	11,59	11,512	0,2273	0,2841	0,4031	0,4074
Observações	208	208	250	250	250	250	253	253	253	253	252	252	102	102
Correlação de Pearson	0,99996		0,9957		0,999		0,9912		0,9999		0,9909		0,9999	
Hipótese da diferença de média	0		0		0		0		0		0		0	
GI	207		249		249		252		252		251		101	
Statt	9,97104		3,16019		3,638		7,4127		66,075		24,204		2,6317	
P(T<=t) unid-caudal	1,1E-19		0,00088		2E-04		9E-13		2E-161		7E-68		0,0049	
t crítico unid-caudal	1,65225		1,65099		1,651		1,6509		1,6509		1,6509		1,6601	
P(T<=t) bid-caudal	2,3E-19		0,00177		3E-04		2E-12		4E-161		1E-67		0,0098	
t crítico bid-caudal	1,97149		1,9695		1,97		1,9694		1,9694		1,9695		1,9837	

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005.

Assim, dado o resultado da média aritmética simples, que apresentou um resultado significativo onde em 68,75% , ou seja dos 1568 dias de análise, 1078 deles teve a média superior a Selic, e, para ratificar e aumentar o grau de certeza acerca das informações utilizadas posteriormente na conclusão do trabalho, utilizou-se o Teste t , que comprovou a diferença entre a médias das duas variáveis em análise.

Os Testes t realizados para cada ano da em estudo na pesquisa, contribuíram na confirmação e construção da hipótese que parte que afirma idéia que na maior parte dos dias analisados a meta Selic esteve superior a Taxa Selic praticada efetivamente no mercado, e que. as *médias* entre essas duas variáveis são diferentes, com a média da Meta Selic sempre superior a média da Taxa Selic. A exceção a essa característica ocorreu no ano de 2001, quando a característica dominante do comportamento do diferencial foi negativo, com a meta na maioria dos dias abaixo da Selic praticada no mercado.

5 DÍVIDA PÚBLICA

5.1 O Gasto Público

O governo ao ter que optar pela utilização de um instrumento, pelas ações de políticas monetárias, tributárias e fiscais enfrenta alguns *trade-offs*, a fim de se aproximar o máximo possível do sistema tributário “ideal”, respeitando princípios de equidade, progressividade, neutralidade e simplicidade, o que freqüentemente não acontece já que a busca de qualquer desses objetivos acaba por comprometer os demais. Desta forma, as decisões do governo são condicionadas às suas prioridades em função de sua ideologia, sua especificidade de ação e da reação da base política de apoio.

A redução ou expansão do gasto público, também enfrenta dilemas relacionados às necessidades prioritárias no momento, como a elevação da poupança pública, ou motivos relacionados ao combate inflacionário.

Giambiagi (2000) destaca a importância de duas mensagens referentes ao gasto público, a primeira de Stiglitz, citando o “*gasto público como ação que afeta uma gama diversa de atividades, alguma das quais teve, tem ou terá ligação com a vida de um dos membros da sociedade*” A segunda mensagem merecedora de destaque pelo autor, vem dos ensinamentos de Maquiavel: “*nunca se foge de um inconveniente sem incorrer em outro*”. Assim o administrador público ao definir sua linha de ação prioritária terá de optar por atender a uma parcela da sociedade, podendo, muito provavelmente deixar insatisfeitos os demais grupos. Em linhas gerais, as contas nacionais indicam que o governo é responsável por aproximadamente 10% do emprego e 20% do PIB, que se refere à soma dos gastos com pessoal, compra de bens e serviços e investimento, incluindo as despesas com subsídios transferências previdenciárias e juros da dívida pública.

Mesmo considerando que o governo é alvo freqüente de contradições, críticas e divergências, em se tratando de suas funções, responsabilidades, tamanho, ideologia adotada e eficácia de suas ações, este pode ser considerado como “indispensável”, no sentido de prover à sociedade bens essenciais como: saúde, educação, defesa nacional, justiça, além de essencial como órgão de coleta de recursos através dos impostos, agindo no mecanismo de transferência de uma parte da população à outra.

Dentre todos os itens já citados, é importante ainda acrescentar que a intervenção governamental justifica-se também tendo em vista que, ao proporcionar bons níveis de educação e saúde à sociedade, pode ter como resultado externalidades positivas, podendo assim ter uma população mais bem preparada e instruída, apta e crítica contribuindo para seu desenvolvimento.

5.1.2 Evolução dos Gastos Públicos

Observando a evolução dos gastos públicos no Brasil, ao longo do século XX, o que se observa é que ele aumentou significativamente nos períodos das guerras mundiais 1914/1918 e 1939/1945, isso mostra que os gastos militares foram um dos fatores determinantes na expansão do gasto público no mundo. Porém se essa fosse a única variável que influenciasse no aumento da relação gasto público e o PIB, essa tendência perderia força com o final da guerra. Mas o que se pode verificar, é que de modo geral, a participação do governo na economia hoje é maior em comparação com períodos como o pós-guerra (1950). Desta forma pode-se explicar o aumento da relação gasto público e o PIB por outras duas variáveis:

A primeira delas está relacionada a fatores demográficos relacionados ao envelhecimento da população, requerendo assim maiores recursos para a saúde e despesas previdenciárias. Outra variável importante essencialmente no Brasil no após o período de 1940/50, foi à urbanização. O percentual da população brasileira urbana em relação à população total aumentou, segundo Giambiagi (2000) de 36% para 68%, entre 1950 e 1980. Aliado a esse fenômeno de migração do campo para a cidade ocorreu uma mudança na demanda por gasto público pela sociedade, requerendo agora muito mais eficácia em serviços como: saúde, educação e infra-estrutura.

Existem ainda outros dois efeitos menos relevantes que os anteriores, que justificam também o aumento da relação gasto público/PIB, são eles: o aumento da renda *per capita*, e, conseqüentemente, a maior demanda por bens públicos. A sociedade beneficiada por uma elevação em seu nível de renda tende a ter um maior grau de escolaridade e maior consciência de seus direitos, assim se torna mais reivindicativa, podendo exercer maior poder de pressão sobre as autoridades com objetivo de buscar serviços públicos melhores. Já o outro efeito é o dos preços relativos, e, está ligado ao aumento da produtividade, que é a base dos aumentos de salário real. Essa tendência e necessidade de disciplina fiscal são observadas até mesmo em países que anteriormente foram relativamente tolerantes com os déficits fiscais, como os Estados Unidos que

nos períodos de 1981/1990 tinham um déficit nominal de 2,8% do PIB passando a partir de 1997 a apresentar superávit fiscal.

Quando se trata de divulgação e apuração dos dados e estatísticas referentes à situação fiscal e ao desempenho das contas públicas, no Brasil o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) é a instituição responsável na elaboração das Contas Nacionais (CN) sendo durante muitos anos referência para o debate fiscal, atualmente os resultados relevantes no que tange ao resultado fiscal, são apurados pelo Banco Central, e representam as “necessidades de financiamento do setor público” (NFSP):

- a) o governo central, somatório das contas do Governo Federal, do INSS e do próprio BACEN;
- b) os estados e os municípios;
- c) as empresas estatais, incluindo as empresas federais, estaduais e municipais.

Esses dados divulgados pelo BACEN nos permite apenas verificar o resultado da diferença entre despesas e receitas, sendo necessários outras estatísticas específicas para identificar a possível causa do desequilíbrio. De acordo com as conclusões de Giambiagi (2000), o que se pode ter em mente é que o gasto público pode até aumentar, mas respeitando as políticas antiinflacionárias, o ideal é que se isso ocorrer, seja financiado com impostos e/ou com aumento moderado da dívida pública, sem que haja elevação da relação dívida/PIB, desde que a economia esteja em expansão.

5.2 Setor Público e Governo Geral

No Brasil o conceito de setor público utilizado para mensurar a dívida líquida e o déficit público e o de setor público é o de setor público não financeiro mais Banco Central. Classifica-se como Setor Público não Financeiro – SPNF:

- a) as administrações diretas federal, estaduais e municipais;
- b) as administrações indiretas;
- c) o sistema público de previdência social;
- d) as empresas estatais não financeiras: federais, estaduais, municipais, além de incluir a Itaipu Binacional e os fundos públicos que não apresentam características de

intermediários financeiros, ou seja, os que possuem fontes de recursos às contribuições fiscais ou parafiscais.

5.2.1 Dívida Bruta do Governo Geral

A dívida bruta do Governo Geral corresponde aos débitos do Governo Federal, dos Governos estaduais e município, junto ao setor privado, setor público financeiro, Banco Central e ao resto do mundo. Este conceito não abrange os débitos de responsabilidade das empresas estatais (das três esferas do Governo). Não são consideradas nos valores da dívida mobiliária do Governo Federal, dívidas securitizadas e carteira de títulos públicos federais no BACEN, as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.

5.2.2 Resultado Nominal ou NFSP

O Resultado nominal é calculado pela variação do endividamento líquido, variação nominal dos saldos da dívida líquida, constituído pela variação da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), descontando o impacto da variação cambial sobre a dívida externa e sobre a dívida mobiliária interna indexada ao dólar, e, deduzidos ainda, os ajustes patrimoniais efetuados no período (privatizações e reconhecimento de dívidas). Esses valores, que fazem parte da variação da DLSP e não constituem resultado nominal, são classificados como ajustes metodológicos da área interna e externa. Abrange o componente de atualização monetária da dívida, os juros reais e o resultado fiscal primário. O resultado nominal é o mais tradicional dentro das necessidades de financiamento.

$$\textit{Resultado Nominal} = \textit{variação da DLSP} - \textit{Ajuste Metodológico}$$

Fonte: Banco Central do Brasil, 2005
Equação 4: Resultado Nominal

De acordo com Giambiagi(2000), entende-se por “endividamento” a “dívida líquida” do setor público, ou seja, desconta-se da dívida bruta, os ativos do setor público, junto ao setor

privado nacional ou as reservas internacionais em poder do BACEN. Quando se refere aos ativos, faz-se menção àqueles de caráter financeiro, não considerando os ativos reais que se descontados da dívida financeira se aproximaria do conceito de Patrimônio Líquido do Setor Público, explicando o motivo das privatizações não terem sido consideradas como receita para efeito de apuração do déficit público, exceto à parcela da receita gerada pela venda das empresas de telefonia, classificadas como outra receita qualquer. No Brasil a não inclusão das privatizações na apuração do déficit público tem relação com o objetivo desse cálculo, que pretende analisar o impacto do setor público sobre a demanda agregada, e segue recomendações técnicas presentes nas negociações com o Fundo Monetário Internacional, FMI, desde 1991, que calcula as NFSP como:

$$\Delta \text{ líquida da saldo da dívida pública interna} + \Delta \text{ Base monetária} + \text{receitas líquidas}^{16}$$

Fonte: Banco Central do Brasil, 2005
Equação 5: Resultado Nominal

Considerando que, a demanda agregada, sofre impactos positivos quando o governo investe em uma empresa, pois há estímulos à economia, com efeitos significativos sobre os fluxos econômicos, a privatização consiste na transferência de um estoque de ativo financeiro que é repassado de uma agente privado para o governo. Por isso se considera que os Investimentos têm impacto sobre o déficit público, o que não se observa nas privatizações. No caso do déficit público ser interpretado como variação da dívida líquida, se o valor da dívida variou, é porque as contas fiscais têm resultado diferente de zero, desta forma a privatização representaria um superávit fiscal. Assim descontando o efeito da privatização da variação da dívida pública, o BACEN chega ao valor das NFSP:

$$\Delta \text{ DLSP} = \text{NFSP} - \text{Privatizações} + \text{Outros ajustes Patrimoniais}$$

Fonte: Banco Central do Brasil, 2005
Equação 6: Resultado Nominal

Onde o símbolo “ Δ ” representa a variação, levando em conta a privatização para a redução da dívida pública, não há impacto nas NFSP e o valor da Δ DLSP, *ceteris paribus*, será

¹⁶ Receitas Líquidas geradas pela privatização de empresas públicas.

negativo. AS NFSP serão pressionadas se os recursos gerados pela privatização forem gastos, pois a privatização não é considerada receita e a despesa afetará o déficit, esse efeito será compensado pela privatização, resultando na manutenção da dívida que permanece constante, e presença de déficit. Outro elemento que pode elevar as DLSP sem alterar as NFSP é o reconhecimento de dívidas antigas¹⁷, como o que realizou Fernando Henrique Cardoso, em 1999, cobrindo prejuízos anteriores do Banco do Brasil, na ordem de 1% do PIB. Essa capitalização causou aumento da dívida sem exercer influência sobre a demanda agregada, levando a interpretação por parte do governo que não representava um déficit público. Ainda deve-se considerar as variações patrimoniais de uma mudança de valor de um estoque financeiro, por exemplo, no caso de uma desvalorização cambial, a dívida contratada em moeda estrangeira, no que se refere ao seu correspondente em moeda nacional aumenta. $\Delta DLPP > 0$, mesmo que as contas públicas estejam em equilíbrio (NFSP = 0).

5.3.2 Resultado Operacional

O Resultado Operacional corresponde ao resultado nominal deduzido da atualização monetária dos saldos da dívida interna. Engloba o componente não financeiro (primário) do resultado fiscal e o componente real dos juros. Em regimes de inflação elevada, as taxas de juros nominais carregam componente de atualização monetária, isto é, parte das taxas de juros corresponde apenas à manutenção do valor dos ativos. Conseqüentemente, o resultado nominal dependerá do nível de inflação, gerando superestimação do desequilíbrio orçamentário do setor público. Teoricamente, o resultado operacional significa o resultado fiscal do setor público no caso de inflação zero. A hipótese básica para esse conceito é de que a inflação não traz distorções no lado real da economia, apenas com impacto no lado monetário. Assim, o resultado operacional deduz o componente inflacionário sobre o pagamento de juros incidente sobre a dívida líquida interna não indexada ao câmbio.

¹⁷ Passivos contingentes (esqueletos) correspondem a dívidas jurídicas reconhecidas pelo governo, de déficit passados não contabilizados.

5.3.3 Resultado Primário

O resultado primário é o componente não-financeiro do resultado fiscal do setor público corresponde ao resultado nominal (NFSP) menos os juros nominais incidentes sobre a dívida líquida interna e externa. Os juros incidentes sobre a dívida do setor público são determinados pelo nível da taxa de juros nominal interna e externa e pela dimensão dos déficits anteriores (dívida atual). A inclusão dos juros no cálculo do déficit dificulta a mensuração do efeito da política fiscal implementada pelo governo. Assim, o resultado primário é importante para avaliar a consistência entre as metas de política macroeconômicas e a sustentabilidade da dívida, ou seja, da capacidade do governo de honrar com seus compromissos. Os juros nominais referem-se ao fluxo de juros, apropriados por competência, incidentes sobre a dívida interna e externa. Engloba os juros reais e o componente de atualização monetária da dívida. Corresponde ao componente financeiro do resultado fiscal. Exclui o impacto da variação cambial sobre a dívida externa e sobre a dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

5.4 Os Ajustes Patrimoniais

O ajuste metodológico utilizado na equação do resultado nominal, faz parte dos ajustes patrimoniais que, juntamente com os outros dois tipos de ajustes: o de privatizações e os patrimoniais, são efetuados para retirar dos fluxos valores que não representam esforço fiscal despendido durante o período em análise. O ajuste metodológico representa o aumento da dívida decorrente do impacto da variação da taxa de câmbio sobre a dívida externa líquida e a dívida interna indexada ao câmbio. Esse ajuste é calculado pela diferença entre a variação da dívida e o resultado nominal. Uma das principais razões desse ajuste é que a variação do câmbio para o detentor do título indexado não significa incremento real na sua renda, ou seja, o impacto sobre a demanda tende a ser neutro.

O ajuste de privatização, pelo acordo com FMI, significa que os créditos líquidos, oriundos da privatização de estatais (de todas as esferas de governo), não podem ser considerados no cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público, uma vez que não representam esforço fiscal do governo e sociedade. De acordo com o exemplo dado pelo Banco Central (2005) “se alguma empresa é privatizada e o recurso de sua venda é depositado na conta corrente de um Estado, o valor total desse depósito deve ser abatido (ajustado) do saldo da referida conta, não

deixando, desta forma, que o Estado obtenha superávits nominal e primário decorrente dessa privatização”.As receitas com privatização reduzem a dívida líquida, mas não alteram os resultados fiscais. Os ajustes patrimoniais são efetuados nos fluxos com o objetivo de “excluir” de determinada conta o déficit ou superávit obtido por determinado tipo de operação. Essas operações são as mais variadas possíveis. Alguns exemplos são os que seguem:

- a) reconhecimento de dívidas (esqueletos): o reconhecimento de uma dívida só pode dar impacto no saldo desta dívida, nunca no fluxo apurado no mês, uma vez que são dívidas geradas em períodos anteriores. Para tanto, o valor reconhecido deve ser excluído do cálculo do nominal e do primário;
- b) reclassificação de contas: se determinado crédito ou débito estiver sendo contabilizado equivocadamente a favor ou contra determinada esfera de governo, quando ocorrer a correção da contabilização não se pode deixar que os resultados nominais e primários de cada esfera (governo central, estatais, etc.) seja afetado. Assim, também é efetuado o ajuste para evitar o impacto nos fluxos de financiamento.

5.5 Dívida Líquida do Setor Público

A dívida líquida do setor público refere-se ao endividamento (interno e externo) do setor público não financeiro e do BACEN com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo, considerando a base monetária e desconsiderando os ativos do setor público. Como saldo líquido entende-se como sendo o balanceamento entre dívidas e créditos do setor público não financeiro e do Banco Central. No Brasil o conceito de dívida líquida considera os ativos e passivos financeiros do BACEN, já que este transfere seus lucros de forma automática para o Tesouro Nacional, além de ser o agente arrecadador do imposto inflacionário. São apurados pelo critério de competência, onde a apropriação de encargos é contabilizada na forma *pró-rata*, independente da ocorrência de liberações ou reembolsos no período.

No que tange à composição da dívida líquida, cita-se alguns dos principais componentes do endividamento do setor público: * dívida mobiliária, *dívida bancária líquida que corresponde ao endividamento do setor público junto ao sistema financeiro, *dívidas securitizadas, * arrecadação a recolher, * dívidas externas reestruturadas, * base monetária, *outros depósitos no

Banco Central, * créditos do Banco Central às instituições financeiras, *.carteira de fundos, * demais contas do BACEN, * previdência social, * renegociação com os Estados(Lei nº 9.496/97), * depósitos à vista, *debêntures e * dívida externa líquida.

5.5.1 Déficit Público e Poupança do Governo

De acordo com Giambiagi, relaciona-se erroneamente o fato de um governo ter uma poupança negativa porque tem déficit, na prática isso pode até acontecer, mas não se trata de um conceito único. Seguindo o exemplo do autor, que supõe inflação nula, desta forma sem distinção entre taxas de juros reais e nominais, o déficit do governo é explicitado pelas necessidades de financiamento:

$$\text{Necessidade de financiamento do Governo} = NFG = CG + JG + IG - T$$

Fonte: Giambiagi, 2000, p. 73

Equação 7: Necessidade de financiamento do governo

Na equação 4, todas as variáveis são referentes ao *governo e não ao setor público*, sendo a variável T a receita tributária, líquida de subsídios e transferências e excluindo os juros. Para efeitos das Contas Nacionais “governo” é o governo central, os estados e os municípios, excluindo as empresas estatais. Desta forma representa-se a poupança do governo por:

$$\underline{SG = T - (CG + JG)}$$

Fonte: Giambiagi, 2000, p. 73

Equação 8: Poupança do Governo

$$\underline{T - (GG + JG) = IG - NFG}$$

Assim se obtém uma nova definição para poupança do governo:

$$\underline{SG = IG - NFG}$$

Reordenando a equação pode-se afirmar que a presença de um déficit não implica em poupança negativa, e sim pode apenas indicar que mesmo que a poupança seja positiva é menor que o valor do Investimento do Governo.

Onde:

NFG = Necessidade de Financiamento do Governo

SG = Poupança do Governo

CG = Consumo do Governo

JG = Juros da dívida

IG = Investimento

T = Receita tributária

5.5.2 NFSP – Resultado Nominal sem Desvalorização Cambial

É a variação nominal dos saldos da dívida líquida (deduzidos os ajustes patrimoniais do período (privatizações e “esqueletos”), excluindo o impacto da variação cambial sobre a dívida externa e sobre a dívida mobiliária interna indexada à moeda estrangeira. Abrange o componente de atualização monetária da dívida, os juros reais e o resultado fiscal primário.

5.6 Evolução da Relação Dívida Pública/Produto Interno Bruto (PIB).

De acordo com a distinção presente em Blanchard (2001, p. 273), a dívida é classificada como um “estoque”, o que o governo precisa gastar devido aos déficits passados, caracterizada como um fluxo, o montante que o governo toma emprestado em dado ano, ou seja, o valor correspondente à diferença entre as receitas e os gastos do governo. A equação I representa o déficit orçamentário que é igual aos gastos do governo com bens e serviços no ano t (G_t), somados aos pagamentos de juros reais sobre a dívida existente do governo ($r B_{t-1}$) subtraídos os impostos livres das transferências (T_t)

$$\text{Déficit} = r B_{t-1} + (G_t - T_t)$$

Fonte: Blanchard, 2000

Equação 9: Déficit orçamentário

Onde os pagamentos de juros são medidos como pagamentos de juros reais – taxa real de juros/ dívida existente, também chamado de déficit ajustado pela inflação. O segundo termo ($G_t - T_t$) representa a diferença entre gastos e impostos, corresponde ao déficit primário (ou superávit primário, quando arrecadação do governo for superior as suas despesas).

A restrição orçamentária do governo é representada pela Equação II onde o termo ($B_t - B_{t-1}$) representa a variação da dívida no ano “t”.

$$B_t - B_{t-1} = r B_{t-1} + (G_t - T_t)$$

Fonte: Blanchard, 2000

Equação 10: Restrição orçamentária do governo

Essa equação relaciona a variação da dívida ao nível inicial de endividamento (que afeta o pagamento de juros), aos gastos públicos e impostos correntes. Para o gerenciamento da dívida o governo precisa produzir superávits compatíveis com a dívida, através de aumento de impostos ou redução em seus gastos. Se a intenção for apenas estabilizar a dívida, o governo deve obter superávits primários equivalentes aos pagamentos de juros reais sobre a dívida existente a cada ano.

Segundo Blanchard (2001), em se tratando da evolução do nível da dívida, considerar a evolução do produto ao longo do tempo, analisando a razão entre a dívida e o PIB, coeficiente da dívida. Assim a variação do coeficiente da dívida será igual a soma dos dois termos:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Fonte: Blanchard, 2000

Equação 11: Coeficiente da dívida

O primeiro termo $(r - g)$ é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento, que multiplica o coeficiente inicial a dívida B_{t-1} . O segundo termo $\frac{G_t - T_t}{Y_t}$ é a razão entre o

déficit primário e o PIB. A Equação II expressa que o coeficiente da dívida será maior quanto:

- a) maior for a taxa real de juros;
- b) quanto menor for a taxa de crescimento;
- c) quanto maior for o coeficiente inicial da dívida;
- d) quanto maior for a razão entre o déficit primário e o PIB.

Uma dívida muito alta traz consigo uma série de incertezas e riscos à economia, Blanchard (2001), comenta que, uma dívida muito elevada, traz além dos custos de menor acumulação de capitais e maiores distorções, também a presença de círculos viciosos que dificultam a condução da política fiscal.

Nesse gerenciamento da dívida e condução da política fiscal o governo se defronta com um *trade off* pois: se optar por medidas para evitar o aumento da participação da dívida no PIB, com a obtenção de superávits, terá como opções aumentar impostos ou reduzir seus gastos, o aumento de impostos normalmente não é bem aceito pela sociedade, podendo incorrer em um alto custo político, esse aumento da incerteza política geraria uma taxa de juros ainda mais alta, suficiente para sustentar a taxa de câmbio. Se por outro lado, o governo optar pelo aperto fiscal geraria uma recessão ainda pior, reduzindo ainda mais a taxa de crescimento. Ou seja tanto o aumento da taxa de juros quanto a redução do crescimento contribuem para elevar $(r - g)$ correspondente a taxa real de juros menos a taxa de crescimento, dificultando extremamente a estabilização da dívida.

Ainda é preciso considerar a hipótese do governo não conseguir atingir os superávits necessários, ou mesmo, optar por outra linha de ação que não seja a de estabilizar a dívida, essa inevitavelmente se elevará. Esse aumento da dívida se refletirá em aumento das incertezas dos investidores que passarão a exigir taxas de juros cada vez mais altas, e estas provocariam déficits ainda maiores, que por sua vez, exigiria uma taxa de juros ainda mais elevada suficiente para manter a taxa de câmbio em patamar compatível, criando assim um mecanismo de retroalimentação da dívida, caracterizado por Blanchard como um círculo vicioso.

De acordo com o autor, quanto maior a participação da dívida no PIB maior o potencial para uma dinâmica da dívida explosiva, e, quando se depara com um coeficiente da dívida muito alto, o recomendado é que se obtenha superávits durante um longo prazo (prazo maior que 20 anos), mesmo que a austeridade fiscal prolongada traga consigo altos custos políticos. Considerando que a opção alternativa seria o repúdio da dívida, seu cancelamento total ou parcial, essa alternativa poderia trazer bons resultados para a economia no curto prazo como redução dos impostos e reduções nas distorções e do círculo vicioso, porém é uma opção extrema que apresenta graves problemas de inconsistência intertemporal, onde o governo teria sérias dificuldades na obtenção de novos financiamentos e empréstimos e a incerteza presente no mercado financeiro seria muito alta, dificultando qualquer operação do país no mercado financeiro.

Holland & Gomes em artigo para a revista da ANPEC v. 22 de 2003, apresenta de forma interessante o cenário de dificuldades do Brasil no que se refere ao gerenciamento de suas dívidas. Utilizando-se da idéia presente em Romer (2001)¹⁸, citado no artigo, “determina quando o governo não é capaz de induzir os investidores a adquirirem seus papéis, ou seja, determinar o momento do início da crise baseado na incapacidade do governo em rolar sua dívida” (ROMER, 2001 *apud* HOLLAND & GOMES, 2003).

Os autores apresentam combinações entre a probabilidade de *default* (incapacidade do país em honrar sua dívida) e a taxa de juros real necessária à remuneração da dívida, onde o equilíbrio depende das condições que levam investidores a comprar e reter títulos e da capacidade do governo em honrar sua dívida. Assim, a taxa de juros paga pelo governo é suficiente para estimular os investidores a comprarem títulos e a probabilidade de *default* é baixa e condizente com a probabilidade da receita governamental ser inferior ao serviço da dívida, dada a taxa de juros oferecida. Por outro lado, se os investidores acreditarem que o governo não irá honrar suas dívidas não realizarão nenhuma operação com títulos mesmo com altas taxas de juros.

Concluindo seu modelo de equilíbrio apresentado em sua pesquisa Holland & Gomes apresentam os argumentos: para os investidores quanto mais elevada for a possibilidade de *default* maior será a taxa de juros necessária para estimular as operações com títulos do governo.

¹⁸ ROMER, D. *Advanced Macroeconomics*. 2nd. Ed. New York: MCGraw-Hill/Irwin, 2001.

Já para o governo, quanto maior for a taxa de juros paga, mais elevada será a possibilidade de *default*, ou seja, a taxa de juros e a probabilidade de *default* se movem na mesma direção.

Analisando o caso brasileiro e os problemas, principalmente em 2002, de uma dinâmica particular de comportamento da taxa de juros e desta com a possibilidade de moratória, os autores utilizam a formulação de Bresser-Pereira & Nakamo (2002) que sugere: para a reduzir a dívida do setor público e recuperar o crescimento econômico, seria necessário uma política monetária centrada em baixas taxas de juros, argumentando que o determinante principal das altas taxas de juros não era o alto risco país presente no período, e sim, a dinâmica própria da dívida pública. Por fim, os autores estabeleceram uma relação de causalidade entre a taxa de juros doméstica e o prêmio de risco país, argumentando que quando o Banco Central define uma alta taxa de juros, o resultado é um aumento na razão dívida/PIB no tempo e conseqüentemente um maior risco país.

5.7 Sustentabilidade da Dívida

A sustentabilidade da dívida pública a médio e longo prazo, vem sendo tema recorrente no âmbito acadêmico e econômico. No Brasil, o aumento da dívida pública apresentado nos últimos anos coloca em dúvida muitas vezes sua sustentabilidade face a elevação significativa observada da razão dívida/PIB.

A partir da implantação do Plano Real, em 1994, a razão da dívida/PIB aumentou consideravelmente, passando de 38,14% em 1991 para 61,3% em 2002, essa elevação se deu em grande parte devido ao aumento da dívida do governo federal. Porém Ilan Goldfajn, em importante estudo sobre o tema contrapõem os discursos exaltados que indicam que a dívida pública brasileira não se sustenta.

De acordo com Ilan Goldfajn, analisar o comportamento da dívida através da relação dívida/PIB é incorreto, já que os fatores responsáveis pelo aumento dessa relação já aconteceram e não são recorrentes. Destaca-se os fatores considerados pelo autor como responsáveis pelo aumento da relação dívida/PIB:

- a) o reconhecimento de cerca de 10% (dez por cento) do PIB em dívidas não explicitadas, os passivos contingentes, com impactos limitados devido a compensação parcial pelas receitas da privatização;

- b) entre 1994 e 1998, o regime fiscal se caracterizou pela geração de superávits insuficientes e pelo aumento da dívida provocado pelas respostas da política monetária a choques externos, no regime de câmbio fixo;
- c) a partir de 1999 e da mudança do regime de câmbio, a taxa de câmbio apresentou depreciação significativa. No período entre o início de 1999 e julho de 2002, a depreciação cambial acumulada chegou a 183,70%;
- d) entre 1994 e 1998 as elevações das taxas de juros foram justificadas pela defesa do regime de câmbio controlado frente aos choques externos. Após 1999, os choques externos como a Crise da Argentina, permitiram uma resposta mais branda por parte da política monetária, com parte significativa dos efeitos dos choques transferidos para a volatilidade da taxa de câmbio.

Todos esses fatores, segundo Goldfajn, deveriam ser excluídos de uma análise futura sobre a sustentabilidade fiscal no Brasil, para este fim, considera importante levar em conta o ambiente institucional vigente, onde a postura fiscal melhorou de forma significativa, está mais sólido e permanente, auxiliado também pela Lei de Responsabilidade Fiscal, o ajuste da taxa de câmbio real sob o novo regime já aconteceu e, além disso, classifica todos os fatores responsáveis pelo aumento da razão dívida/PIB, como não recorrentes.

Nas conclusões do autor sob hipóteses razoáveis e mesmo conservadoras, a relação dívida/PIB deve declinar nos próximos anos, mesmo no caso de se apresentarem resultados negativos de variáveis como a taxa de juros real, crescimento do PIB, taxa de câmbio real e passivos contingentes, porém, a condição indispensável seria a manutenção de superávits primários compatíveis (em torno de 3,75% do PIB). No caso de um afrouxamento da disciplina fiscal para superávit primário de 2% do PIB, tal fato já representaria uma trajetória insustentável da relação dívida/PIB.

5.8 Dívida Pública Federal – Características

A gestão da dívida pública brasileira, interna e externa, mobiliária ou não-mobiliária é de responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). O Banco Central do Brasil atua paralelamente a STN na gestão da dívida mobiliária federal, além de ser o órgão executor da política monetária no país. A Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi é composta por

títulos públicos federais registrados no SELIC- Sistema Especial de Liquidação e Custódia ou no CETIP- Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. Deve-se destacar por sua relevância para a política monetária as LFT, LTN e as NTN-F, ambas prefixadas, as NTN-C que são indexadas ao IGP-M, as NTN-B indexadas ao IPCA, as NTN-D indexadas ao câmbio e as NBCe.

No que se refere à emissão dos títulos públicos, esta pode se dar de duas maneiras:

- a) através de emissões diretas: destinam-se principalmente, à securitização de dívidas da União, à realização de operações financeiras estruturadas e à assunção e refinanciamento das dívidas de estados, municípios e empresas estatais, ou;
- b) através de oferta pública: onde a emissão de títulos públicos acontece por meio de leilões eletrônicos.

A divulgação dos limites ofertados de cada papel emitido pelo Tesouro(LFT, LTN e NTN-C), excluindo os papéis cambiais, é realizada mensalmente. Os leilões de LTN e LFT têm periodicidade semanal e os lotes são determinados para cada oferta pública após analisadas as condições de demanda, já os leilões de NTNs têm periodicidade mensal. Estarão habilitadas a participar das ofertas públicas as instituições habilitadas no Selic, que apresentam suas propostas além de intermediarem as demais pessoas jurídicas e pessoas físicas interessadas no processo. Além disso, com o objetivo de estimular e facilitar o acesso de pessoas físicas à venda direta de títulos públicos, criou-se desde 2002 o Tesouro Direto, que possibilita à aquisição através da internet de LTN,LFT e NTN-C, NTN-B e NTN-F, em volumes mensais que variam de R\$ 200,00 até R\$ 200.000,00. O Tesouro realiza também semanalmente recompras desses títulos negociados através do tesouro Direto com o objetivo de estimular a liquidez.

O Quadro 2 sintetiza as principais características desses títulos, componentes da DPMFi, de acordo com os dados divulgados pelo Banco Central:

Ativo	Emissor	Objetivo	Rentabilidade	Registro
Letra do Tesouro Nacional (LTN)	<i>STN</i>	Cobertura de déficit Orçamentário	<i>Prefixada</i>	<i>Selic</i>
Letra Financeira do Tesouro (LFT)	<i>STN</i>	Cobertura de déficit Orçamentário	<i>Pós-fixada (Taxa Selic)</i>	<i>Selic</i>
Notas do Tesouro Nacional (NTN)	<i>STN</i>	Cobertura de déficit Orçamentário	<i>Pós-fixada exceto (NTN-F), com diversas séries com índice próprio (IPCA, IGP-M, dólar, TR, etc)</i>	<i>Selic</i>
Certificado Financeiro do Tesouro (CFT)	<i>STN</i>	Realização de operações financeiras definidas em lei.	<i>Pós-fixada exceto (CFT-F), com diversas séries com índice próprio (IGP-M, dólar, TR, etc...)</i>	Cetip
Certificado do Tesouro Nacional (CTN)	<i>STN</i>	Garantia do principal na novação de dívidas de mutuários do crédito agrícola junto às instituições financeiras.	<i>Pós-fixada (IGP-M)</i>	<i>Cetip</i>
Certificado da Dívida Pública (CDP)	<i>STN</i>	Quitação de dívidas junto ao Instituto Nacional de Seguridade Nacional – INSS.	<i>Pós-fixada (TR)</i>	<i>Cetip</i>
Título da Dívida Agrária (TDA)	<i>STN</i>	Promoção da reforma agrária.	<i>Pós-fixada (TR)</i>	<i>Cetip</i>
Dívida Securitizada	<i>STN</i>	Assunção e renegociação de dívidas da União ou por ela assumidas por força de lei.	<i>Pós-fixada, com diversas séries com índice próprio (IGP-DI, dólar e TR)</i>	<i>Cetip</i>
Notas do Banco Central do Brasil - Série E - (NBCE)	<i>BCB</i>	Política Monetária	<i>Pós-fixada (dólar)</i>	<i>Selic</i>

Fontes: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Quadro 2: Principais Características dos Títulos Componentes da DPMFi

5.8.1 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi - Composição

A Dívida Pública Mobiliária Federal interna, de agora em diante denominada DPMFi, que tem em sua composição os títulos públicos emitidos no mercado doméstico representa mais de dois terços da dívida bruta. Esses títulos que compõem a dívida mobiliária interna, são colocados pelos três níveis de governo junto a bancos, fundos de investimento, empresas e pessoas físicas. Atualmente a maior parte da dívida mobiliária do setor público brasileiro é de emissão do governo federal, já que grande parte dos passivos mobiliários dos estados e municípios foram transferidos à União com os acordos de renegociação ocorridos a partir de 1997 (Frederico Araújo Turolla – Artigo FGV Prevê)

A DPMFi é parte integrante da presente pesquisa, dada sua importância, não somente pelo seu tamanho e toda polêmica suscitada a respeito de sua sustentabilidade, mas também pela sua importância na rolagem da dívida pública, através dos leilões (formais e *go-arounds*), e, do impacto que as taxas de juros exercem sobre o gerenciamento da dívida pública.

A presente pesquisa selecionou alguns aspectos mais relevantes para análise da DPMFi estruturando sua composição: * de acordo com seu emissor (modalidade); * sua rentabilidade (composição por indexador) e seu prazo médio durante o período em questão (1999 a maio de 2005).

Num primeiro momento, a dívida mobiliária interna foi dividida por “emissor”, ou seja, a distribuição dos títulos emitidos pelo BACEN ou pelo Tesouro Nacional. A tabela 3 mostra a composição por emissor da DPMFi, o que se pode observar é a significativa redução nos títulos emitidos pelo Banco Central, que em dezembro de 2001 representava 20,22% da DPMFi, equivalente a R\$ 126,20 bilhões, passando, em dezembro de 2003, a ter uma representação de 10,77% da DPMFi, equivalente a R\$ 67,13 bilhões, reduzindo sua participação ainda mais nos anos subsequentes.

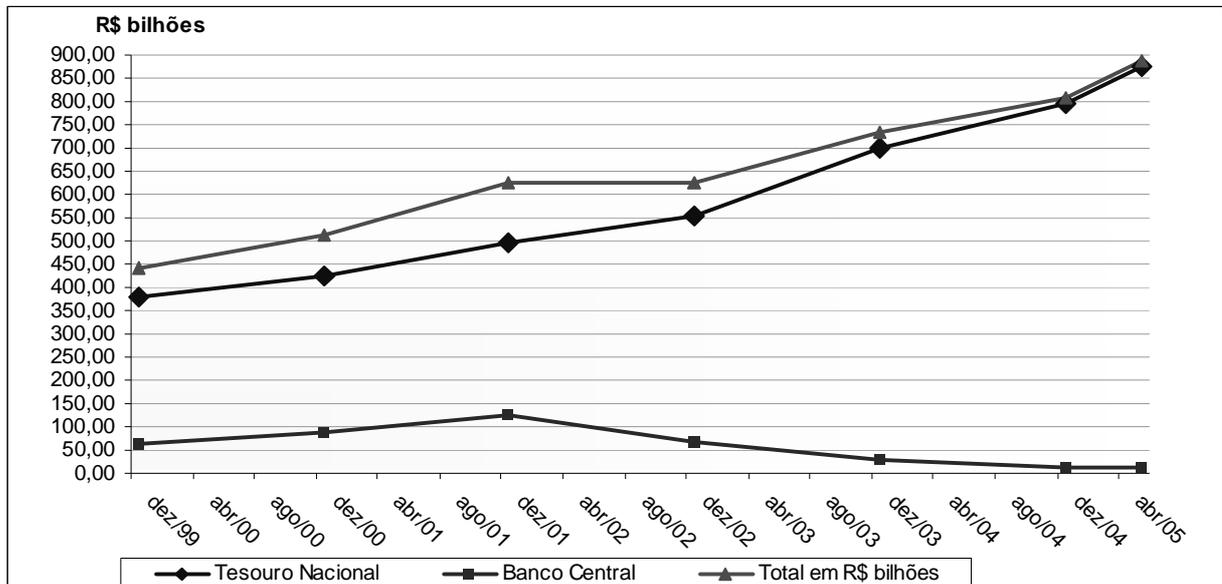
Essa queda na participação dos títulos emitidos pelo Banco Central deve-se a uma resolução da Constituição Federal de 1988, vetando o financiamento do Tesouro pelo Banco Central. De acordo com a Lei Complementar nº 101, de 04.05.2000(D.O.U. 05.05.2000), o Banco Central “não poderia emitir mais títulos da dívida pública a partir de dois anos após a data de sua publicação” (artigo 34), desta forma o Banco Central ficou impedido de emitir títulos a partir de maio de 2002. Em dezembro de 2004, ainda se observava no mercado um estoque no montante

de R\$ 13.8 bilhões em títulos emitidos pelo Banco Central (NBCE), com prazo médio de 15.77 meses.

Tabela 3: Composição da Dívida pública em Poder do Público por Modalidade

Composição da Dívida Pública em Poder do Público por Modalidade						
Período	Tesouro Nacional		Banco Central		Em R\$ bilhões	
	Em R\$ bilhões	(%)	Em R\$ bilhões	(%)	Total	(%)
dez/99	378,71	85,80%	62,70	14,20%	441,41	100%
dez/00	425,01	83,22%	85,69	16,78%	510,70	100%
dez/01	497,89	79,78%	126,20	20,22%	624,09	100%
dez/02	556,06	89,23%	67,13	10,77%	623,19	100%
Dez/03	700,76	95,81%	30,66	4,19%	731,42	100%
Dez/04	796,69	98,32%	13,58	1,68%	810,27	100%
Mai/05	875,78	98,63%	12,16	1,37%	887,94	100%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

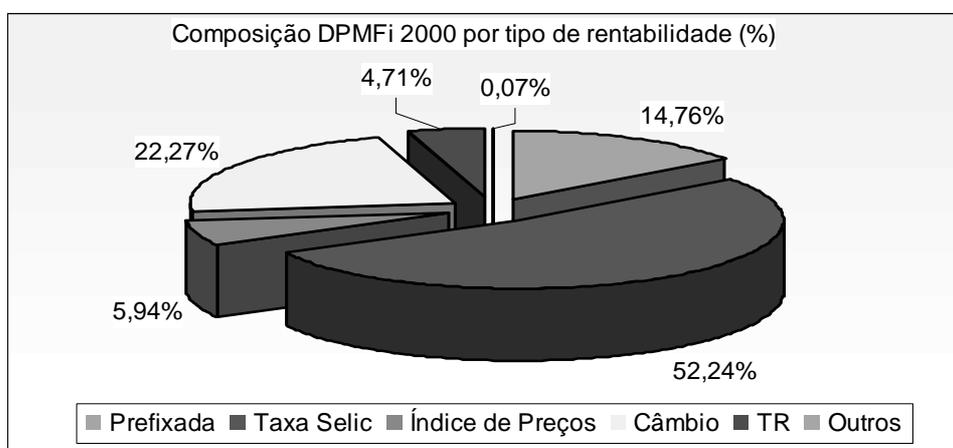
Gráfico 11: Composição por Emissor (R\$ bilhões) DPMFI - Dez/99 a abr/05

Através do Gráfico 11 pode-se verificar o movimento descendente da curva de títulos emitidos pelo Banco Central, a partir da resolução que impediu a emissão de títulos pelo Bacen, em 2002. De forma oposta, a curva de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional mostra sua trajetória ascendente, em dezembro de 2001, foi responsável por 79,86% da DPMFi, equivalente

a R\$ 497,89 bilhões passando em dezembro de 2003 a representar um valor expressivo de 95,81 % da DPMFi, equivalente a R\$ 700,76 bilhões. No âmbito geral pode-se verificar também, através da visualização do Gráfico 11, uma trajetória da dívida crescente e muito rápida, verifica-se que a DPMFi salta de R\$ 441,41 bilhões em dezembro de 1999 para R\$ 810,27 bilhões em dezembro de 2004, representando assim um aumento de 83,56%, a velocidade com que a dívida vem aumentando vem sendo tema de recentes discussões sobre sua sustentabilidade.

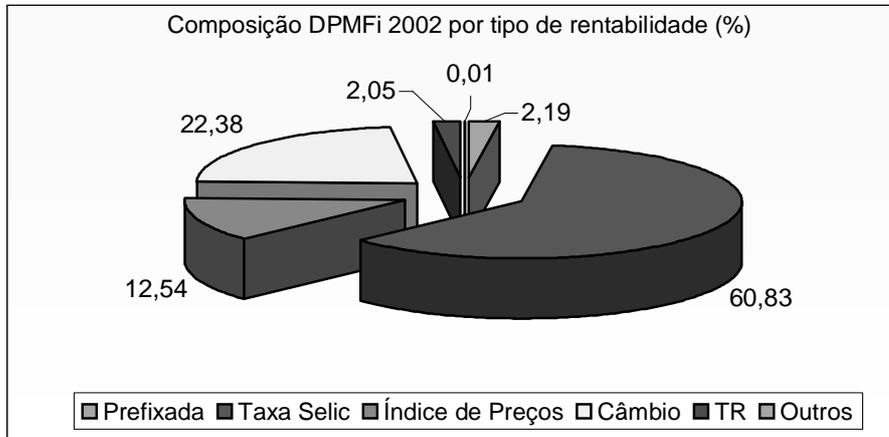
5.8.2 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna Composição por Tipo de Rentabilidade

Os títulos que compõem a DPMFi ofertados no mercado interno são denominados em reais, os títulos indexados à taxa de câmbio, são títulos pós fixados, atrelados à variação do dólar americano, como a NBC-E e a NTN-D, são igualmente denominados e liquidados em reais. A composição da DPMFi está representada em dois momentos através dos gráficos abaixo:



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 12: Composição DPMFI por Rentabilidade em 2000



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005
Gráfico 13: Composição DPMFi por Rentabilidade em 2002

A parcela da DPMFi referente aos títulos prefixados cresceu a partir de 2004, possibilitada pela estabilidade adquirida a partir do Plano Real, porém como se pode verificar através dos Gráficos 12 e 13 a estratégia de aumentar a parcela prefixada da dívida vinha acontecendo com êxito, até que em 2002, devido a todo cenário eleitoral e de crise vivenciado pelo país, a aversão ao risco dos investidores aumentou, reduzindo assim, seu interesse em reter títulos prefixados, provocando uma redução significativa da parcela da dívida correspondente aos títulos prefixados, que passou de 14,76% em 2002 para 2,19% em 2004.

A estratégia que o Tesouro Nacional vinha buscando, desde 1999, visava o alongamento dos prazos e melhoria no perfil da dívida pública, os choques na economia advindos de fatores como o aumento da aversão ao risco dos investidores, altamente relacionado com a incerteza acerca do clima de sucessão presidencial no Brasil, juntamente com a entrada em vigor das normas relativas à marcação a mercado, levaram a uma grave crise, com reflexos na grande dificuldade na rolagem da dívida – “Crise das Letras”, e redução expressiva dos títulos prefixados observados no ano de 2002. (Retrospectiva 2002, dívida pública, Andima)

Na parcela da dívida pública pós-fixada àquela atrelada a taxas de juros Selic tem características e impactos relevantes. Em 2002 a parcela da DPMFi já representava 52,4 % do total da dívida equivalente a R\$ 266 bilhões, uma parcela bastante alta, indesejável do ponto de vista da política monetária, de acordo com Frederico Turolla, já que “os movimentos de políticas

monetárias são acompanhados de efeitos inversos sobre a despesa financeira do setor público, o que compromete parcialmente os objetivos da política”

A parcela da DPMFi atrelada à taxa de juros tornou-se ainda mais expressiva no ano de 2002, quando da grave crise que comprometeu a rolagem da dívida. Nesse ano a parcela correspondente a rentabilidade da dívida pela Taxa Selic representou 60,83% do total da dívida, equivalente R\$ 379,07 bilhões. Durante os anos de 2001 e 2002, outro movimento que se pode observar no comportamento da dívida pública, ainda seguindo o critério de tipo de rentabilidade, é o crescimento significativo da parcela da DPMFi, atrelada a taxa de câmbio. Essa participação era de 22,45% em 2000, equivalente a R\$ 113,74 bilhões, salta para 33,55% do total da DPMFi atrelados ao dólar, em 2002, correspondentes ao valor de R\$ 230,57.

Esse crescimento nos anos de 2000 a 2002, foi intensificado pelo impacto da própria depreciação da taxa de câmbio sobre o estoque da dívida já emitido. “Dada à volatilidade da taxa de câmbio associada ao regime atual de câmbio flutuante, o aumento da exposição cambial também limita o grau de liberdade da política econômica”.

Tabela 4: DPMFi em Poder do Público + Operações de Mercado Aberto Tipo de Rentabilidade

Mês/ ano	Prefixada		Taxa Selic		Índice Preços		Câmbio		TR		Outros	Oper Mercado Aberto(R\$)bi		
												Até 1 mês	+ de 1 mês	Total
												R\$ bi	(%)	R\$ bi
dez/99	39,75	9,06	251,68	57,36	24,63	5,61	100,71	22,95	23,97	5,46	0,15	-2,60	-	438,81
dez/00	75,40	14,88	266,81	52,66	30,32	5,98	113,74	22,45	24,07	4,75	0,07	-7,86	3,87	506,71
dez/01	48,79	8,06	329,46	54,42	43,63	7,21	178,58	29,50	23,52	3,89	0,02	-19,01	0,36	605,43
dez/02	13,66	1,99	287,97	41,90	78,17	11,37	230,57	33,55	12,78	1,86	0,01	64,00	0,11	687,30
dez/03	91,53	11,81	366,31	47,26	99,07	12,78	161,39	20,82	13,09	1,69	0,00	43,74	11,97	787,14
dez/04	162,76	18,98	424,68	49,53	120,71	14,08	80,05	9,34	22,04	2,57	0,00	7,80	39,41	857,47
mai/05	195,82	23,00	0,00	59,71	123,64	14,52	37,94	4,46	22,28	2,62	0,00	-3,70	40,42	924,65

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

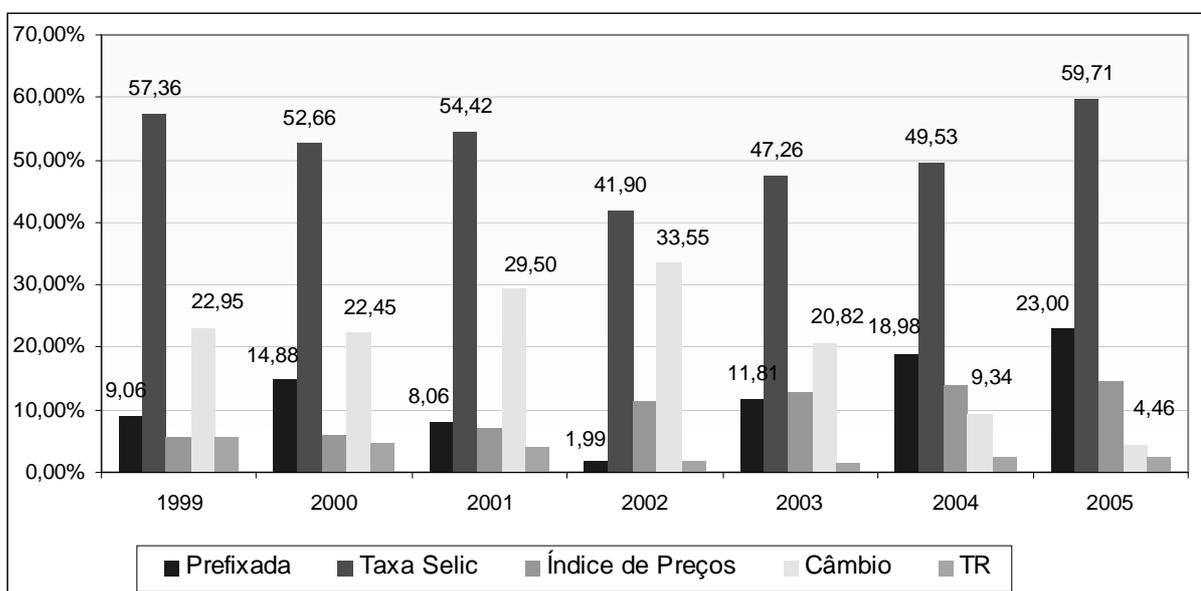
O Gráfico 14 e a Tabela 5, mostram um panorama geral da evolução da dívida pública mobiliária, ao longo do período em estudo (1999 a maio de 2005), considerando o critério de sua composição por rentabilidade. Observa-se que em 2002, período com fatos econômicos e políticos significativos: a redução dos títulos prefixados e o aumento da parcela atrelada a taxa de câmbio, a introdução das regras de marcação a mercado, a deterioração do cenário econômico externo, reforçando as dúvidas quanto à solvência dos países emergentes, as incertezas no

ambiente interno decorrentes da sucessão presidencial e a possibilidade de vitória de um candidato de esquerda, o risco país e a taxa de câmbio alcançaram taxas altíssimas, devido ao ambiente de incertezas decorrente das eleições presidenciais, levando a reboque os deságios dos títulos negociados no mercado secundário.

Tabela 5: Prazo Médio DPMFi em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade

Em meses							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	mai/05
Prefixada	2,00	5,15	3,45	3,06	6,50	5,63	7,59
Taxa Selic	19,88	27,61	36,39	21,83	22,74	17,49	18,28
Índice de Preços	63,02	59,11	68,45	79,18	77,88	76,74	76,09
Câmbio	24,71	28,50	25,36	35,47	40,51	58,03	63,99
TR	118,58	101,82	91,43	98,46	92,75	94,95	90,64
Outros	11,27	11,04	18,21	15,27	10,17	,87	4,58
Total	27,13	29,85	34,97	33,24	31,34	28,13	27,46

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

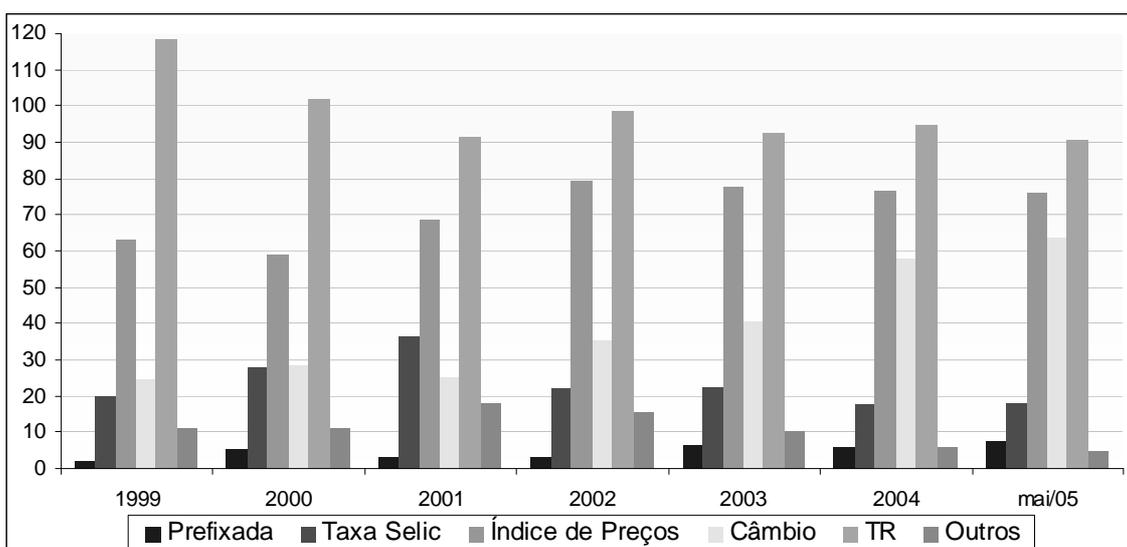


Fonte: Adaptado pela autora com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 14: Evolução da DPMFI de 1999 a 2005 – por rentabilidade em (%)

5.8.3 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi – Prazo Médio

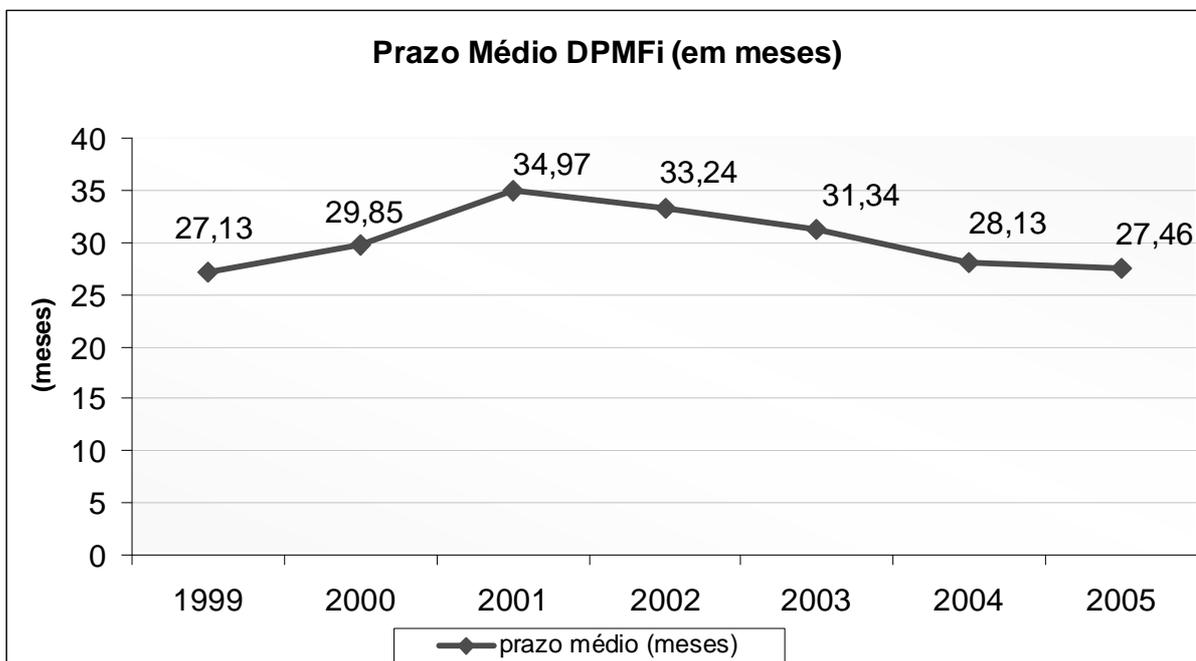
A Tabela 4 e o Gráfico 15 demonstram a evolução do prazo médio da DPMFi, em poder do público de acordo com seu indexador. O que se pode observar é que parte da dívida prefixada passou de 3,45 meses em 2002, período de maior turbulência para a negociação desses títulos para 7,59 meses em maio de 2005.



Fonte: Adaptado pela autora com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 15: Prazo Médio DPMFi em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade

Outra característica importante que deve ser ressaltada através da observação do gráfico, é que em 2002 60% da DPMFi era atrelada à Selic, e essa parcela da dívida teve seu prazo melhorado, passou de 19,88 meses em 1999, para 36,39 meses em 2001, porém em razão das condições adversas do mercado no período, já detalhadas em parágrafos anteriores, o prazo da DPMFi atrelada a Selic foi reduzido de forma substancial passando de 36,39 em 2001, para 21,83 meses em 2002.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2005

Gráfico 16: Prazo Médio DPMFi (em meses)

O Gráfico 16 mostra que o perfil da dívida apresentou durante o período de análise dois comportamentos distintos. Até 2001, a estratégia do governo de alongamento da dívida foi bem sucedida, com o prazo médio aumentando de 27 meses em 1999 para 34,97 meses em 2002. Num segundo momento, em 2002, o prazo da DPMFi cai de forma gradativa chegando a 28,13 meses em 2004, essa redução do prazo médio a partir de 2002, é justificada pelas condições adversas apresentadas pelo mercado no período, o aumento da percepção de risco de crédito do setor público e a dificuldade na aceitação dos títulos com vencimento posterior a 2003, explicam esse movimento. Como o gerenciamento da dívida pública é fundamental para a sustentabilidade e manutenção da dívida pública, uma série de medidas estratégicas¹⁹ foram adotadas, sobretudo a partir de 2002.

¹⁹ Maiores detalhes sobre as estratégias adotadas pelo Tesouro Nacional para o gerenciamento da dívida pública, consultar o Sumário dos Avanços Recentes da dívida pública brasileira, disponível através do endereço: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Sumario_Gerenc_Div_publica.pdf

CONCLUSÃO

Com a implantação do Plano de Metas para a Inflação, adotado no Brasil, em 1999, o cenário econômico foi marcado por mudanças significativas, com a alteração no regime de câmbio, que passou de fixo para flutuante, ocasionando desvalorização da moeda doméstica e aumento das pressões inflacionárias, e, mudança da estratégia do Banco Central que passou a controlar as taxas de inflação principalmente através do gerenciamento das taxas de juros.

Objetivando, especialmente, a manutenção da estabilidade de preços adquirida com o Plano real, em 1994, a autoridade monetária, através de sua atuação, entrou cada vez mais em evidência, e, a taxa de juros, instrumento mais utilizado como resposta do Bacen as pressões inflacionárias, adquiriram cada vez mais, maior notoriedade.

O período de análise, compreendido entre março de 1999 a maio de 2005, foi marcado pela presença dominante de políticas monetárias contracionistas e taxas de juros elevadas, com um controle rígido, e, fortes intervenções por parte da autoridade monetária. O sistema de metas e sua adoção no Brasil representaram o marco inicial da pesquisa, pois a partir de sua implantação o Copom – Comitê de Política Monetária passou a estabelecer periodicamente a meta para a Taxa Selic, e o Banco Central, através das operações de mercado aberto mantinham a taxa praticada no mercado o mais próximo possível da meta estabelecida.

Uma característica importante na trajetória da meta e da Taxa Selic, é que as duas caminharam juntas durante todo o período, com exceção apenas do ano de 2002, dada à volatilidade observada no cenário interno. Devido a essa característica semelhante entre as duas taxas, que não permitiu, uma análise mais precisa do comportamento das variáveis, estabeleceu-se trabalhar com a diferença entre a meta e a Taxa Selic, denominado *diferencial Selic*, representado ano a ano. Esse diferencial apresentou comportamentos distintos em cada período, e, foram influenciados, não só pelas operações de mercado aberto, ou pelos fatores condicionantes da base monetária, mas sim, pelo comportamento de um conjunto de variáveis entre elas a taxa de câmbio, risco país, expectativas dos agentes, cenário político e ambiente externo. Para comprovar que uma variável isolada não reflete em mudanças significativas no comportamento do diferencial, foram testadas correlações entre as ofertas públicas de venda – OPV e a diferença entre a meta e a Taxa Selic.

Essa correlação só apresentou resultado significativo para o ano de 2002, exatamente o ano onde o diferencial apresentou o seu máximo, 2,60 pontos percentuais no dia 04 de junho, devido em parte, a grande dificuldade na rolagem da dívida pública., atrelada às incertezas acerca da sucessão presidencial e possibilidade de vitória de um candidato de esquerda, que ocasionou o aumento do grau de aversão ao risco dos agentes econômicos. Como agravante a essa instabilidade do mercado deve-se considerar a antecipação das novas regras de marcação a mercado, que representou a deflação dos preços dos ativos, representativos dos títulos da dívida pública.

Em 2003, após a confirmação pelo Presidente eleito, de que, honraria os compromissos assumidos e manteria a linha de ação da política monetária, e, a acomodação do mercado adaptando-se as novas regras impostas pelo Bacen, o diferencial entre a meta e a Selic tornou-se mais significativo (média de 0,20 ponto percentual) e com uma característica específica, apresentada a partir 2003, resultado da orientação da nova equipe econômica, com a meta para a Taxa Selic sempre superior a Taxa Selic observada diariamente, mostrando a tendência de maior intervenção do Banco Central, evitando assim, grandes flutuações da Taxa Selic.

Essa característica também foi observada no ano de 2004, porém com o diferencial Selic tornando-se bem menos significativo no segundo semestre, passando de 0,20 para 0,10 ponto percentual, resultado da maior frequência de intervenções, refletindo um controle ainda mais rigoroso da autoridade monetária. Em 2005 essas oscilações do diferencial Selic foram ainda menores e a característica dominante nos dois anos anteriores cedeu espaço para intervalos onde a meta superava a Selic, representado pelo diferencial positivo se alternava com a meta abaixo da efetiva.

Com base na trajetória do diferencial Selic, verificou-se através das médias observadas da meta e da Taxa Selic, uma tendência predominante , onde a meta esteve em 68,75% dos dias analisados acima da Taxa Selic, representando assim a estratégia do Banco Central.

Como visto, a autoridade monetária controla com rigidez as oscilações das taxas de juros, assim, buscou-se através de tratamento estatístico aos dados, aplicar o Teste t, considerando a igualdade entre as médias da Meta Selic e da Taxa Selic, que rejeitou a hipótese em que a diferença é nula, levando a concluir que todo o esforço no gerenciamento da liquidez e controle da taxa de juros, tem como orientação estabelecer uma política de redução do custo da dívida, considerando que se a Meta Selic é o valor essencial para a obtenção da meta de inflação

determinada, e, se a taxa praticada no mercado está abaixo da meta, essa diferença representa economia por exemplo no pagamento de juros da dívida pública.

A orientação de redução do custo da dívida foi conjugada com um processo de alongamento gradual do prazo médio da dívida, que obteve êxito até 2001, interrompido temporariamente, dado a volatilidade no mercado financeiro doméstico ao longo de 2002, também com o aumento gradual dos títulos prefixados que aumentou sua participação de 9,06% em 1999 para 23% em maio de 2005, e redução da dívida exposta à variação cambial que passou de 33,55% em 2002 para 4,46% em maio de 2005, conforme os dados do Banco Central.

Em suma, o gerenciamento da DPMFi, obteve alguns sinais de melhora, aquém dos resultados desejados por parte da autoridade monetária. Este empenho deve ser continuado, considerando que, a sustentabilidade da dívida é altamente dependente da obtenção de superávits primários compatíveis por um longo período (10 a 20 anos), além da manutenção do controle do diferencial Selic, que apresentou de forma predominante durante o período a Taxa Selic abaixo da meta, proporcionando assim uma economia significativa nos custos associados à dívida.

Considerando que após um período de maturação da estabilidade de preços e melhora nos fundamentos macroeconômicos da nossa economia, entende-se que a orientação de gerenciamento da dívida, baseada na estratégia de melhorar sua estrutura e seus prazos, deve continuar e evoluir. Levando em conta ainda, que o custo da dívida é influenciado principalmente pelos movimentos de variáveis como a taxa de câmbio, Taxa Selic e índice de preços, e que esses estão sendo monitorados pela autoridade monetária, o que se espera é que se dê um passo a mais, e as estratégias de política como um todo, sejam orientadas, a partir de então, a buscar o tão esperado equilíbrio entre a estabilidade e o crescimento.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 2. ed. São Paulo, 1999. 319 p.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 4. ed. São Paulo, 2001. 356 p

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Nota para a Imprensa, vários números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, jun. 2004, p 39-50. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2004/06/ri200406mdp.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. GERIN. Relatório de Mercado, 30 jul. 2004. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20040730.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Base de Dados. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/seriesselecionadas.asp?ini=1>>. Acesso em: 11 ago. 2005.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**: teoria e política econômica. Tradução da 2. ed original de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 656 p.

BRESSER, Pereira & NAKANO Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, jul./set. 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454p.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia Monetária e Financeira**: uma abordagem pluralista. São Paul: Makron Books do Brasil, 1999. 341 p.

FISHER, Stanley. *Central Bank Independence Revisited*. In: *American Economic Review*. 85(2), p. 201-206, maio 1985.

GIAMBIAGI, Fábio; **ALÉM**, Ana Claudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 2. ed. Rev. e atual. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 475p.

GOLDFAJN, Ilan, Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável ? **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, [S.I.], n.25, jul. 2002.

HADDAD, L. S. **Dívida pública no Brasil e outros textos**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1985. (Coleção Mercado Aberto).

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1999. 256 p.

HOLLAND, M. ; Holland, M. ; **GOMES**, C. . Política Monetária e Regra de Taylor em condições de endividamento público no Brasil. **Revista da Anpec**, Brasil, v. 22, n. 40, p. 01-24, 2003.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Boletim de Conjuntura**. Política Monetária e Creditícia, n.65, jun. de 2004, p 57-65. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/bccj/bc_65h.pdf>. Acesso em: 11 ago. 2004.

INVESTNEWS. 2006. **LIMA**, Flavia. 10 anos do plano real, 2006. Disponível em: <http://www.investnews.com.br/Real10anos/default.asp?id_editoria=2461&id_noticia=442574>. Acesso em: jan. 2006.

MARINHO, H. **Política Monetária no Brasil: Da Teoria à Prática**. Rio de Janeiro, Campus, 1986.

MENDONÇA, H. F., Metas de Inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**. [S. I.]: v. 5, n.1, 2001

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000. 474 p.

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. 2nd. Ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2001.

ROSSETI, Jose Paschoal. **Introdução à economia**. 17. ed. reest. atual e ampl. São Paulo: Atlas, 1997. 922p

SALOMÃO, Miguel. **Política Econômica no Brasil**. 2.ed. Curitiba: Gráfica e Editora Dinarth, 1990.

SANT'ANA, José Antônio. **Economia Monetária: a moeda em uma economia globalizada**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1997. 274 p.

STERNE, G. et al. *Key Issues in in the Choice of Monetary Police Framework*. In: L. MADAHEVA and G. STERNE (eds.). **Monetary Frameworks in a Global Context**. London: Routledge, 2000.

TESOURO NACIONAL. 2004. Sumário dos Avanços recentes no gerenciamento da dívida pública brasileira. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Sumario_Gerenc_Div_publica.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2004.

TUROLLA, A. Frederico. **A Dívida Pública Brasileira, Conceitos, Perfil, Evolução e Perspectivas**. 2005. Artigo para o GV Prevé

WALSH, Carl E. *Central bank strategies, credibility and independence: a review essay*. In: **Journal of Monetary Economics**. [S.I.: s.n.], 32 (2): p. 287-302, 1993.