



ALFREDO COTAIT NETO

**OPERAÇÕES NO MERCADO ABERTO
NUMA ECONOMIA INFLACIONÁRIA:
O CASO BRASILEIRO**

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

1988

ALFREDO COTA IT NETO

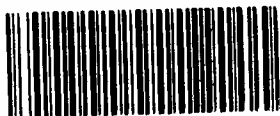
OPERAÇÕES NO MERCADO ABERTO
NUMA ECONOMIA INFLACIONÁRIA:
O CASO BRASILEIRO



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca

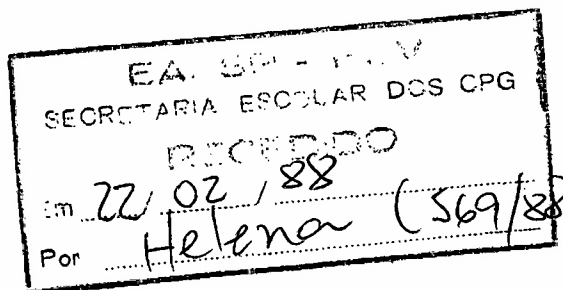


1171/89



1198901171

Dissertação de Mestrado, área de Economia
Aplicada à Administração, sob a orientação do
Professor Dr. Luiz Antonio de Oliveira Lima.



FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

1988

ORIENTADOR:

Professor Dr. Luiz Antonio de Oliveira Lima

2

189

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
S Data 14/12/89	N.º de Chamada 336.763.4 (81) C 8430
N.º Volume 1121/89	Registrado por E.

T
e.1

SP-00003684-1

1000 177-150

1000 177-150 1000 177-150 1000 177-150 1000 177-150 1000 177-150

À LAILA, minha mulher
Ao CESARINO, meu anjinho
Ao GUILHERME e ALFREDINHO, meus filhos

Ao Professor Dr. Luiz Antonio Oliveira Lima,
pela preciosa orientação e oportunidade que me
ofereceu para a elaboração desta dissertação.

Ao meu pai Cesario ("in memoriam") e à minha
mãe Jenny, pelo incentivo e dedicação à minha
formação acadêmica.

Ao amigo economista Manoel Francisco Pereira,
pelo estímulo, troca de idéias e informações.

Ao amigo economista Ricardo T. Nakatsu, pelo
auxílio na análise e conferência do trabalho.

À Eneida de Paula Rosi e Márcia Tizuko
Taniguchi, pela montagem desta dissertação.

O tema principal deste trabalho é a análise do Mercado Aberto como principal instrumento de política monetária numa economia convencional, derivando-se posteriormente para a análise de uma economia inflacionária estudando o caso brasileiro.

O trabalho nos Capítulos I e III procura ser emitentemente prático, na medida em que descreve as operações e técnicas que caracterizam o Mercado Aberto como instrumento de sintonia fina, no dia-a-dia do mercado financeiro, bem como procura descrever todas as formas de títulos públicos federais existentes decorrentes da administração da dívida pública.

No Capítulo II, apresenta bases teóricas sobre o mercado aberto, enquanto instrumento de financiamento do déficit público e de controle monetário.

No Capítulo IV, avalia criticamente sua implantação e evolução no caso brasileiro.

No Capítulo V, formula propostas visando o aperfeiçoamento do Mercado Aberto no Brasil.

CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. MERCADO ABERTO.....	2
1.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO ABERTO NO BRASIL.....	2
1.3. ESTRUTURA FINANCEIRA RECENTE.....	7
1.4. OS INSTRUMENTOS DE CONTROLE MONETÁRIO.....	16
1.5. FUNÇÕES DO MERCADO ABERTO.....	19
1.5.1. Operações Dinâmicas x Operações Defensivas de Mercado Aberto.....	21
1.5.2. O Processo da Média Móvel e as Reservas Compulsórias.....	22
1.6. O MERCADO ABERTO E SEUS ASPECTOS OPERACIONAIS.....	24
1.6.1. Custo de Financiamento por um Dia (Overnight).....	24
1.6.2. O Mercado de ADM x SELIC.....	26
1.6.3. Estrutura do Sistema SELIC.....	27
1.6.4. O Mercado de ADM.....	28
1.7. OBJETIVO DAS OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO PARA OS DIVERSOS AGENTES ECONÔMICOS.....	29
1.8. SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA (SELIC).....	33
1.9. CENTRO DE TROCA DE DOCUMENTOS (CTD).....	38
1.10. REGULAMENTAÇÃO DAS CARTAS DE RECOMPRA.....	39
1.10.1. Habilitadas Integralmente.....	40
1.10.2. Habilitadas Parcialmente.....	41
1.10.3. Sem Habilitação.....	42
CAPÍTULO II. FORMULAÇÃO DE BASES TEÓRICAS.....	43
2.1. CASO BRASILEIRO.....	58
2.2. O PAPEL DO BANCO CENTRAL E DO BANCO DO BRASIL.....	58
2.3. ORÇAMENTO MONETÁRIO.....	61
2.4. DERIVAÇÃO DO MODELO.....	65
CAPÍTULO III. TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL.....	69
3.1. LTN - LETRAS DO TESOIRO NACIONAL.....	73
3.1.1. Emissão e Colocação.....	73
3.1.2. Características.....	75
3.1.3. Negociação em Mercado.....	78
3.1.4. Fórmula Geral das LTN's.....	79
3.1.5. Mecanismo "Dealers" e Operações Compromissadas.....	83
3.1.6. A Técnica do "Go-Around".....	85
3.1.7. Principais Utilizações Específicas.....	87
3.1.8. Tributação.....	88
3.2. OTN - OBRIGAÇÕES DO TESOIRO NACIONAL.....	90
3.2.1. Emissão.....	91
3.2.2. Colocação.....	91
3.2.3. Resgate.....	92

3.2.4. Papéis em Mercado.....	92
3.2.4.1. OTN's Monetárias.....	92
3.2.4.2. OTN's Cambiais.....	93
3.2.5. Formas de Negociação.....	94
3.2.6. Principais Utilizações Específicas.....	96
3.2.7. Tributação Sobre a Variação Cambial.....	96
3.3. LBC - LETRAS DO BANCO CENTRAL.....	102
3.3.1. Emissão, Colocação e Resgate.....	102
3.3.2. Fórmula Básica.....	103
3.3.3. Exemplos.....	103
3.4. TRIBUTAÇÃO.....	105
3.4.1. Operação Financeira de Curto Prazo.....	105
3.4.2. Ganho de Capital.....	106
3.4.2.1. Letras do Banco Central.....	106
3.4.2.2. CDB's e LC's Pós Com Compromisso de Recompra.....	107
3.4.2.3. CDB's e LC's na Compra e Venda Definitiva.....	107
3.4.2.4. OTN's.....	109
3.4.2.5. LTN's.....	110
3.4.2.6. Papéis Pré-Fixados Privados.....	111

CAPÍTULO IV. AS ESTRATÉGIAS NO MERCADO ABERTO.....	113
4.1. A QUESTÃO DO DÉFICIT PÚBLICO.....	119
4.2. A ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	123

CAPÍTULO V. CONCLUSÕES E PROPOSTAS.....	130
5.1. CONCLUSÕES.....	131
5.2. PROPOSTAS.....	133

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	136
--	------------

CAPÍTULO I

INTRODUÇÃO

Definição: No que tange a teoria econômica, o termo Mercado Aberto refere-se somente a operações com a carteira própria de títulos federais do Banco Central do Brasil, com o objetivo de atuar sobre as reservas do sistema bancário e, conseqüentemente, sobre a liquidez do sistema. Porém, é preciso notar que erroneamente, adotou-se no Brasil convenção de distinguir entre o mercado de ações e o mercado de papéis de renda fixa, de longo (convencionalmente mais de sessenta dias) e curto prazo, passando o último a ser tratado genericamente de Mercado Aberto.

1.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO ABERTO NO BRASIL

Com a criação do Banco Central do Brasil pela Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, seguida pela substituição da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo Conselho Monetário Nacional e com a promulgação da Lei nº 4357, de 16 de julho de 1961, criando as ORTN's e tendo como principal característica, a cláusula de correção monetária, foi possível a criação de um mercado financeiro ágil e seguro, uma vez que, até esta data, estava em vigor a chamada "Lei da Usura"; lei esta que não permitia que os juros nominais ultrapassassem a barreira dos 12% ao ano, penalizando, conseqüentemente, o poupador. Na verdade, esta foi a principal razão para a atrofia do mercado financeiro brasileiro ao longo das décadas de 30, 40 e 50, devido, principalmente, a aceleração do processo inflacionário ao longo de alguns períodos, acarretando para os poupadores, juros reais fortemente negativos, dirigindo-se assim, a poupança interna privada para outros ativos, tais como: imóveis, dólar,

ouro, etc., gerando pesados prejuízos à indústria nascente nacional, de vez que estas não podiam contar com a poupança interna privada, para financiar seus projetos de investimento de médio e longo prazo.

O mercado financeiro primário ganhou expressão após as reformas que ocorreram no período 64/67, quando as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e as letras de câmbio já haviam fortalecido à sua aceitação junto ao público, enquanto surgiam e ganhavam expressividade, importantes instrumentos de captação voluntária de poupança como os Depósitos a Prazo Fixo, Depósitos de Poupança e as Letras do Tesouro Nacional. Nessa fase, a sistemática de os haveres financeiros serem emitidos ou garantidos pelo governo, foi de extrema importância para facilitar a aceitação pelo público. (Ver Tabela 1, Gráfico 1).

Ora, o desenvolvimento do mercado financeiro entre o final da década de 60 e o início de 70 foi, sem dúvida, um dos fatores impulsionadores das elevadas taxas de crescimento do Produto Real apresentadas pelo Brasil ao longo da última década, como mostra a Tabela 2. Além desse fato, observamos também, as elevadas taxas de crescimento do total dos haveres não monetários em relação ao produto interno bruto (coluna 8), donde se conclui que a participação dos haveres não-monetários em relação ao PIB, evoluiu de 12,9% em 1970, para 44,8%, em 1987.

TABELA 1

EVOLUCAO DOS HAVERES FINANCEIROS
monetarios e nao monetarios

Saldos em Final de Período em Cz\$ milhoes

FINAL DE PERIODO	HAVERES MONETARIOS		HAVERES NAO MONETARIOS		HAVERES FINANCEIROS		PARTICIPACAO HAVERES	
	(1): VOLUME	VAR %	(2): VOLUME	VAR %	(3): VOLUME	VAR %	MONETARIOS	NAO MONETARIOS
1970:	35:	-	29:	-	64:	-	54.7%	45.3%
1971:	46:	31.4%	50:	72.4%	96:	50.0%	47.9%	52.1%
1972:	64:	39.1%	79:	58.0%	143:	49.0%	44.8%	55.2%
1973:	95:	48.4%	124:	57.0%	219:	53.1%	43.4%	56.6%
1974:	127:	33.7%	166:	33.9%	293:	33.8%	43.3%	56.7%
1975:	183:	44.1%	286:	72.3%	469:	60.1%	39.0%	61.0%
1976:	253:	38.3%	436:	52.4%	689:	46.9%	36.7%	63.3%
1977:	351:	38.7%	675:	54.8%	1,026:	48.9%	34.2%	65.8%
1978:	499:	42.2%	1,059:	56.9%	1,558:	51.9%	32.0%	68.0%
1979:	871:	74.5%	1,739:	64.2%	2,610:	67.5%	33.4%	66.6%
1980:	1,467:	68.4%	2,914:	67.6%	4,381:	67.9%	33.5%	66.5%
1981:	2,790:	90.2%	8,066:	176.8%	10,856:	147.8%	25.7%	74.3%
1982:	4,649:	66.6%	15,469:	91.8%	20,118:	85.3%	23.1%	76.9%
1983:	9,157:	97.0%	42,911:	177.4%	52,068:	158.8%	17.6%	82.4%
1984:	27,698:	202.5%	174,035:	305.6%	201,733:	287.4%	13.7%	86.3%
1985:	111,976:	304.3%	691,774:	297.5%	803,750:	298.4%	13.9%	86.1%
1986:	455,374:	306.7%	1,088,637:	57.4%	1,544,011:	92.1%	29.5%	70.5%
1987:	1,062,557:	133.3%	5,687,996:	422.5%	6,750,553:	337.2%	15.7%	84.3%

Fonte: Banco Central do Brasil.

OBS: 1987 - Resultados Preliminares.

EVOLUCAO DOS HAVERES NAO MONETARIOS

TABELA 2

Saldo em Final de Período em C\$ milhões

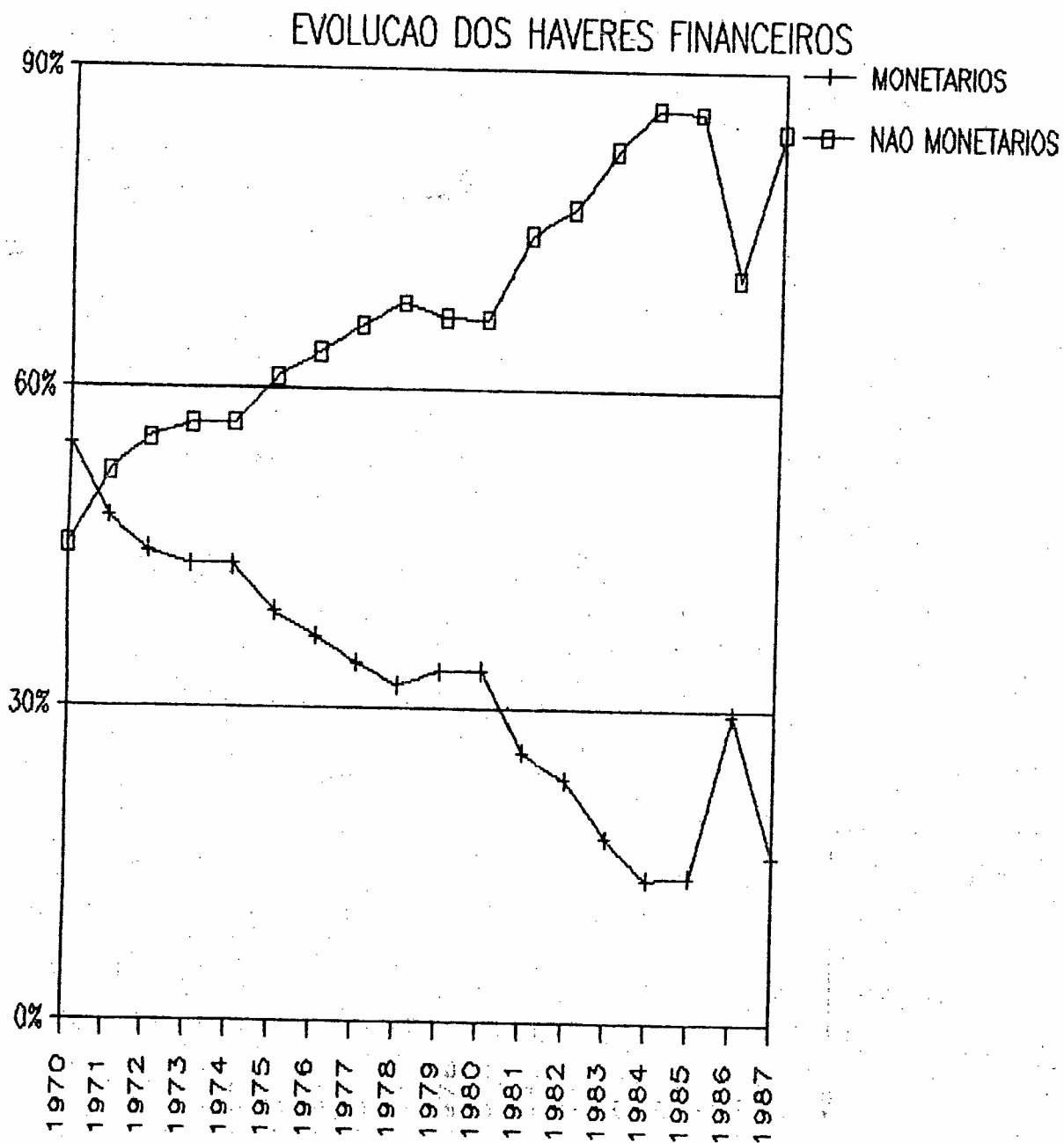
FINAL	CADERNETA	DEPOSITOS	LETRAS	LETRAS	IMOBILIARIAS	TTIT. DIV. FEDERAL	TOTAL DOS HAVERES	P I 8	6 / 7	PIB
DE	DE POUPANCA	A PRAZO	DE CAMBIO	IMOBILIARIAS	EM PODER MERCADO	NAO MONETARIOS (*)				
PERIODO	VOLUME	VAR %	VOLUME	VAR %	VOLUME	VAR %	VOLUME	VAR %	VOLUME	REAL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)		
1970	21	4	8	2	9	25	194	12.9%		
1971	41	9	15	3	14	45	260	17.3%	11.3%	
1972	81	17	21	5	22	73	349	162.2%	20.9%	12.1%
1973	141	26	35	7	34	116	487	158.9%	23.8%	14.0%
1974	291	33	43	8	47	160	714	137.9%	22.4%	9.0%
1975	551	55	56	9	78	253	1,005	158.1%	25.2%	5.2%
1976	1081	73	88	10	146	405	1,626	160.1%	24.9%	10.1%
1977	1771	133	82	11	202	605	2,487	149.4%	24.3%	4.5%
1978	2891	226	128	11	314	968	3,620	160.0%	26.7%	4.8%
1979	5231	410	187	13	398	1,531	6,041	158.2%	25.3%	7.2%
1980	9851	639	275	16	621	2,536	12,639	165.6%	20.1%	9.1%
1981	2,485	1,560	494	26	2,170	6,735	24,737	265.6%	27.2%	-3.4%
1982	5,720	3,360	1,298	30	4,866	15,274	48,148	226.8%	31.7%	.9%
1983	18,154	9,647	3,200	79	9,524	40,604	118,195	265.8%	34.4%	-2.5%
1984	62,510	39,986	9,816	135	53,081	165,528	387,968	407.7%	42.7%	5.7%
1985	217,687	149,164	32,833	127	258,489	658,300	1,406,077	397.7%	46.8%	8.3%
1986	329,841	291,450	46,349	372	359,219	1,027,231	3,687,473	156.0%	27.9%	8.2%
1987	2,061,857	885,822	73,550	372	2,267,449	5,289,050	11,796,545	514.9%	44.8%	2.6%

Fonte: Banco Central do Brasil.

OBS: 1987 - Resultados Preliminares.

(*) - Não inclui os títulos das Dividas Estaduais e Municipais

GRÁFICO 1



Nos últimos anos, as alterações introduzidas no mercado financeiro, quase sempre, por iniciativa do Governo, propiciaram não só o aparecimento de novas instituições e instrumentos financeiros mas, acima de tudo, geraram uma sofisticação financeira que, embora tenham permitido um melhor aproveitamento dos recursos disponíveis, trouxe também dificuldades adicionais para o controle monetário, já que tornou mais complexo o relacionamento entre os agentes econômicos e a própria forma de atuação do Banco Central do Brasil.

Alguns aspectos do mercado financeiro, de fundamental importância, devem ser relacionados quando se pretende compreender melhor as razões que nortearam a introdução das Operações de Mercado Aberto no Brasil. De uma maneira resumida, a atual estrutura financeira foi alcançada nas etapas comentadas a seguir:

PRIMEIRA FASE: FORMAÇÃO DO AMBIENTE ADEQUADO

No período posterior a 1964, houve a formação de um ambiente propício ao crescimento econômico e ao desenvolvimento da atividade financeira. Das providências básicas adotadas nesse período, merecem destaque as seguintes:

1. Combate gradualista à inflação e criação da correção monetária;
2. Consolidação da estabilidade política;
3. Retomada do crescimento da economia.

Essas medidas contribuíram para a estabilidade política e monetária, a realidade das taxas de juros que até então, se mostravam quase sempre negativas em termos reais e a não-existência de correção monetária, o que afugentava a poupança financeira. Ao lado de tudo isso, sabe-se que a acumulação de ativos financeiros depende do crescimento da renda (tomada como "proxy" da riqueza) e que a economia, nessa ocasião, não mostrava uma boa performance.

A inexistência de mercado secundário, para dar liquidez aos haveres financeiros, e permitir uma maior facilidade de aplicação dos recursos, dentro dos prazos desejados pelos poupadores, contribuiu de maneira decisiva para a limitação da atividade financeira. Assim, a evolução financeira era obstada tanto pelo lado dos poupadores, como em relação aos próprios intermediários financeiros. Não se contava com a menor base institucional para se incrementar a poupança e o investimento, da mesma forma que a legislação econômica era dominada pela ficção da moeda estável. Dai, Simonsen destacar como impecilhos ao nosso desenvolvimento financeiro, a Lei da Usura (promulgada em 1933) que proibia juros nominais superiores a 12% a.a. e a Lei da Cláusula de Duro, promulgada no mesmo ano, que proibia qualquer contrato estipulado em outra moeda que não fosse a nacional e pelo seu valor legal.

O problema não se limitava apenas ao reduzido número de formas de poupança financeira, mas, principalmente, ao pequeno volume global de poupança, que se concentrava na forma de poupança real (construções, divisas, ouro, etc.). Esse comportamento é explicado pelo fato de a poupança, na forma real, desempenhar melhor a função de reserva de valor do que a poupança financeira, haja vista a valorização dos ativos reais, que, de uma maneira geral, acompanha o comportamento dos preços, e a ausência de correção monetária. Quando se tratava de pessoas jurídicas, podia se admitir um certo volume de poupança

financeira na forma de lucros retidos.

A concentração da poupança, na forma de riqueza real, é explicada por Gurley e Shaw, não apenas em função da ausência dos requisitos fundamentais para desenvolver a atividade, conforme comentário anteriormente, mas também, em decorrência da supremacia dos bancos comerciais sobre os poucos intermediários não-bancários, o que bem caracteriza a situação vigente em 1964. A diferenciação do produto no campo financeiro, afirmam os referidos autores, resulta, inicialmente, da institucionalização da poupança e do investimento, assim como da ampliação e surgimento de novos intermediários financeiros.

Diante da fragilidade da poupança financeira e do comportamento estanque dos mercados financeiros (não havia a figura dos dealers nos diversos títulos para integrar os mercados), as instituições financeiras estavam impedidas de exercer as funções básicas de intermediação, além da pequena divisibilidade do mercado decorrente das dificuldades em se captar pequenos volumes de poupança e difundir as atividades financeiras pelos diversos segmentos da economia.

A dificuldade em se captar poupanças de maneira voluntária, fica melhor evidenciada quando se recorre ao período anterior à criação das ORTN's e à introdução da correção monetária. Nessa fase, o mercado de títulos públicos encontrava-se totalmente desarticulado, devido à inflação violenta, a retorno irreais e a problemas de impontualidade de resgate que levaram a dívida pública mobiliária a permanecer estagnada de 1958 a 1963, e a ser, mais tarde, resgatada através do Decreto-Lei nº 263, de 28 de fevereiro de 1967. Sendo o Tesouro Nacional símbolo da credibilidade, pouco se poderia esperar em termos de desenvolvimento dos mercados financeiros privados, já que o mercado de títulos públicos costuma ser o responsável pelo

surgimento e consolidação dos demais mercados. Como forma de restabelecer o crédito público, foram introduzidas as ORTN's mais tarde complementadas com Letras do Tesouro Nacional (Decreto-Lei nº 1070, de 20 de janeiro de 1970).

SEGUNDA FASE: REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA

O período de 1964 a 1967 se caracterizou pelas reformas institucionais; quando em seguida, à criação das ORTN's (Lei nº 4357/64), introduziram-se as seguintes inovações:

1. Reforma Bancária (Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964), que dispõe, sobre a Autoridade Monetária, instituições bancárias e creditícias e criou o Conselho Monetário Nacional;
2. Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965); e
3. Sistema Financeiro Habitacional (Lei nº 4380, de 21 de agosto de 1964).

TERCEIRA FASE: PERÍODO DE 1968 A 1971

Esta última fase completa a formação básica do setor financeiro. Neste período, cabem as seguintes observações:

1. Estabilidade de preços (inflação em torno de 20% ao ano);
2. Recuperação da atividade econômica (crescimento de 11% ao ano);
3. Eliminação do déficit do Tesouro Nacional (não

considerado o déficit das estatais e outras despesas do tesouro), com a utilização do orçamento monetário para o financiamento do setor público;

4. Consolidação dos fundos compulsórios de poupança;
5. O mercado financeiro encerrava a fase de aprendizado e de adaptação às modificações institucionais introduzidas.

O mercado financeiro primário ganhou expressão após as reformas que ocorreram no período de 1964/1967, quando as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e as Letras de Câmbio já haviam fortalecido a sua aceitação junto ao público, enquanto surgiam e ganhavam expressividade importantes instrumentos de captação voluntária de poupança, como os Depósitos a Prazo Fixo, Depósitos de Poupança e as Letras do Tesouro Nacional. Nessa fase, a sistemática de os haveres financeiros serem emitidos ou garantidos pelo Governo, foi de extrema importância para facilitar a aceitação pelo público. (Vide Tabela 3).

O primeiro passo para avaliar o potencial de um mercado financeiro, consiste em conhecer a variedade e os volumes dos instrumentos financeiros disponíveis, como formas alternativas de poupança, e em se fazer vigorar taxas de juros reais positivos nos mercados financeiros. O crescimento dos haveres financeiros, nos últimos anos, tranquiliza quanto à potencialidade e conforme a pujança do mercado primário, principalmente se atentarmos para a sua recente formação, dentro da idéia básica de que montamos um novo sistema a partir de 1964, com a criação da correção monetária.

TABELA 3

COMPOSICAO DOS HAVERES NAO MONETARIOS

Saldo em Final de Período em Cr\$ milhões

PERÍODO	CADERNETA DE POUPANCA		DEPOSITOS A PRAZO		LETRAS DE CAMBIO		LETRAS IMOBILIARIAS		TÍT. DIV. PÚBLICA EM PODER MERCADO		TOTAL DOS HAVERES NÃO MONETARIOS (*)	
	(1)	% NO TOTAL	(2)	% NO TOTAL	(3)	% NO TOTAL	(4)	% NO TOTAL	(5)	% NO TOTAL	(1+2+3+4+5)	% NO TOTAL
	VOLUME		VOLUME		VOLUME		VOLUME		VOLUME		VOLUME	
1970	21	8.0%	41	16.0%	81	32.0%	21	8.0%	91	36.0%	251	100.0%
1971	41	8.9%	91	20.0%	151	33.3%	31	6.7%	141	31.1%	451	100.0%
1972	81	11.0%	171	23.3%	211	28.8%	51	6.8%	221	30.1%	731	100.0%
1973	141	12.1%	261	22.4%	351	30.2%	71	6.0%	341	29.3%	1161	100.0%
1974	291	18.1%	331	20.6%	431	26.9%	81	5.0%	471	29.4%	1601	100.0%
1975	551	21.7%	551	21.7%	561	22.1%	91	3.6%	781	30.8%	2531	100.0%
1976	1081	26.7%	731	18.0%	681	16.8%	101	2.5%	1461	36.0%	4051	100.0%
1977	1771	29.3%	1331	22.0%	821	13.6%	111	1.8%	2021	33.4%	6051	100.0%
1978	2891	29.9%	2261	23.3%	1281	13.2%	111	1.1%	3141	32.4%	9681	100.0%
1979	5231	34.2%	4101	26.8%	1871	12.2%	131	.8%	3981	26.0%	1,5311	100.0%
1980	9851	38.8%	6391	25.2%	2751	10.8%	161	.6%	6211	24.5%	2,5361	100.0%
1981	2,4851	36.9%	1,5601	23.2%	4941	7.3%	261	.4%	2,1701	32.2%	6,7351	100.0%
1982	5,7201	37.4%	3,3601	22.0%	1,2981	8.5%	301	.2%	4,8661	31.9%	15,2741	100.0%
1983	18,1541	44.7%	9,6471	23.8%	3,2001	7.9%	791	.2%	9,5241	23.5%	40,6041	100.0%
1984	62,5101	37.8%	39,9861	24.2%	9,8161	5.9%	1351	.1%	53,0811	32.1%	165,5281	100.0%
1985	217,6871	33.1%	149,1641	22.7%	32,8331	5.0%	1271	.0%	258,4891	39.3%	658,3601	100.0%
1986	329,8411	32.1%	291,4501	28.4%	46,3491	4.5%	3721	.0%	359,2191	35.0%	1,027,2311	100.0%
1987	2,061,8571	39.0%	885,8221	16.7%	73,5501	1.4%	3721	.0%	2,267,4491	42.9%	5,289,0501	100.0%

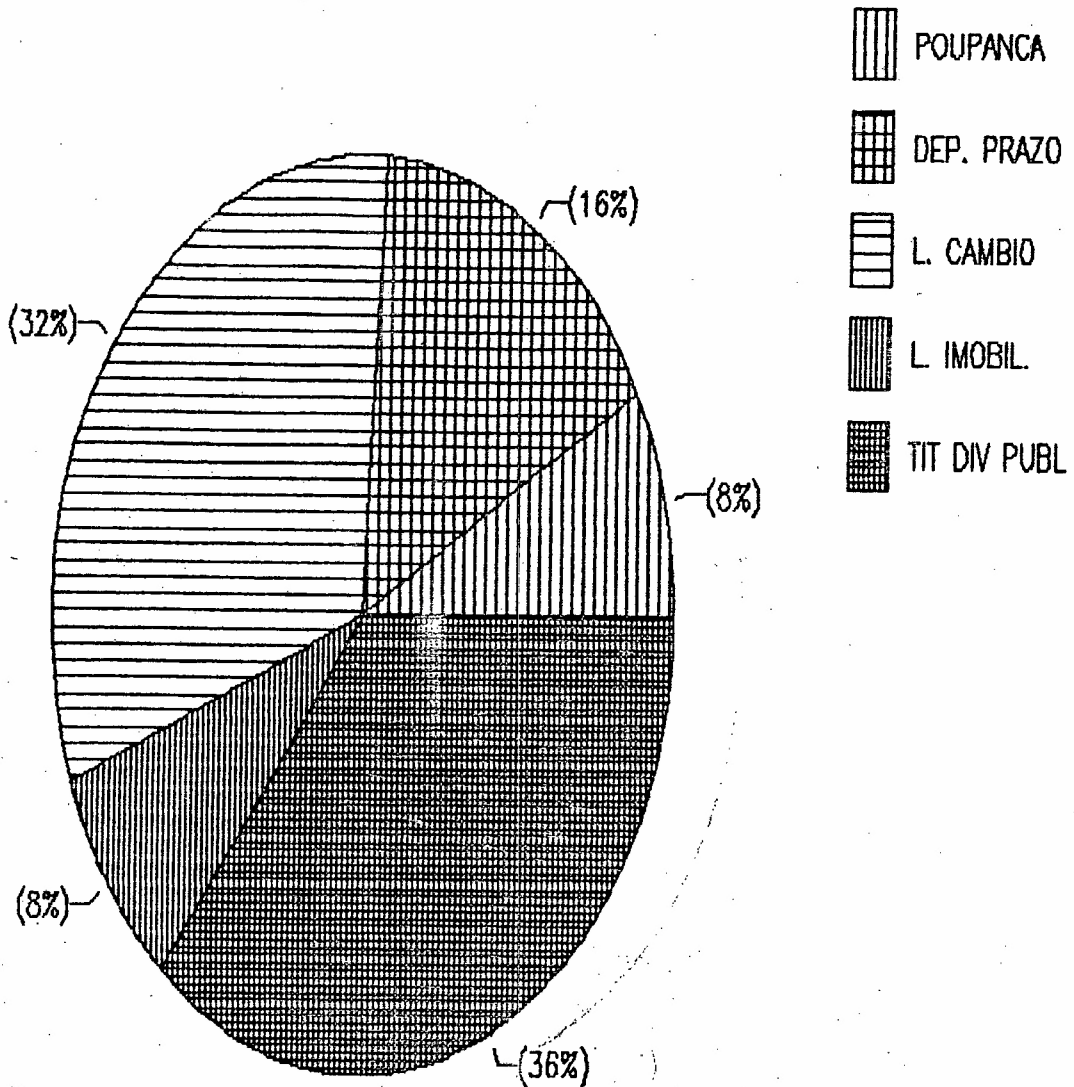
Fonte: Banco Central do Brasil.

S: 1987 - Resultados Preliminares.

) - Não inclui os títulos das Dívidas Estaduais e Municipais

GRÁFICO 2

COMPOSICAO DOS HAVERES NAO MONETARIOS



1970

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

1980

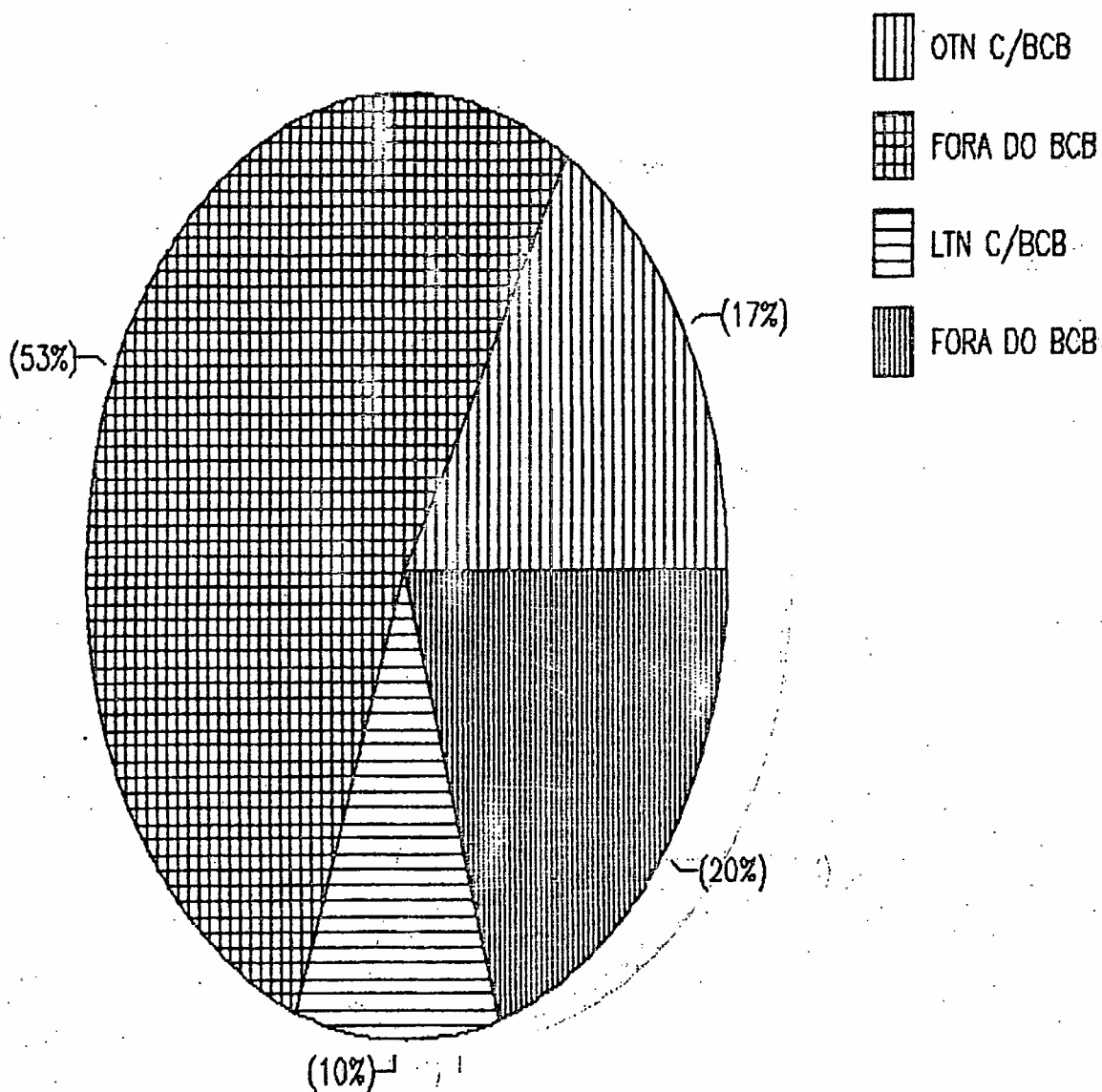
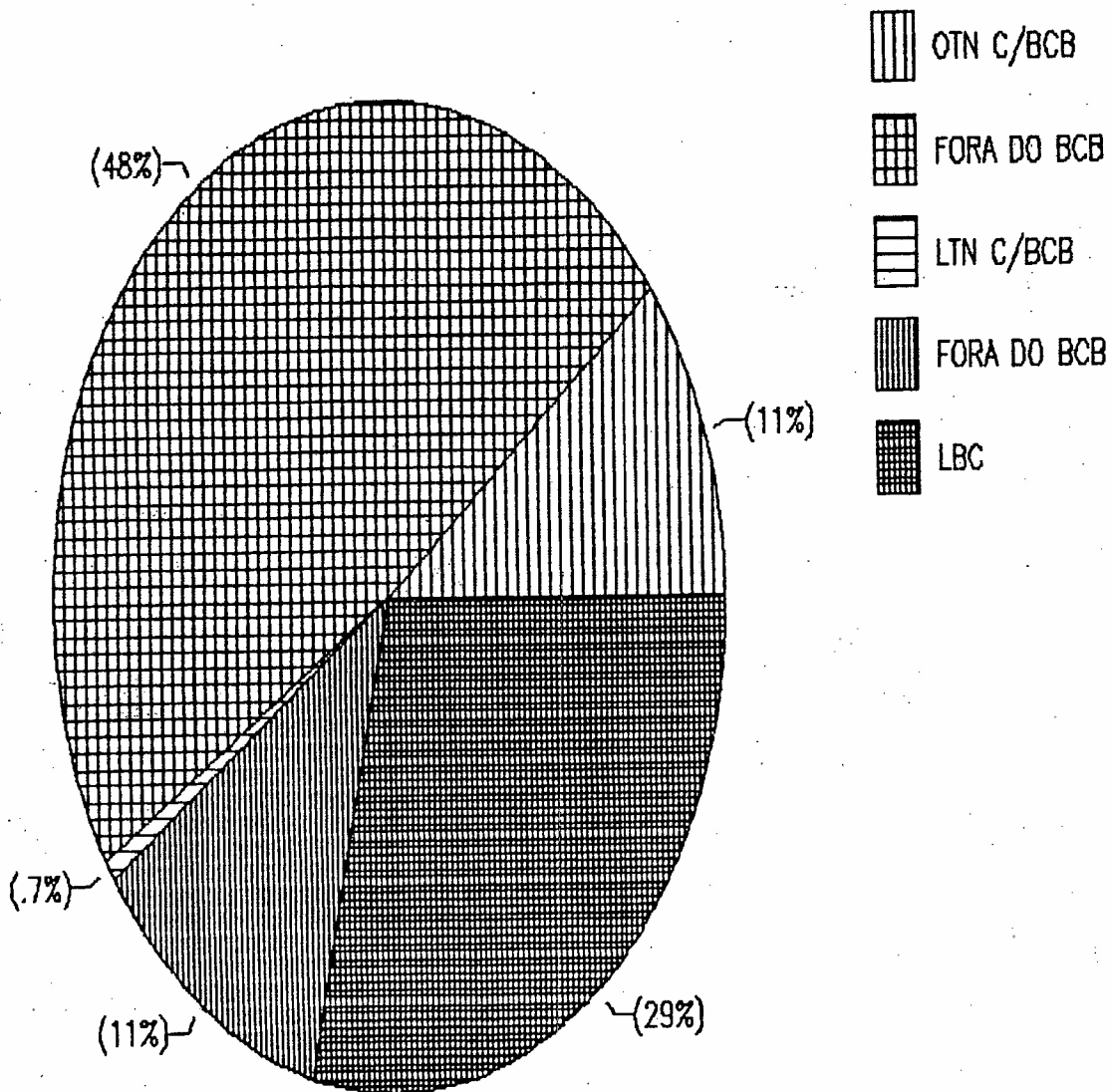


GRÁFICO 4

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL 1987



Os Gráficos 2, 3 e 4 mostram as diferentes participações dos haveres financeiros não monetários em 1970, 1980 e 1987, respectivamente. Observa-se de 1970 para 1980, uma queda brutal na participação das Letras de Câmbio (32% para 11%), em benefício da Caderneta de Poupança (8% para 39%), que passou a ser o ativo financeiro mais popular perante as pessoas físicas.

Igualmente, com o surgimento do CDB (Certificado de Depósito Bancário) pós-fixado, amplia-se a participação dos depósitos a prazo fixo de 16%, em 1970, para 25% em 1980, caindo depois para 16,7%, em 1987. De 1980 para 1987, os depósitos a prazo fixo (títulos do setor privado), perdem espaço para os títulos públicos que sobem de 24,5% em 1980, para 42,9% em 1987.

1.4. OS INSTRUMENTOS DE CONTROLE MONETÁRIO

A nova estrutura financeira gerou o aparecimento de toda uma gama de instrumentos e de técnicas operacionais no campo financeiro. Como contrapartida de todo esse processo, constatou-se a necessidade de aperfeiçoar o ferramental da política monetária, inclusive como forma de controlar o crescimento dos haveres financeiros não-monetários. Os instrumentos de política monetária disponíveis na ocasião da implementação das Operações de Mercado Aberto, especificamente o Compulsório e o Redesconto, são instrumentos voltados diretamente para o controle das reservas bancárias, não se mostrando eficientes na captação de recursos em poder das pessoas físicas e jurídicas não financeiras. Mesmo em relação aos bancos, é imprescindível um controle mais flexível e menos dependente de normas ou resoluções do Banco Central do Brasil.

Como solução para os entraves à implementação da política monetária, recorreu-se às Operações de Mercado Aberto, que pelas suas características, se prestam ao controle, via mercado, dos haveres financeiros e da base monetária, através do controle das reservas bancárias. Estabelecendo um controle permanente sobre a liquidez de todos os agentes econômicos (e não apenas sobre os bancos comerciais), essas operações têm flexibilidade diária, de retirar recursos excedentes da economia ou injetar recursos quando a situação exigir. Na medida em que os agentes econômicos que não os bancos comerciais participem desse instrumento, ocorre criação ou destruição de moeda e efeitos sobre o volume das reservas bancárias.

O Redesconto, também denominado Assistência Financeira ou Empréstimo de Liquidez, se apresenta como instrumento tipicamente de controle bancário e de menor agilidade, na medida em que toda a iniciativa parte do banco tomador de empréstimo, cabendo ao Banco Central do Brasil, como administrador do instrumento, manipular o custo de empréstimo como forma de induzir ao maior ou menor volume de endividamento. O Compulsório, em termos teóricos, se mostra como excelente instrumento estrutural capaz de levar a caixa bancária a uma situação geral de aperto ou maior liquidez, conforme se eleve ou reduza a taxa de recolhimento. Entretanto, sua utilização apresenta inúmeras desvantagens:

1. O instrumento não é flexível, no sentido de que sensibiliza simultaneamente a todos os bancos, independentemente da situação individual de caixa;
2. Alterações frequentes na taxa do Compulsório não devem ser feitas, em especial para cima, sob pena de prejudicar a operacionalidade dos bancos;
3. O impacto da alteração da taxa (recolhimento ou

liberação) pode ser dar quando as condições de liquidez forem completamente diferentes das existentes no momento da tomada de decisão;

4. O instrumento é próprio para ajustes estruturais e longos, no sentido de que atinge a todos os bancos e gera uma situação de liquidez diferente da anterior;

5. O instrumento não se adapta ao controle das reservas no dia-a-dia ou mesmo de semana para semana, dada a necessidade de emissão de resolução por parte do Banco Central do Brasil ou a aprovação de novo percentual por intermédio de lei, quando este ultrapassar a taxa máxima permitida.

A realidade tem mostrado que o desempenho não adequado dos Depósitos Compulsórios, que funcionou até o final de 1975, como instrumento de crédito seletivo, e da Assistência Financeira que não se limitou a recursos de última instância, fez com que esses instrumentos não desempenhassem seu papel de correção dos desvios da base monetária e do multiplicador monetário, o que contribuiu para a redução da operacionalidade do modelo de oferta monetária utilizado no Brasil.

Esse fato fica bem caracterizado no período de 1970 a 1975, quando o Compulsório sofreu profundas transformações ao passar de instrumento essencial de controle quantitativo para instrumento orientado para a seletividade do crédito (redução do percentual em espécie de 18,7% em 1965 para 1,20% em 1975), como forma de atender à pequena empresa e tornar menos onerosa para os bancos a parcela em espécie. A partir de 1975, há um retorno do Depósito Compulsório à situação de instrumento de controle quantitativo, em função da elevação da taxa de recolhimento, que chegou a se

situar em 40%, em novembro de 1977. Nessa ocasião, foram sustadas todas as resoluções que beneficiavam os bancos (Resoluções números 184, 250, 180, 295, 318 e 344), assim como, foram recolhidas as liberações (Resolução nº 350, de 13 de novembro de 1975) antes efetuadas para atender a dificuldade de liquidez dos bancos comerciais. Os argumentos alinhados levam a concluir quanto à necessidade de se aprimorar os instrumentos à disposição do Banco Central do Brasil.

1.5. FUNÇÕES DO MERCADO ABERTO

1. Cobrir os déficits de caixa do Tesouro Nacional com recursos não inflacionários;
2. Realizar certos investimentos públicos com recursos extra-orçamentários;
3. Procurar atingir plena utilização do mercado aberto como principal instrumento de controle monetário;
4. Promover o giro da Dívida Pública Mobiliária da União.

São três os instrumentos clássicos de política monetária: Compulsório, Redesconto e Mercado Aberto. Sobre os dois primeiros, já comentamos, há muito encontraram seus limites de utilização.

Existe, ainda, o controle e seleção do crédito, que embora seja rejeitado pela corrente ortodoxa, dado que impõem restrições ao livre funcionamento do mercado, se presta ao controle das

taxas de juros, à determinação dos volumes, destinação, limites e condições dos empréstimos.

Quanto ao Mercado Aberto, vem cada vez mais sendo utilizado como instrumento de política monetária e, principalmente, como uma das grandes fontes supridoras de recursos não inflacionários para os diversos orçamentos (Estatais, Monetário e Fiscal). Seu mecanismo operacional básico consiste em o Banco Central do Brasil comprar e vender ativos não-monetários, no Mercado Aberto, com vistas a prevenir oscilações indesejáveis no nível de liquidez.

De modo geral, tem-se utilizado títulos emitidos pelo governo na operacionalização do instrumento. Assim, atualmente, no Brasil, o título que vem sendo utilizado na execução da política monetária, é a Letra do Banco Central, cuja emissão passou a ser recentemente, de competência do Tesouro Nacional e mais recentemente passou a denominar-se LFT - Letra Financeira do Tesouro.

O "Open Market" é o instrumento de controle que, pelas suas características, pode neutralizar, automaticamente, as pressões erráticas de curto prazo, tendentes a perturbar o nível de liquidez, pois, qualquer comportamento anormal nesta última, pode gerar prejuízos para todo o sistema. Poderia ocorrer, por exemplo, forte contração nas reservas internacionais brasileiras, seguida por elevação nos depósitos em cruzados referentes a débito em moeda estrangeira pelas empresas privadas e estatais (Resolução nº 432) no Banco Central do Brasil, em determinado mês. O resultado inevitável seria um violento aperto de liquidez. Se o evento se der no sentido oposto, o resultado seria um excesso de liquidez. Assim, comprando, injeta moeda no sistema econômico e, vendendo, faz o inverso.

O problema fundamental para a formulação da estratégia de atuação do Banco Central do Brasil no Open Market, refere-se à escolha da variável, tomada como parâmetro nas intervenções diárias. O "trade-off" básico da política de Mercado Aberto pode ser resumido entre o controle sobre três variáveis: Base Monetária, Reservas Livres e Taxas de Juros.

Define-se Base Monetária, como sendo o somatório de: papel-moeda em poder do público, reservas compulsórias e reservas excedentes.

Define-se, ainda, as reservas excedentes, como sendo a diferença entre reservas totais e reservas compulsórias.

Da mesma forma, as reservas livres - recursos depositados nas Autoridades Monetárias, com utilização livre para novos créditos pelos bancos comerciais -, como sendo a diferença entre as reservas excedentes e o empréstimo de liquidez (redesconto).

1.5.1. OPERAÇÕES DINÂMICAS X OPERAÇÕES DEFENSIVAS DE MERCADO ABERTO

O Banco Central do Brasil, através de sua mesa de operações, realiza operações diárias no Mercado Aberto. A decisão sobre a compra e venda de títulos públicos, isto é, sobre a colocação ou retirada de recursos do sistema, está vinculada a duas funções básicas deste instrumento de política monetária. Chama-se Operações Dinâmicas de Mercado Aberto ao papel desempenhado pelo BACEN em contribuir para uma dada meta de crescimento dos agregados monetários ao longo do ano (base monetária e meios de pagamento). Por outro lado, o Banco Central do Brasil utiliza o Mercado Aberto como elemento compensador de movimentos sazonais

ou irregulares nas reservas bancárias, visando aplainar as flutuações de curto prazo dos agregados monetários. São as chamadas operações defensivas de Mercado Aberto.

Define-se reservas bancárias totais, $RT = \text{Reservas Compulsórias (CRB)} + \text{Caixa em Moeda dos Bancos Comerciais (CBC)} + \text{depósitos voluntários dos Bancos Comerciais no Banco Central (DVOBC)}.$

Pode-se, ainda, refletir um conceito restrito de reservas bancárias totais, considerando-se apenas o componente CRB. O sistema compulsório em bases médias móveis e a criação da conta de reservas bancárias centralizadas no BACEN, através da qual as operações de Mercado Aberto se realizam, torna esse conceito de reservas o mais adequado por refletir melhor as condições de liquidez do mercado monetário.

1.5.2. O PROCESSO DA MÉDIA MÓVEL E AS RESERVAS COMPULSÓRIAS

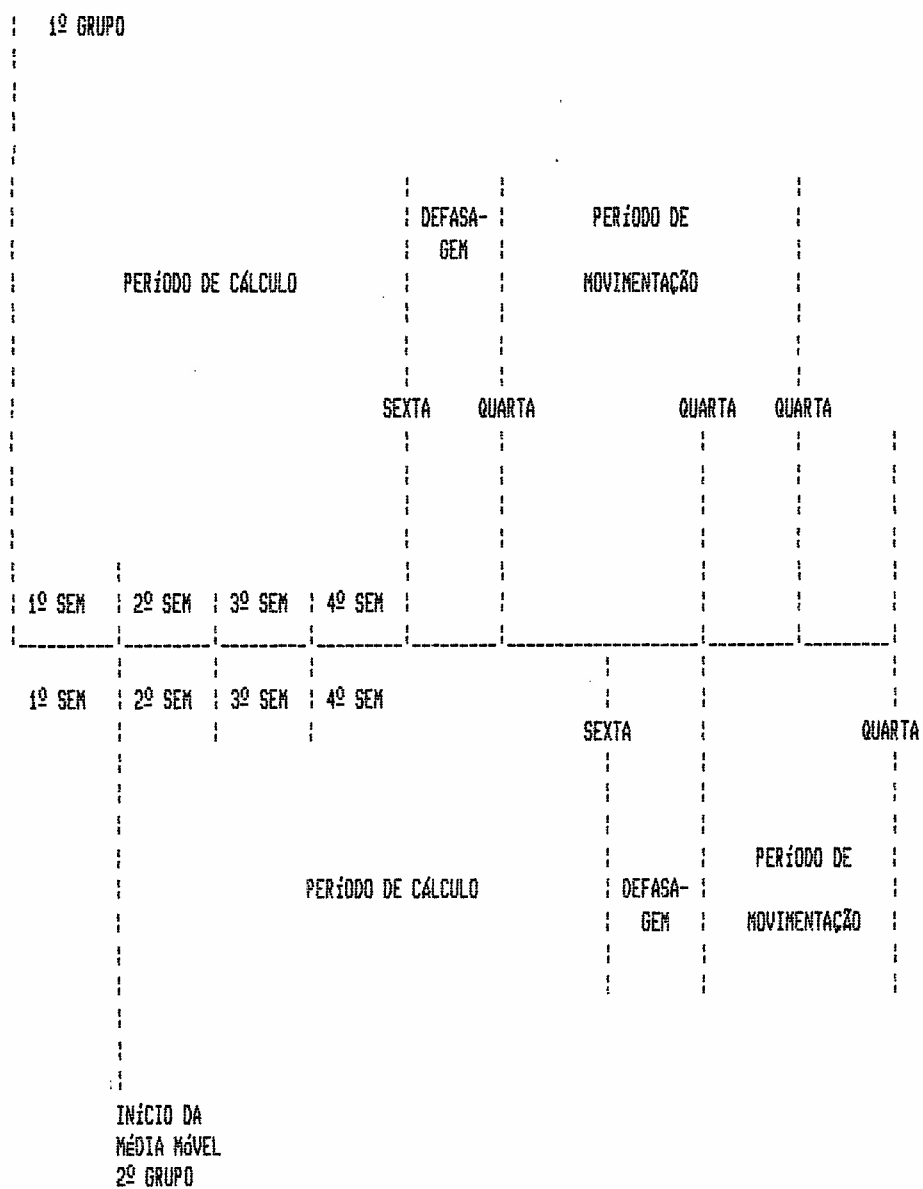
As reservas compulsórias (percentual sobre os depósitos à vista, que devem ser recolhidos à caixa do BACEN), são o principal componente na determinação das Reservas Bancárias e, conseqüentemente, do custo de financiamento (overnight).

O processo de recolhimento desenvolve-se da seguinte forma: existe uma defasagem entre o "período de cálculo" e o "período de movimentação" (ver fluxo a seguir).

O período de cálculo abrange quatro semanas consecutivas, onde somente os dias úteis são considerados, movendo-se duas a duas, de modo que as duas semanas de um período são substituídas quando do cálculo do período seguinte. Para desestimular a

FLUXO DA MÉDIA MÓVEL

INÍCIO DA MÉDIA
MÓVEL



prática de "enfeitar" balanços dos Bancos quando o último dia do mês faz parte do período de cálculo, e o total de depósitos à vista neste dia é superior à média de todo o período, ele é tomado como base de cálculo do exigível dos Bancos no "período de movimentação" correspondente.

O "período de movimentação" começa cinco dias após o encerramento do período de cálculo numa quarta-feira, onde, novamente, somente os dias úteis são considerados. O sistema bancário é dividido em dois grupos, A e B, para fins de recolhimento compulsório, com cada grupo representando cerca de 50% do compulsório. Existe um intervalo de tempo, de cinco dias, entre os "períodos de cálculo" e os "períodos de movimentação" de cada grupo, permitindo que quando um grupo inicia a primeira semana de seu "período de ajustamento", o outro está iniciando a segunda semana de seu "período de ajustamento". Isto dilui a pressão exercida pelos bancos sobre as reservas bancárias ao se ajustarem no compulsório.

1.6. O MERCADO ABERTO E SEUS ASPECTOS OPERACIONAIS

1.6.1. CUSTO DE FINANCIAMENTO POR UM DIA (OVERNIGHT)

As instituições financeiras (Bancos Comerciais e de Investimentos, Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários), possuem em suas carteiras, títulos públicos e privados que, em sua maioria, são adquiridos e financiados com recursos de terceiros. Isto é, estas instituições recorrem diariamente ao Mercado de Financiamento, também conhecido como

Mercado de Dinheiro, com o objetivo único de zerar suas posições. O Overnight constitui-se, assim, no custo de financiamento diário destas posições. Em termos teóricos, a dívida seria girada de um dia para outro, de tal forma que, o ganho ou perda no "carring" destas posições, é medido pelo diferencial entre a rentabilidade do título e o custo de financiá-lo dia-a-dia (Overnight) ao longo de um determinado período.

EXEMPLO:

Suponha que a "Empresa X" deseja aplicar Cz\$ 10.000.000,00 ao longo de uma semana no Mercado Aberto. Suponha, ainda, que o custo de financiamento Overnight tenha sido de:

DIAS	TAXA
Segunda	17,21%
Terça	17,15%
Quarta	17,25%
Quinta	17,10%
Sexta	5,72%

Qual deve ser o montante a disposição da "Empresa X" na segunda-feira seguinte?

$$\begin{aligned}
 M &= 10.000.000,00 \times \left[1 + \frac{17,21}{3000} \right] \times \left[1 + \frac{17,15}{3000} \right] \times \\
 &\times \left[1 + \frac{17,25}{3000} \right] \times \left[1 + \frac{17,10}{3000} \right] \times \left[1 + \frac{5,72 \times 3}{3000} \right] =
 \end{aligned}$$

$$M = 10.289.529,33$$

OBS: Divide-se a taxa Overnight por 100 para transformar a taxa percentual em taxa unitária, e por 30 (mês comercial), porque convencionou-se que esta reflete a taxa efetiva ao dia, dada ao mês.

1.6.2. O MERCADO DE ADM X SELIC

Podemos dividir o Mercado de financiamento (Mercado Monetário) em dois mercados distintos:

1. o mercado que negocia com reservas bancárias - recursos imediatamente disponíveis - que estão depositados na "Conta Reservas Bancárias" junto ao Banco Central do Brasil e opera com lastro em títulos públicos federais, estaduais e municipais através do SELIC;
2. mercado que transaciona com cheques Administrativos (a serem compensados) que corresponde a operações realizadas com títulos privados.

As taxas de financiamento nestes dois mercados não devem ser muito diferentes ao longo de um determinado período, já que, o ADM de hoje representa o SELIC de amanhã.

Suponha que determinado Banco espere que o custo de financiar sua posição amanhã, em títulos públicos, seja superior ao ADM de hoje, então, este Banco pode lançar mão de sua carteira de títulos privados (Ativo), tomar recursos em cheque Administrativo, hoje, compensá-lo, ofertando no dia seguinte, estes mesmos recursos no mercado de títulos ou utilizar os mesmos

para compor sua média móvel, caso este esteja abaixo do nível desejado. Portanto, os recursos entre estes dois mercados fluem naturalmente, de tal forma que, dificilmente, existirá um diferencial relativamente elevado de taxas.

1.6.3. ESTRUTURA DO SISTEMA SELIC

A lei da reforma bancária (Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964), não permitia a realização de empréstimos entre instituições financeiras, entretanto, a Resolução nº 1102, de 28 de fevereiro de 1986, veio permitir o recebimento de depósitos a prazo fixo sem emissão de certificado (CDI). Porém, dada a não existência até 28 de fevereiro de 1986, de um instrumento que permitisse a troca de reservas entre as instituições, adotou-se o mecanismo de compra e venda de títulos, via mercado de financiamento. As trocas de reservas, tiveram início quando da criação das LTN's, com operação através de cheques "BB". A partir da criação do sistema SELIC, em novembro de 1979, este processo de troca via cheque "BB" foi extinto, passando estas instituições a operar com recursos imediatamente disponíveis.

Dentro do sistema SELIC, três tipos de operações podem ser realizadas: operação de compra e venda em definitivo, operação de financiamento de carteiras (acordo de recompra) e operação de troca de reservas, realizadas entre os bancos comerciais lastreadas em títulos públicos.

Deve ser observado que operações neste Sistema, não levam o comprador ou mesmo o financiador, a ficar de posse dos títulos. Todas estas operações são realizadas através do banco custodiante de cada uma das partes, liquidando-se as referidas operações através de um débito em cruzados, e crédito em títulos na conta

do comprador (recursos disponíveis imediatamente) e crédito em cruzados e débito em títulos, na conta do vendedor.

1.6.4. O MERCADO DE ADM

Existem dois tipos distintos de operações no mercado de ADM, a saber:

1. Operações realizadas através de compra e venda em definitivo.

CARACTERÍSTICAS:

- a) Os recursos transacionados com lastro em títulos privados não são prontamente disponíveis (compra e venda por um dia, sem carta de recompra, através de cheque Administrativo);
- b) Nas operações de compra e venda em definitivo, as transações são liquidadas mediante a entrega dos títulos (físicos) para o comprador e, o pagamento referente à venda, em cheque Administrativo.

2. Operações realizadas através de carta de recompra, por meio da Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados (CETIP).

CARACTERÍSTICAS:

- a) Nas operações de financiamento lastreadas em títulos privados, o banco será debitado no valor da operação em títulos na sua conta junto ao CETIP. Em contrapartida, haverá um crédito de igual valor, em títulos na conta

cliente 1 do banco em questão. Utiliza-se para este lançamento contábil, um documento de ocorrências de crédito (DOC), a ser remetido para o banco custodiante. A liquidação financeira, se dará através da entrega de cheque pelo cliente, a tesouraria, sendo a operação revertida em D + 1.

- b) Nas operações de venda em definitivo de títulos escriturais, isto é, emitidos através do sistema CETIP e, considerando-se que o cliente não possua conta no referido sistema, a operação se processará da seguinte forma: o banco emite títulos vendendo-os para a conta cliente 1, os quais ficam bloqueados na referida conta. A liquidação financeira se dará da mesma forma que o item anterior.

1.7. OBJETIVO DAS OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO PARA OS DIVERSOS AGENTES ECONÔMICOS

A gama de participantes do Open Market é extensa e facilmente imaginável: instituições financeiras, pessoas físicas, pessoas jurídicas, instituições não financeiras, fundações, condomínios, fundos de investimentos, etc.

Ao efetuar as operações de Mercado Aberto, o Banco Central do Brasil visa, entre outros aspectos, os seguintes:

1. Adequar continuamente, os volumes dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia e, ao mesmo tempo, possibilitar que as taxas de juros do Mercado Monetário, sejam indicador de maior ou

menor disponibilidade de recursos;

2. Dotar a Autoridade Monetária de um instrumento que lhe permita o comando do Mercado Monetário, atuando no centro financeiro e, sobretudo, pela possibilidade de ação antecipada que o instrumento permite;

3. Para o sistema bancário, essas operações propiciam a formação de reserva secundária ou de segunda linha, representada por títulos de curto prazo e boa liquidez e se constituem na parte do ativo que pode ser realizado de maneira imediata em função não só do amplo mercado que possuem, bem como pelos vencimentos semanais dos títulos, o que permite um ajuste contínuo de sua liquidez e remunera disponibilidades a curto prazo que, de outra forma, ficariam ociosas;

4. Do ponto de vista das empresas não financeiras, a existência de um mercado onde ativos de diferentes prazos de vencimentos se encontram disponíveis, irá induzi-las à aplicação de recursos ociosos de curto prazo, criando em consequência, melhores condições para minimizar os custos.

O princípio é simples: quem tem mesa de Open Market quer tomar e/ou dar dinheiro; quem não tem mesa de Open Market quer aplicar seu dinheiro de curto prazo para que ele não fique parado, ainda que por um dia.

Pode-se delinear um objetivo básico e comum a qualquer participante: girar dinheiro de curto prazo, enquanto não se torna necessário, diminuindo, assim, necessidades em seus fluxos.

de caixa.

As instituições financeiras geralmente atuam nas duas pontas, ou seja, a maioria são doadores e tomadores de dinheiro no mercado.

À medida que alteram suas carteiras de títulos ou o total de recursos (vencimento dos títulos da carteira, diminuição do depósito à vista ou aumento, entre outras possibilidades), sua atuação no Open Market muda.

Por exemplo, se um Banco Comercial observa uma redução nos níveis de seu depósito à vista, e vendo-se obrigado por normas do BACEN a uma porcentagem mínima de aplicação em aplicações prioritárias, vai buscar no Open Market esta diferença de recursos. No sentido oposto, quando lhe sobram recursos, vai ao Open Market para aplicá-los e emprestá-los ao mercado, por um ou mais dias.

Como outro exemplo, podemos citar um clássico, que é o caso de uma Corretora de Valores: constituídas as carteiras de títulos, tais carteiras não são, geralmente, financiadas com recursos próprios, gerando a necessidade de buscar dinheiro no Open Market dia-a-dia. É uma operação que a Instituição que toma o dinheiro "vende" seu título ao doador do recurso por um dia e "recompra" este título no dia seguinte.

O inverso torna-se claro: verificando excesso de recursos para financiamento de sua carteira, vai ao Open Market e empresta tal excesso a outra instituição "comprando seu título por um dia e "revendendo-o" no dia seguinte à mesma instituição outrora tomadora de recursos.

O princípio fundamental de quem tem mesa de Open Market é

possui carteiras de títulos financiada por terceiros, é manter sua posição sempre zerada (valor da carteira = valor de recursos), administrando, a cada instante, na melhor taxa, suas eventuais sobras e/ou faltas de recursos.

Já o governo tem como objetivo principal, conforme já citado anteriormente, usar o Open Market como um instrumento de política monetária, mas também, tem sob sua responsabilidade e interesse, o bom andamento do mercado e das instituições financeiras nela atuantes, além de financiar a dívida pública. O governo atua no mercado através dos Dealers (passadores representantes do BACEN), ficando estes, com a incumbência de informar o mercado de atuação ou não do Banco Central do Brasil, através de go-arounds (leilões de compra ou de venda de papéis de emissão do governo) e de taxa de financiamento de carteiras.

As pessoas físicas e as pessoas jurídicas (estas não financeiras), tem como objetivo aplicar seus recursos de disponibilidade de curto prazo e/ou curtíssimo prazo, a fim de administrar melhor o fluxo de caixa de uma forma ágil, já que a disponibilidade do recurso é imediata, ou seja, a aplicação é feita até por um dia.

Na negociação, encontra-se em um extremo, o doador do recurso e em outro extremo, o tomador de recursos.

O doador faz a consulta da taxa de remuneração, variável de acordo com a situação do mercado no momento (muito ou pouco dinheiro geram mudanças nas taxas de remuneração), e fechada a operação, ao doador cabe entregar o dinheiro ao tomador, recebendo um papel-recibo onde consta o lastro da operação (papel que serve de lastro para a operação).

Já no SELIC, o dinheiro do doador deve permanecer em conta

num banco e não a receber boleto de recibo. Nesta modalidade, o BACEN controla o lastro de todas as insituições.

No SELIC, as taxas de remuneração de recursos costumam ser menores, dado o seu risco ser menor que no ADM, devido à atuação do BACEN e do órgão emissor dos títulos negociados (governo no SELIC e entidades privadas no ADM).

Nas operações de ADM (cheque Administrativo), até alguns anos, o doador não tinha condições de saber se tal lastro existe, a não ser que na negociação combinasse a entrega física dos títulos lastreados, pois o Banco Central do Brasil não exercia controle rigoroso sobre esta modalidade, o que não ocorre atualmente, já que a maioria das operações são efetuadas através de CETIP.

1.8. SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA (SELIC)

Com a grande evolução por que passou o mercado aberto, principalmente no que diz respeito aos títulos públicos, as tarefas de registro e controle começaram a ficar muito lentas em relação à velocidade de negociações desses títulos.

Para dinamizar o processo de registro, o Banco Central do Brasil, com a colaboração da ANDIMA, implantou no Rio de Janeiro um serviço de teleprocessamento, oferecendo aos usuários do mercado aberto um meio eficiente de registro e de controle das operações efetuadas, aumentando ainda mais o nível de segurança. Desse modo, as transferências dos títulos públicos passaram a ser processadas de forma eletrônica.

Optou-se pelo teleprocessamento por ser este o meio mais eficiente de facilitar o trabalho do usuário e diminuir gradativamente os custos operacionais, além de melhorar o nível dos serviços prestados. Este novo sistema, dadas suas características operacionais, permite ao usuário aliar à segurança, confiabilidade e tempo de resposta.

Para consecução destes três objetivos, o sistema foi cercado de cuidados especiais. Deste modo, impuseram-se limitações de uso e acesso ao sistema, e ainda impedimento total de comunicação quando fossem detectadas condições que expusessem a integridade das informações contidas nos arquivos do sistema. Além disso, implantou-se mecanismo capaz de detectar as possíveis falhas que poderiam interferir no pleno funcionamento do sistema. O tempo de resposta também foi o melhor possível, fazendo com que o usuário passasse a ter quase simultaneamente o resultado final de suas posições, com grande confiabilidade.

A custódia dos títulos públicos, de controle total do Banco Central do Brasil, é disponível exclusivamente a bancos comerciais. Todas as demais instituições financeiras que operam no mercado são subcustodiantes destes. Por sua vez, os investidores em geral podem manter custódia de títulos públicos em qualquer instituição financeira que esteja legalmente autorizada a prestar tal serviço.

Por outro lado, este mecanismo criou as condições necessárias para permitir importante evolução no mercado de títulos públicos, qual seja a eliminação de suas emissões físicas. Com efeito, tais papéis são hoje emitidos de forma exclusivamente escritural, existindo como registros contábeis nas contas dos bancos comerciais e seus subcustodiantes.

Após a implantação do sistema de custódia dos títulos

públicos, o Banco Central do Brasil decidiu ampliar as funções do sistema. Estas novas funções teriam como objetivo básico a eliminação da emissão de cheques para liquidar as operações com esses títulos. O sistema implantado em 1979 para as LTN's e em janeiro de 1980 para as DRTN's e demais títulos estaduais e municipais com correção monetária pós-fixada, foi chamado de SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Por meio dele, tornou-se possível a liquidação financeira das operações diárias das instituições financeiras e de seus clientes através da consolidação das posições financeiras finais, eliminando-se o número de cheques.

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC - consiste no processamento, via computadores, das operações de compra e venda dos títulos públicos realizadas no mercado aberto. Esse processamento se faz, diretamente, através de débitos e créditos nas contas das instituições financeiras, junto aos Bancos Comerciais e Banco Central.

A finalidade do SELIC é de prover segurança e eficiência a toda mecânica operacional do mercado. Isto porque as transações financeiras do mercado aberto dos demais papéis costumam ser efetuadas com cheques administrativos. Estes cheques por sua vez só são compensados na noite do dia em que a transação é efetuada e seus fundos ficam disponíveis somente às 15 horas do dia seguinte. Apesar disso, a praxe no mercado financeiro brasileiro tem sido a de transferência dos títulos no dia em que a transação é realizada. Consequentemente, o vendedor dos títulos efetivamente vende à vista e recebe o prazo (de um dia), pois tem de esperar a compensação do cheque que recebeu.

Com a implantação do SELIC, é dispensada a emissão de cheques, uma vez que todas as liquidações são feitas com base nos fundos imediatamente disponíveis (recursos já compensados) por

parte das instituições nesses bancos. Com isso, eliminou-se os principais riscos a que estava sujeito o atual mercado, que eram a falsificação dos títulos e o possível uso de cheque sem fundos para o pagamento no ato da compra desses papéis.

Além do aspecto de segurança do sistema, há que se considerar também a mecânica operacional. O processo de liquidação, normalmente, é moroso, com idas e vindas constantes de liquidantes pelas diversas instituições financeiras e entre os diversos clientes. Por ser manual e mecânico, o processo de liquidação demanda tempo e recursos, além de aumentar a margem de erro na transcrição e registro das transações. Agora, com o SELIC, as transações de compra e venda de títulos públicos no sistema são efetuadas por simples lançamentos de débitos e créditos nas contas das instituições financeiras e de seus clientes, eliminando-se, assim, as transferências físicas de cheques e de títulos, com ganhos em termo de simplicidade operacional.

Exemplificando, se um cliente quiser comprar títulos públicos de uma instituição financeira qualquer, no caso uma corretora, a seguinte rotina será executada:

1. a Corretora acerta por telefone a venda dos títulos públicos para o cliente;
2. a Corretora informa a seu banco custodiante da transação, que registra em seu terminal, com liquidação direta para o terminal do Banco Central do Brasil;
3. o cliente informa a seu banco custodiante que está adquirindo determinados títulos e este, por sua vez, lança em seu terminal, com ligação direta com

o Banco Central do Brasil;

4. havendo coincidência nas características da operação, ou seja, fundos imediatamente disponíveis na conta do cliente e existência dos títulos da corretora em custódia no banco, as duas mensagens são aceitas pelo Banco Central do Brasil, sendo efetivados os seguintes lançamentos: o banco que custodia os títulos públicos da corretora, transfere o montante vendido para conta do cliente em seu banco respectivo. Em contrapartida será sacado contra a conta do cliente o montante necessário para liquidar a operação, sendo este depositado na conta da corretora em seu banco respectivo, como pagamento aos títulos;
5. qualquer divergência entre os dois comandos ou incorreção na condificação dos dados, o lançamento não se efetiva e as mensagens são automaticamente devolvidas aos terminais de origem. Neste caso novos lançamentos serão feitos, eliminando-se o erro anterior.

Observa-se aí que a ordem em que os comandos são lançados pouco importa. O fato é que a transação só será efetivada quando o duplo comando tiver sido lançado corretamente e houver disponibilidade de fundos e de títulos nas instituições em questão.

Como se pode notar, para a concretização desta operação não foi necessária nem a emissão de cheques nem a transferência física de títulos, sendo a transação liquidada diretamente pelo banco encarregado de custodiar os títulos da respectiva instituição não bancária.

O excelente resultado obtido com a implantação do SELIC para os títulos públicos estimula à criação de mecanismo idêntico para os títulos privados (CETIP - Centro de Custódia de Títulos Privados).

1.9. CENTRO DE TROCA DE DOCUMENTOS (CTD)

Apesar do SELIC eliminar a morosidade da liquidação das transações com títulos públicos, persiste a necessidade de troca de documentos comprobatórios das operações com esses títulos assim como do recebimento, por parte das instituições financeiras, dos demonstrativos expedidos pelos computadores relativos às operações do dia. Além disso, persiste ainda a necessidade de agilizar as liquidações dos demais papéis negociados no mercado não incluídos no SELIC.

Com o objetivo de completar aquele Sistema e dinamizar as liquidações com outros papéis, foi criado no Rio de Janeiro pela ANDIMA o Centro de Troca de Documentos (CTD). Seu objetivo principal é concentrar todas as atividades finais das negociações em um único local, dotado de um sistema de apoio supervisionado pela ANDIMA.

Assim, todos os documentos necessários à formalização das negociações realizadas, que ora circulam entre as dependências das entidades de mercado, bem como as informações sobre os indicadores financeiro-monetários elaboradas pelas Autoridades Monetárias e demais instituições representativas do Sistema, terão o seu fluxo direcionado para o CTD. É fácil imaginar a redução do trânsito de documentos, quando sabemos que hoje uma instituição que opera vendendo a "n" outras que tem que

providenciar a ida de seus funcionários a "n" locais diferentes. Com a existência do CTD, um funcionário da instituição pode em um único percurso, desempenhar todas essas atividades. Com a conseqüente redução do tempo necessário à formalização de uma negociação, temos um processo mais ágil para todos os participantes.

1.10. REGULAMENTAÇÃO DAS CARTAS DE RECOMPRA
Resoluções BC Nº 366 (09/04/76), 565 (20/09/79) E 693 (17/06/81)

As instituições financeiras que quiserem assumir compromissos de recompra a preços fixos só podem fazê-lo habilitando-se junto do Banco Central do Brasil, enquadrando-se nas condições previamente estabelecidas pelas Autoridades Monetárias. As operações com clientes, a uma taxa determinada e dentro de um certo prazo, só podem ser feitas com LTN e ORTN (pessoas físicas e jurídicas) e Títulos Estaduais e Municipais (somente pessoas jurídicas). Nas operações de recompra entre instituições financeiras podem ser usados quaisquer títulos dentro de determinados limites. Cabe ressaltar a inovação ocorrida recentemente como forma de aperfeiçoamento no acompanhamento dos acordos de recompra, passando o controle a ser feito pelos saldos líquidos, ou seja, excluem-se as recompras e revendas casadas (mesma data de compromissos) no SELIC, cujo enquadramento diário vem sendo exigido pelo Banco Central do Brasil. Os acordos de recompra sem fixação de uma rentabilidade a ser auferida pela aplicação podem ser praticados sem restrições, de acordo com as flutuações do mercado.

Segundo as exigências introduzidas, o mercado aberto apresenta-se com três tipos de instituições financeiras:

1.10.1. HABILITADAS INTEGRALMENTE (ART. 7º DA RESOLUÇÃO 366)

Qualquer banco comercial ou de investimento (através de departamento próprio) e sociedade corretora ou distribuidora que pretenda continuar assumindo acordos de recompra com clientes, deverá ter um capital destacado (no caso de banco) ou integralizado no valor mínimo de Cr\$ 75 milhões (estes limites foram alterados posteriormente e fixados em 100.000 ORTN's) e limite operacional de trinta vezes o capital realizado da instituição. Tal limite será preenchido até quinze vezes para os títulos que não LTN's e ORTN's e o diferencial para vinte vezes em ORTN's e para trinta vezes em LTN's.

Os bancos comerciais e de investimento habilitados de acordo com aquelas Resoluções destinam parte do seu capital na forma acima a essas operações, que é deduzida para efeito de cálculo dos seus limites operacionais nas outras operações ativas e passivas.

As instituições financeiras que realizam operações a preços fixos com clientes devem atender aos seguintes requisitos:

1. Manter departamento técnico devidamente estruturado, subordinado a um diretor;
2. Manter contato com auditor independente registrado no Banco Central do Brasil;
3. Remeter mensalmente ao Banco Central do Brasil quadros referentes à composição de sua carteira de títulos bem como o perfil de seus compromissos de recompra e de revenda (anexos I, II e III da Resolução 366);

4. Divulgar mensalmente balancete acompanhado de demonstrativo de suas recompras (Anexo IV da Resolução 366).

1.10.2. HABILITADAS PARCIALMENTE (ART. 8º DA RESOLUÇÃO 366)

Qualquer sociedade corretora ou distribuidora que não pretenda assumir acordos futuros de recompra a preços fixos com clientes deverá, para tal ter capital mínimo de Cr\$ 45 milhões (estes limites foram alterados posteriormente, sendo fixado em 50.000 ORTN's). São permitidos apenas acordos de recompra a preços fixos com outras instituições financeiras cujo total, calculado pelos seus respectivos valores de liquidação e para todos os títulos, não deverá representar mais de vinte vezes o capital realizado da instituição, sendo que até quinze vezes em todos os títulos que não LTN's e ORTN's.

Se uma sociedade corretora ou distribuidora pertencente a um grupo financeiro quiser se habilitar (mesmo havendo o credenciamento do banco comercial ou de investimento do mesmo grupo), ela será enquadrada dentro dos requisitos acima, e somente poderá operar com CDB's de emissão do próprio grupo.

Os requisitos adicionais necessários para esta habilitação são os mesmos itens "c" e "d" das instituições enquadradas no item precedente.

1.10.3. SEM HABILITAÇÃO

- a) Os Bancos comerciais e de investimento não habilitados e as sociedades de crédito, financiamento e investimento e de crédito imobiliário (às quais não foi dada a opção de credenciamento) só podem comprar títulos assumindo compromissos de revendê-los a preços fixos, à instituição financeira devidamente habilitadas (itens 1º e 2º anteriores);
- b) As sociedades corretoras e distribuidoras não habilitadas integralmente ou parcialmente, devem atuar exclusivamente como intermediários financeiros. As suas carteiras em títulos só podem ser compostas com recursos próprios, sendo a elas vedado qualquer compromisso de recompra a preço fixo. Podem, entretanto, comprar e vender títulos por conta e ordem de terceiros, desde que tais operações sejam feitas a preços de mercado. Da mesma forma, podem assumir compromissos de liquidez para os papéis vendidos, como simples manifestação de propósito de desenvolver o melhor esforço na obtenção de uma boa cotação na revenda do título em mercado. Tais operações, naturalmente, podem ser praticadas também pelas instituições enquadradas nos itens 1º e 2º acima.

CAPÍTULO II

FORMULAÇÃO DE BASES TEÓRICAS

A teoria econômica tradicional considera o volume de meios de pagamento, isto é, a liquidez do sistema econômico, como intimamente relacionado com o nível da demanda global, sendo seu controle essencial na ativação da produção e domínio da inflação. Os meios de pagamento são ativos do público não bancário que possuem poder liberatório, isto é, podem sempre ser usados para pagamentos de dívidas em moeda nacional. Não existe conceito definitivo do que seja meios de pagamento; contudo, o mais comumente utilizado é aquele que os entendem como iguais ao papel-moeda em poder do público (moeda manual) mais os depósitos à vista nos bancos (moeda escritural). Portanto, a oferta monetária (meios de pagamento) está na dependência do Banco Central do Brasil (banco emissor) e das instituições receptoras de depósitos do público, os bancos comerciais.

Segundo Johnson, a teoria pura da demanda por moeda assume a oferta monetária nominal como determinada pelas autoridades monetárias, havendo toda uma estrutura teórica mostrando os efeitos no equilíbrio geral advindos de modificações na quantidade ofertada e/ou alterações nos padrões (preferências) que determinam a procura. Contrariamente a este ponto de vista, Johnson assinala a existência da escola que considera inútil a tentativa da política monetária de controlar o volume dos meios de pagamento. Nestas condições, a demanda por moeda é essencialmente uma demanda por saldos reais, com o público controlando qualquer quantidade dos saldos via nível de preços e, por conseguinte, a oferta de moeda não seria determinada pelas autoridades, de vez que, na realidade, a oferta estaria sempre na dependência da procura por moeda. Depreende-se, portanto, que a teoria da moeda para ser coerente, necessita que a oferta seja independente da demanda por moeda e, para que a teoria seja usada na prática, a quantidade de moeda em poder do público, deve ser controlada pelas autoridades monetárias.

Em geral, no Brasil, a literatura econômica sobre política monetária adota os pressupostos tradicionais, que consideram a oferta de moeda exógena, caso de Simonsen, Pastore, Moura e mesmo modelos derivados da interpretação Keynesiana de Hicks-Hansen. Lopes e Rossetti também alertam para as divergências teóricas entre fiscalistas (que praticamente ignoram o mercado monetário e a influência da taxa de juros sobre o setor real), os monetaristas, liderados por Friedman, que buscam reabilitar a política monetária especialmente como instrumento de combate à inflação, e os Neokeynesianos, que criticam claramente as interpretações parciais e simplistas que os modelos tipos Hicks-Hansen, ou abordagens fiscalista e monetarista fazem, devido a uma leitura viciada de Keynes, estes, seriam seus "filhos bastardos", como afirmam Robinson e Kaldor.

Do nosso ponto de vista, a situação da política monetária e a administração da dívida pública é tão precária que dispensa estes refinamentos teóricos e a utilização de instrumentos, conceitos e modelos, por vezes considerados elementares, poderiam ser extremamente úteis nesta reforma.

Assim, utilizaremos o modelo utilizado pelas nossas autoridades monetárias na condução prática da política monetária, bem como, na elaboração do orçamento e programação monetárias.

As variações da oferta monetária dependem do multiplicador e, principalmente, da base monetária.

$$M = mB \text{ (equação da oferta monetária)}$$

Através de um esquema contábil simplificado das contas de um banco central hipotético, chega-se facilmente à definição dos seus principais componentes.

QUADRO 1
BALANÇO SIMPLIFICADO DO BANCO CENTRAL

ATIVO	PASSIVO
(Eg) Empréstimo ao Governo	BASE MONETÁRIA
(Rd) Empréstimos aos Bancos (redesconto)	Papel-moeda em poder do público (Mp)
(Ri) Reservas internacionais	Encaixe dos bancos (R)
(Oa) Outras Contas Ativas	Moeda corrente (caixa) (R ₁)
	Depósitos voluntários (R ₂)
	Depósitos compulsórios (R ₃)
	RECURSOS NÃO MONETÁRIOS
	Depósito do governo (Dg)
	Obrigações com o Exterior (Oe)
	Outras contas passivas (Op)

A base monetária, B, é comumente entendida como sendo igual ao saldo do papel-moeda posto em circulação pelas autoridades monetárias, Mc, mais os depósitos dos bancos comerciais no Banco Central, R₂ e R₃. O papel-moeda em circulação compõe-se, por sua vez, do papel-moeda em poder do público, Mp, e da caixa dos bancos, R₁. Portanto, B, corresponde ao total das exigibilidades monetárias líquidas das autoridades monetárias

$$B = Mc + R_2 + R_3 = Mp + R_1 + R_2 = R_3$$

Esta expressão mostra a maneira como os bancos e o público utilizam a base monetária, gerida pelo Banco Central. Alternativamente, poderia ser escrita como uma diferença entre o ativo e o passivo não monetário (partindo-se da identidade contábil que iguala passivo e ativo, supondo-se ainda, Oa = Op):

$$B = A - \text{PNM}$$

$$B = Ri + Eg + Rd + -Dg - Oe$$

portanto,

$$B = R_i - O_e + E_g - D_g + R_d$$

ou,

$$B = X + G + R_d$$

isto é, a base monetária provém do endividamento externo líquido ($X = R_i - O_e$ = reservas internacionais líquidas), do endividamento do governo junto ao Banco Central do Brasil ($G = E_g - D_g$) e dos empréstimos aos bancos comerciais (R_d). Logo, a base deve ser entendida como a fonte do total do dinheiro que as autoridades monetárias proporcionam à economia.

Em alguns países, as autoridades monetárias recebem depósitos do público. Neste caso, a base monetária e os meios de pagamento ficarão acrescidos de mais um item, os depósitos à vista do público nas autoridades monetárias. No Brasil, o Banco do Brasil está incluído, junto com o Banco Central do Brasil, entre as autoridades monetárias, apesar de desempenhar funções típicas de banco comercial. Isto justifica-se, porque as operações ativas do Banco do Brasil não se baseiam na disponibilidade de caixa, conforme a atuação dos bancos comerciais, mas sim, no que for determinado pelas autoridades no orçamento monetário (previsão do balanço consolidado das autoridades monetárias). Em fevereiro de 1986, deu-se um passo importante na direção de se controlar melhor a base monetária, com a extinção da conta-movimento do Banco do Brasil junto ao Banco Central do Brasil, mas infelizmente, esta medida não é efetiva, já que por pressões políticas, o Banco Central do Brasil acaba por fornecer a cobertura da conta-movimento, indo os recursos (moeda) para depósitos no Banco do Brasil à disposição do Tesouro.

A política monetária visa o controle dos meios de pagamento. Contudo, como as autoridades monetárias não são as únicas responsáveis pela criação de moeda, já que grande parte desta gera-se nos bancos comerciais, através do processo multiplicativo dos depósitos bancários, pareceria impossível, à primeira vista, o controle do total da oferta monetária. Afortunadamente, entretanto, o volume global dos meios de pagamento é, pelo menos no curto prazo, um múltiplo da base monetária e sobre esta o Banco Central do Brasil pode exercer amplo domínio, tendo em vista que pode controlar o volume de suas aplicações e o recebimento de recursos não monetários. Modelo elementar mostrando como a quantidade de moeda, M , está associado à base monetária, B , através do multiplicador, m , será desenvolvido a seguir.

Supondo-se, por simplificação, que somente os bancos comerciais recebam depósitos, seja:

$$M = M_p + DV, \quad (1)$$

$$B = M_p + R, \quad (2)$$

$$M = mB, \text{ portanto, } m = \frac{M}{B} = \frac{M_p + DV}{M_p + R}, \quad (3)$$

dividindo-se por DV o numerador e o denominador de (3), vem:

$$m = \frac{\frac{M_p}{DV} + \frac{DV}{DV}}{\frac{M_p}{DV} + \frac{R}{DV}} \quad (4)$$

$$\text{portanto, } m = \frac{c + 1}{c + r} \quad (5)$$

onde:

- B = base monetária;
 m = multiplicador de base monetária;
 Mp = depósitos à vista nos bancos comerciais;
 R = encaixe total dos bancos comerciais;
 c = relação "papel-moeda em poder do público/depósitos à vista";
 r = relação "encaixes bancários/depósitos à vista".

O modelo revela que variações na oferta monetária só podem ser atribuídas a alterações na base monetária, no multiplicador (nas relações que o determinam), ou em ambos simultaneamente. Note-se, que na equação (4), seria indiferente dividir-se o numerador e denominador por M em vez de DV. Estas alternativas respondem a conveniências algébricas ou estatísticas e de modo nenhum alteram a essência da análise. O modelo a seguir é a variante referida:

$$M = M_p + DV \quad (1)$$

$$B = M_p + R \quad (2)$$

$$M_p = cM, \quad \text{portanto, } c = \frac{M_p}{M} \quad (3)$$

$$DV = dM, \quad \text{portanto, } d = \frac{DV}{M} = \frac{M(1-c)}{M} = 1-c \quad (4)$$

$$R = rDV, \text{ portanto, } R = r dM, \text{ portanto, } r = \frac{R}{dM} \quad (5)$$

Substituindo (3) e (4) em (2), tem-se:

$$B = cM + rdM + M(c + rd) \quad (6)$$

$$\text{portanto, } \frac{M}{B} = \frac{1}{c + rd} = m = \frac{1}{r + c(1 - r)} \quad (7)$$

O multiplicador, m , poderia, ainda, ser alternativamente encontrado através do processo multiplicador dos depósitos bancários. Assim, imaginando-se que as autoridades monetárias expandam a base monetária de ΔB (por exemplo, através do mercado aberto), o impacto inicial sobre os meios de pagamento seria da mesma intensidade. O público após fazer as retenções costumeiras, no valor de $c \Delta B$, depositaria o saldo, $(1-c)\Delta B = d \Delta B$, no setor bancário. Uma fração deste valor seria retida (encaixes) pelos bancos, $rd \Delta B$ e o restante daria origem a novos empréstimos, $d \Delta B - rd \Delta B = d(1-r) \Delta B$. Deste valor, retornará aos bancos $(1-c)d(1-r)\Delta B = d^2(1-r)\Delta B$ e, então, surgirá uma expansão terciária de $(1-r)d^2(1-r)\Delta B = d^2(1-r)^2 \Delta B$. Este processo continuará até que o impulso inicial, ΔB , tenha se esgotado. A expansão dos meios de pagamento seria igual a:

$$\Delta M = \Delta B + d(1-r)\Delta B + d^2(1-r)^2 \Delta B + \dots + d^n(1-r)^n \Delta B.$$

O segundo membro desta equação é uma soma de termos em progressão geométrica de razão $d(1-r)$, cujo limite será:

$$\Delta M = \frac{\Delta B}{1 - (1-r)d} = \frac{\Delta B}{1 - d + dr} = \frac{\Delta B}{c + dr}$$

portanto,

$$\frac{\Delta M}{\Delta B} = \frac{1}{c + dr} = m$$

que é a razão incremental da expressão (7).

Vale notar, que a função $M = mB$ não é, a rigor, uma função oferta monetária, pois não mostra como a quantidade de moeda ofertada reage a variações no preço (taxa de juros), sendo apenas uma equação de equilíbrio, relacionando M à variável estratégica B .

A partir, principalmente, dos anos 60, com as contribuições de Friedman, Meltzer, Brunner, Cagan, etc., os determinantes dos componentes do multiplicador monetário passaram a não ser encarados como rígidos, mas sim, dependentes da interação do procedimento das autoridades monetárias, do público e do sistema bancário ou financeiro.

As duas taxas, c e r , que dão suporte ao modelo eram consideradas fixas, mas de fato, elas são variáveis e respondem ao comportamento maximizante dos bancos e do público, além de outros parâmetros do sistema. A taxa de reserva dos bancos está intimamente relacionada com a estrutura legal e institucional do país, enquanto que a relação M_p/DV , excluídas as considerações de longo prazo, poderia ser explicada pelas seguintes variáveis econômicas:

1. TAXA DE SERVIÇOS, BANCÁRIOS:

quanto mais elevadas forem as taxas cobradas sobre depósitos mais alta será a relação Mp/D ;

2. RENDA:

se a moeda pode ser considerada um bem inferior e os depósitos um bem superior, um crescimento na renda baixará a taxa Mp/DV ; por outro lado, os trabalhadores de nível mais baixo de renda são, geralmente, pagos em dinheiro (e não em cheque); logo Mp/DV depende da estrutura ocupacional e social da economia;

3. GUARDA DE INFORMAÇÕES:

o fornecimento de extrato de conta aos depositantes pode ser um estímulo a abertura de novas contas;

4. ECONOMIA RURAL OU URBANA:

as economias tipicamente rurais, contrariamente às economias urbanas, dependem muito mais do crédito e bem menos do dinheiro;

5. SUBSTITUTOS DE MOEDA:

a demanda por moeda é enfraquecida na medida em que se dispõem de substitutos, tais como, cartões de crédito e contas-correntes.

Mp

A expressão $\frac{Mp}{DV}$ pressupõe que as pessoas aumentam suas re-

DV

tenções em moeda (ΔMp) e os depósitos em banco (ΔDV) na mesma proporção, quando ocorre um acréscimo na oferta monetária (ΔM). Tal argumento foi contestado por Walter Newlyn, que sugeriu serem os encaixes do público, mantidos apenas pelo motivo transação, e

que, portanto, não há uma relação direta entre ΔM_p e ΔM , mas sim, entre ΔM_p e variação no volume de transações da economia (ΔT), sendo esta quem sofre a influência de ΔM . Este raciocínio conduziria a modificação no multiplicador. Seja $M' = kt$ a adaptação de "demanda por moeda para transações" keynesiana, onde k é a proporção entre os encaixes do público, M' , e o total de transações, T ; e

$$dT$$

o incremento marginal das transações relativa-

$$dM$$

mente a pequenas mudanças na quantidade de moeda. Então, fazendo as necessárias adaptações para modelo já desenvolvido, teremos a seguinte modificação no multiplicador:

$$M' = M_p = kT, \text{ portanto, } \frac{M_p}{M} = k \cdot \frac{T}{M},$$

$$dT$$

portanto, $c = k \cdot \frac{dT}{dM}$.

$$dM$$

$$1$$

logo, $m = \frac{1}{\frac{dT}{dM}}$.

$$dT$$

$$k \cdot \frac{dT}{dM} (1-r) + r$$

$$dM$$

Ocorre que o conceito de meios de pagamento na realidade é mais amplo com a consideração nos depósitos a prazo e outros quase moeda.

Para introduzir os depósitos a prazo, DP , é bastante imaginá-los como uma produção fixa, t , de M . Então, se r_1 é a taxa de reservas sobre depósitos à vista, DV , e r_2 é a exigida

sobre depósitos a prazo, o multiplicador poderia ser definido de duas formas:

1. o conceito de M exclui DP:

$$MP = cM$$

$$DV = (1-c)M$$

$$DP = tM$$

$$R = R_1 + R_2$$

$$R_1 = r_1 \cdot DV = r_1 (1-c)M$$

$$R_2 = r_2 DP = r_2 tM$$

$$B = MP + R = cM + r_1 (1-c)M + r_2 tM$$

$$\text{portanto, } \frac{M}{B} = m = \frac{1}{c + r_1 (1-c) + r_2 t}$$

2. o conceito de M inclui DP:

$$\frac{M + DP}{B} = m' = \frac{1 + t}{c + r_1 (1-c) + r_2 t}$$

A partir da primeira forma, conclui-se que t afeta m em sentido inverso, independentemente dos valores das outras taxas componentes do multiplicador.

$$\frac{d \left(\frac{M}{B} \right)}{dt} = \frac{dm}{dt} = \frac{-r_2}{[c + r_1 (1-c) + r_2 t]^2}$$

No entanto, se a quantidade de moeda for definida como $M + DP$, o efeito sobre o multiplicador de uma mudança em i depende dos valores assumidos pelas demais taxas.

$$d \left(\frac{M + DP}{B} \right) = \frac{dm'}{dt} = \frac{c(1-r_1) + r_1 - r_2}{[c + r_1(1-c) + r_2t]^2}$$

Os intermediários financeiros não bancários podem ser incluídos no modelo, assumindo-se que o valor da intermediação relaciona-se com a oferta monetária ($F = fM$) e que estes intermediários mantêm seus depósitos nos bancos comerciais. Assim, definindo-se:

$$\begin{aligned} F &= fM, \\ D_1 &= r_f F = r_f fM, \\ C_1 &= c_f D_f = c_f fM, \\ C_p &= cM, \\ C &= C_f + C_p, \\ D_b &= D_p + D_f = (1-c)M + r_f fM, \\ R_b &= r_b D_b = r_b [(1-c) + r_f f]M, \\ B &= C_f + C_p + R_b = C + R_b, \\ M &= C + D_b, \end{aligned}$$

o multiplicador seria:

$$m = \frac{M}{B} = \frac{1}{c + r_b(1-c) + r_b r_f f + c_f r_f f}$$

ou, incluindo F em M ,

$$m' = \frac{M + F}{B \quad c + r_b (1-c) + r_b r_f f + c_f r_f f}$$

onde:

- F = depósitos do público nas financeiras;
- f = relação "depósitos nas financeiras/meios de pagamento";
- D_f = depósitos das financeiras nos bancos comerciais;
- c_f = caixa (em moeda corrente) das financeiras
- r_f = relação "depósitos das financeiras nos bancos/depósitos do público nas financeiras";
- c_f = relação "caixa/depósitos" das financeiras
- C_p = moeda em poder do público (exclui os intermediários financeiros);
- c = relação "moeda em poder do público/meios de pagamento";
- D_b = depósitos do público e das financeiras nos bancos comerciais;
- D_p = depósitos do público nos bancos comerciais;
- R_b = reservas bancárias;
- r_b = relação "reservas bancárias/total de depósitos nos bancos";
- B = base monetária;
- M = meios de pagamentos;
- C = encaixe do público e das financeiras;
- m = multiplicador monetário.

Poder-se-ia argumentar que mudanças na taxa de reservas (r_f e c_f) dos intermediários financeiros poderiam provocar substanciais alterações no multiplicador. Entretanto, como aquelas taxas aparecem em produtos de frações (r_br_ff e c_fr_ff), cujos resultados são desprezíveis na prática, ter-se-á ainda, um multiplicador bastante estável.

Considerando que as disponibilidades do Banco Central são a

caixa básica do sistema e supondo-se um multiplicador estável, pode-se pensar no Banco Central como controlador do total monetário, ou do total dos depósitos bancários, ou ainda, dos créditos bancários totais (com taxas fixas do multiplicador o controle de um importa no controle dos outros). Contudo, admitindo-se que as taxas que compõem o multiplicador sejam variáveis, e que o Banco Central não possui perfeito conhecimento das relações comportamentais destas taxas, o modelo perde seu caráter mecanicista e existe bastante diferença entre, por exemplo, controlar a moeda e as aplicações dos bancos.

A visão clássica de que a demanda por moeda é determinada exclusivamente pelo nível de renda e de que o estoque de moeda seja determinado unicamente pelas autoridades monetárias, sem que se leve em conta a atuação dos bancos comerciais, está superado, tendo em vista que há evidências empíricas bastante fortes de que tanto a demanda quanto a oferta por moeda, tenham elasticidade - juros maiores do que zero, sendo a oferta influenciada pelas reações dos bancos comerciais frente a alterações na taxa de juros.

Muito embora ainda não se conheça a natureza exata da resposta dos bancos a variação nas taxas de juros, a teoria desenvolvida por Teigu, permite verificar a efetividade da política monetária, mostrando seus efeitos sobre a renda e sobre a expansão dos meios de pagamento. Esta teoria está assentada na hipótese de que os bancos comerciais, ao perceberem que os retornos de novos empréstimos estão acima do custo de obtenção de novos recursos, procurarão incrementar suas disponibilidades de recursos, através da capacidade de poderem tomar empréstimos junto ao Banco Central, aumentando, dessa forma, seus próprios empréstimos e, por consequência, o estoque monetário. Vislumbra-se, portanto, duas componentes de M : uma M^* , determinada exogenamente pelas autoridades monetárias através de operações de

mercado aberto, variação nas reservas internacionais e outras ações sob seu controle; outra $M-M^*$, resultante da ação maximizante dos bancos, capaz de provocar uma elasticidade-juros na oferta de moeda que não foi levada em conta nos modelos desenvolvidos anteriormente. Modelos com este aperfeiçoamento foram elaborados para o Sistema Federal de Reservas Americano (FED) e propostos para o caso brasileiro.

2.1. CASO BRASILEIRO

A programação monetária no Brasil é de curto prazo e está baseada no modelo de multiplicador da base monetária adotado pelo Banco Central do Brasil. Este modelo, a despeito de sua aparência complicada devido ao grau de abertura das variáveis envolvidas, é, na realidade, uma aplicação dos modelos mais simples já visto, onde os parâmetros determinados pelo comportamento do público e dos bancos, são assumidos como constantes.

Antes de adentrar na especificação de modelo, é importante alertar para duas características institucionais do sistema monetário brasileiro, julgadas relevantes.

2.2 O PAPEL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E DO BANCO DO BRASIL

Além de exercer funções típicas de um banco central, o Banco Central do Brasil atua como um verdadeiro banco de fomento, tendo em vista que participa da formulação e execução da política de crédito seletivo do Governo, exercendo também controle,

supervisão e fiscalização nas áreas de mercado de capitais, mercado de câmbio e endividamento externo. O Banco Central do Brasil é o agente financeiro do Governo, na medida em que administra a dívida pública federal (interna e externa); não é, contudo, a caixa do Tesouro Nacional, cuja função é atribuída ao Banco do Brasil. As suas principais funções são:

1. emitir moeda circulante, nos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional;
2. preparar o orçamento monetário a ser submetido ao Conselho Monetário Nacional;
3. executar e controlar o orçamento monetário;
4. receber os depósitos compulsórios dos bancos comerciais;
5. conceder empréstimos e redescontos às instituições financeiras;
6. operar no mercado aberto, por conta do Tesouro Nacional, com finalidade de controlar a oferta monetária;
7. administrar as reservas internacionais do Governo;
8. formular, acompanhar, controlar e executar, segundo as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional, a política cambial e de relacionamento com o exterior, atentando sempre para o equilíbrio do balanço de pagamento;
9. administrar fundos especiais de desenvolvimento.

O Banco do Brasil exerce o duplo papel de banco comercial e autoridade monetária. Como autoridade monetária, é o agente financeiro do Tesouro Nacional, coletando receitas de impostos e taxas e efetuando despesas. É depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais e o único banco a receber depósitos de instituições públicas federais, funcionando ainda, em diversas operações como agente especial do Banco Central do Brasil. Além do mais, administra fundos especiais de desenvolvimento para serem aplicados em setores de grande prioridade, tais como, agricultura e exportação; adquire, mantém e financia estoques de produtos agrícolas com a finalidade de incentivar e regular a produção, de acordo com a orientação da política de preços mínimos, determinada pelo Governo Federal.

Deve ser ressaltado que o Banco do Brasil, não obstante sua atuação na qualidade de banco comercial, tem suas operações, fundamentalmente, conduzidas por conta do Tesouro e do Banco Central do Brasil, e que considerável parcela de seus recursos, provém do fato de ser depositário das reservas voluntárias dos demais bancos comerciais e dos depósitos de entidades oficiais federais. Assim sendo, a caixa do Banco do Brasil reflete, a cada fração de tempo, o resultado líquido das operações ativas e passivas das autoridades monetárias. Conseqüentemente, torna-se inconcebível a hipótese dessa instituição - que também funciona como autoridade monetária - apresentar deficiência de caixa, razão pela qual existe o mecanismo automático de suprimento de papel-moeda, emitido por ordem do Banco Central do Brasil, cujo controle é exercido através do orçamento monetário. Note-se ser esta, uma das principais funções do orçamento monetário; sua inexistência impediria qualquer tipo de controle ou idéia de posicionamento, a cada instante, da caixa do Banco do Brasil.

Mercê de seu porte gigantesco e imenso volume de suas transações, o Banco do Brasil exerce uma forte influência no

mercado creditício e variações no volume de seus empréstimos têm sido utilizadas pelas autoridades como poderoso instrumento de política monetária.

2.3. ORÇAMENTO MONETÁRIO

A partir do advento da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, o Banco Central do Brasil deve anualmente submeter ao Conselho Monetário Nacional, a proposta do orçamento monetário. Em síntese, este documento é um quadro, nos moldes do Quadro 1, apresentando a projeção anual do balancete consolidado do Banco Central do Brasil e do Banco do Brasil.

Não se conhece o critério adotado pelas autoridades para fixar as metas quantitativas de crescimento da oferta monetária. Entretanto, a grosso modo, pode-se imaginar o orçamento monetário como sendo elaborado a partir de metas anuais de crescimento do produto e da inflação, estabelecidas no âmbito do Ministério da Fazenda e da Secretaria de Planejamento da Presidência da República. De posse destas metas, o Banco Central do Brasil determina o volume anual desejado de meios de pagamento (M), através da equação da teoria quantitativa da moeda ($M.V. = P.Y$), assumindo que a velocidade-renda da moeda mantenha-se constante.

Fixado M, chega-se facilmente ao valor da base monetária (B), já que M é o resultado do produto do multiplicador, m, pela base, $M = mB$, sendo o multiplicador assumido como dado, através de projeção elaborada pelo Banco Central do Brasil. O valor de B, somado ao passivo não monetário, fixado exogenamente, determina o valor global do ativo. A base é a variável estratégica sobre a qual as autoridades exercem o controle sobre M e variações no,

ativo ou no passivo não monetário não previstas no orçamento monetário provocam alterações na base que devem ser compensadas através de operações de mercado aberto.

Na programação do ativo são levadas em conta as principais metas setoriais da política monetária, onde se destacam, por exemplo:

1. o financiamento para cobertura do déficit do Tesouro Nacional não amparado pela colocação de títulos junto ao público;
2. os empréstimos do Banco do Brasil, inclusive aqueles vinculados à política de sustentação de preços mínimos e formação de estoques reguladores de produtos agrícolas;
3. o valor do redesconto a ser concedido aos bancos comerciais;
4. a variação do nível de reservas em moedas estrangeiras e as aplicações de fundos especiais geridos pelo Banco Central do Brasil.

A projeção dos recursos não monetários baseia-se, principalmente:

1. na previsão do capital e reservas do Banco do Brasil e do Banco Central do Brasil;
2. na exigência de depósitos legais, como

por exemplo, o extinto depósito sobre importações;

3. nos recursos originados na cota de contribuição exigida na exportação de alguns produtos agrícolas;

4. na arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras.

Obviamente, estas contas são projetadas procurando-se conciliar as necessidades setoriais com as limitações impostas pela taxa desejada de crescimento dos meios de pagamento, isto é, de tal maneira que a diferença entre o ativo e o passivo não monetário resulte o valor da base monetária, que é, em última análise, o montante líquido da exigibilidade de que dispõem as autoridades monetárias para financiar as suas operações ativas e sobre as quais exerce amplo controle, na medida em que expande ou contrai o volume dessas operações.

Dessa forma, no Brasil, as autoridades monetárias possuem atribuições que transcendem, de um modo geral, às dos Conselhos de Política Monetária dos bancos centrais dos demais países, de vez que a base monetária se expande não só pelos canais usuais, mas também, através dos empréstimos do Banco do Brasil e pelos repasses do Banco Central do Brasil a seus agentes financeiros de recursos destinados ao desenvolvimento de setores prioritários.

O orçamento monetário é, portanto, antes de mais nada, um modelo de oferta monetária em que o multiplicador e a base monetária originam-se de hipóteses quanto ao comportamento do público e dos bancos que determinam os parâmetros do multiplicador e de identidades contábeis derivadas do balancete consolidado das autoridades monetárias (Banco Central do Brasil e

Banco do Brasil).

De vez que os bancos comerciais também participam do processo de formação da oferta de moeda, o controle do estoque de moeda exige, também, acompanhamento das contas destes bancos, de modo a permitir que as autoridades monetárias possam exercer os controles clássicos de política monetária (operações de mercado aberto, encaixe compulsório e redesconto). Este acompanhamento estatístico é realizado através do balancete consolidado dos bancos comerciais. A projeção no orçamento monetário da base monetária e dos parâmetros que definem o multiplicador, permitem às autoridades a determinação de algumas contas do balancete consolidado dos bancos comerciais, cujo resumo mostra-se a seguir.

QUADRO 2
BALANCETE CONSOLIDADO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS

ATIVO	PASSIVO
I. APLICAÇÕES	II. RECURSOS NÃO MONETÁRIOS
1. Empréstimos do Banco do Brasil	1. Recursos Líquidos do Tesouro Nacional junto às Autoridades Monetárias
1.1. Setor Privado	2. De Fundos e Programas Administrados pelo Banco Central ou pelo Banco do Brasil
1.2. Setor Público	3. Depósitos Diversos
2. Aplicações junto a Instituições Financeiras	3.1. A prazo (Dp ^{bb})
2.1. Redescontos (Rd)	3.2. Legais
2.2. Empréstimos e Adiantamentos	4. Recursos Próprios
2.3. Fundos e Programas	4.1. Banco do Brasil
3. Outras Aplicações de Fundos e Programas Administrados pelo Banco Central	4.2. Banco Central
4. Contas Cambiais (saldo líquido)	III. BASE MONETÁRIA (I - II) (B)
5. Demais contas (saldo líquido)	1. Papel-moeda em Circulação (Mc)
	1.1. Em Poder do Público (Mp)
	1.2. Na Caixa dos Bancos Comerciais (R ₁)
	2. Depósitos de Bancos
	2.1. Voluntários (R ₂)
	2.2. Compulsórios em Moeda (R ₃)
	3. Depósitos à Vista no BB (Dv ^{bb})

Fonte: Banco Central do Brasil.

QUADRO 3
BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS

ATIVO		PASSIVO	
1. RESERVAS TOTAIS	(R)	1. DEPÓSITOS	(D ^{bc})
1.1. Voluntárias	(R _v)	1.1. À vista	(D _v ^{bc})
1.1.1. Caixa	(R ₁)	1.2. À Prazo	(D _p ^{bc})
1.1.2. No BB	(R ₂)	2. Redescontos	(R _d)
1.2. Compulsórias	(R _c)	3. Demais Contas (saldo líquido)	
1.2.1. Em Moeda	(R ₃)		
1.2.2. Em Títulos Governamentais	(R ₄)		
2. EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO			

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.4. DERIVAÇÃO DO MODELO

Através do conjunto de equações a seguir, onde as variáveis são descritas por letras maiúsculas e os parâmetros por minúsculas, o Banco Central do Brasil programa os componentes monetários dos balancetes consolidados examinados anteriormente.

IDENTIDADES:

$$M = D_v^{bc} + D_v^{bb} + M_p \quad (1)$$

$$B = M_p + R_m + D_v^{bb} \quad (2)$$

$$R_m = R_1 + R_2 + R_3 \quad (3)$$

$$R = R_v + R_c = R_1 + R_2 + R_3 + R_4 \quad (4)$$

$$R_c = R_3 + R_4 \quad (5)$$

$$R_v = R_1 + R_2 \quad (6)$$

$$D^{bc} = D_v^{bc} + D_p^{bc} \quad (7)$$

RELAÇÕES DE COMPORTAMENTO:

$$D_v^{bc} = a \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq a \leq 1 \quad (8)$$

$$D_v^{bb} = b \cdot D_v^{bc} = a \cdot b \cdot D^{bc}, \quad b \geq 0 \quad (9)$$

$$M_p = c \cdot D^{bc}, \quad c \geq 0 \quad (10)$$

$$R_c = d \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq d \leq 1 \quad (11)$$

$$R_4 = e \cdot R_c = e \cdot d \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq e \leq 1 \quad (12)$$

$$R_v = f \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq f \leq 1 \quad (13)$$

$$R = g \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq g \leq 1 \quad (14)$$

$$g = d + f, \quad (15)$$

$$R_1 = h \cdot R_v = h \cdot f \cdot D^{bc}, \quad 0 \leq h \leq 1 \quad (16)$$

NOMENCLATURA:

- M = oferta monetária (meios de pagamento);
 Dv^{bc} = depósitos à vista do público nos bancos comerciais;
 Dv^{bb} = depósitos à vista do público no Banco do Brasil;
 Mp = total do papel-moeda em poder do público;
 B = base monetária;
 R_m = encaixes monetários dos bancos comerciais;
 R_1 = dinheiro em caixa dos bancos comerciais;
 R_2 = depósitos voluntários dos bancos comerciais no Banco do Brasil;
 R_3 = encaixes compulsórios em moeda dos bancos comerciais;
 R_4 = encaixes compulsórios em títulos governamentais dos bancos comerciais;
 R_v = reservas voluntárias dos bancos comerciais;
 R_c = reservas compulsórias dos bancos comerciais;
 R = reservas totais dos bancos comerciais;
 D^{bc} = total dos depósitos à vista e a prazo do público nos bancos comerciais;
 a = razão Dv^{bc}/D^{bc}
 b = razão Dv^{bb}/D^{bc}
 c = razão Mp/D^{bc}
 d = taxa de reservas compulsórias ($d = R_c/D^{bc}$);
 e = razão R_4/R_c ;
 f = taxa de reservas voluntárias ($f = R_v/D^{bc}$);
 g = taxa global das reservas dos bancos comerciais ($g = R/D^{bc}$);
 h = razão R_1/R_v .

A expressão do multiplicador da base monetária, m , é facilmente obtida neste modelo:

$$\begin{aligned}
 m &= \frac{M}{B} = \frac{Dv^{bc} + Dv^{bb} + Mp}{Mp + Rm + Dv^{bb}} = \frac{Dv^{bc} + Dv^{bb} + Mp}{Mp + (R - R_A) + Dv^{bb}} \\
 &= \frac{aD^{bc} + bDv^{bc} + cD^{bc}}{cD^{bc} + gD^{bc} - e + bDv^{bc}} = \frac{aD^{bc} + baD^{bc} + cD^{bc}}{cD^{bc} + gD^{bc} + edD^{bc} + baD^{bc}} \\
 &= \frac{a + ab + c}{c + g - de + ab}
 \end{aligned}$$

portanto, $m = \frac{a + ab + c}{c + g - de + ab}$ (17)

A primeira equação representa a definição de meios de pagamento onde se incluem os depósitos à vista do público nas autoridades monetárias. Este conceito enquadra-se perfeitamente na idéia desenvolvida de que os depósitos no Banco do Brasil são ativos do público que possuem o mesmo poder liberatório que os depósitos congêneres nos bancos comerciais. Evidentemente que a localização do Banco do Brasil entre as autoridades monetárias exige que o passivo monetário das autoridades seja acrescido dos depósitos à vista do público naquele banco, daí a inclusão destes depósitos na segunda equação.

A introdução de Dv^{bb} na base torna-se, às vezes, fonte de alguma confusão. Assim, por exemplo, se há um aumento dos depósitos no Banco do Brasil, ΔDv^{bb} , proveniente de uma queda de mesmo valor nos depósitos nos bancos comerciais, ΔDv^{bc} ($\Delta Dv^{bb} = Dv^{bc}$); os meios de pagamento manter-se-ão inalterados ($M = Mp + Dv^{bb} + Dv^{bc} \pm Mp + Dv^{bb} + \Delta Dv^{bb} + Dv^{bc} - \Delta Dv^{bc}$), mas, a base, B , será acrescida de ΔDv^{bb} ($\Delta B = \Delta Dv^{bb}$) e reduzida pela perda de reservas dos bancos comerciais, o que, à primeira vista, poderia levar a alguém supor que este aumento em B seria retransmitido a M , via multiplicador ($\Delta M = m \Delta B$). Entretanto, é fácil demonstrar que isto não acontecerá porque os parâmetros do

multiplicador serão alterados de forma a haver uma diminuição de m que venha exatamente compensar a elevação de B .

No Quadro 3, encontramos os fundamentos das equações (3), (4), (5) e (6). Os bancos comerciais mantêm reservas voluntárias ($R_v = R_1 + R_2$) e prestam-se ao atendimento dos saques contra suas contas de depósitos. Uma percentagem dos depósitos à vista dos bancos comerciais é depositada compulsoriamente, sem qualquer rendimento, no Banco Central do Brasil - são as reservas compulsórias em moeda, R_a . Além destas reservas compulsórias, há ainda as que são realizadas em títulos governamentais, portanto, com rendimentos - são as reservas compulsórias em títulos governamentais, R_4 . Logicamente, o total das reservas compulsórias é dado por $R_c = R_a + R_4$ e as reservas totais dos bancos comerciais são $R = R_v + R_c = R_1 + R_2 + R_a + R_4$.

Evidentemente, o compulsório em títulos é, antes de mais nada, uma aplicação rentável compulsória dos bancos comerciais, não podendo fazer parte, por conseguinte, da base monetária e não influenciando, portanto, sobre o multiplicador (m). Contudo, na equação (17) tem-se a impressão de que estas reservas afetam m , de vez que o parâmetro g (taxa de reserva compulsória em títulos) figura no denominador.

As relações de comportamento de (8) a (16) exprimem a pressuposição de que, no curto prazo, os valores de todas as variáveis envolvidas no modelo são proporções fixas do total dos depósitos nos bancos comerciais, D^{bc} , ou em outras palavras, os parâmetros do multiplicador são constantes. Isto significa, também, que cada uma dessas equações, com exceção da nº 15, pode ser apresentada como uma reta que passa pela origem, cujo coeficiente angular é a relação entre cada variável e D^{bc} .

CAPÍTULO III

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

Os ativos financeiros existentes no mercado aberto brasileiro se subdividem em dois grandes grupos, a saber:

1. Títulos Públicos;
2. Títulos Privados.

O objetivo deste Capítulo é apresentar de forma sucinta, os principais títulos que são transacionados atualmente no "Open Market", descrevendo suas características gerais e específicas, formas de negociação e cálculo de rentabilidade, critérios para a formação de preço e aspectos relativos à tributação dos papéis, incorporando, inclusive, as últimas medidas fiscais introduzidas até 18 de março de 1987.

Os Títulos Públicos podem ser subdivididos em três categorias, a saber: (vide Tabela 4 e Gráfico 5)

1. Federais;
2. Estaduais;
3. Municipais.

Neste trabalho, nos ateremos apenas aos Títulos Públicos federais, emitidos pelo Tesouro Nacional e por seu agente autorizado, o Banco Central do Brasil.

TABELA 4

DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA

Saldo médio em Cr\$ milhões

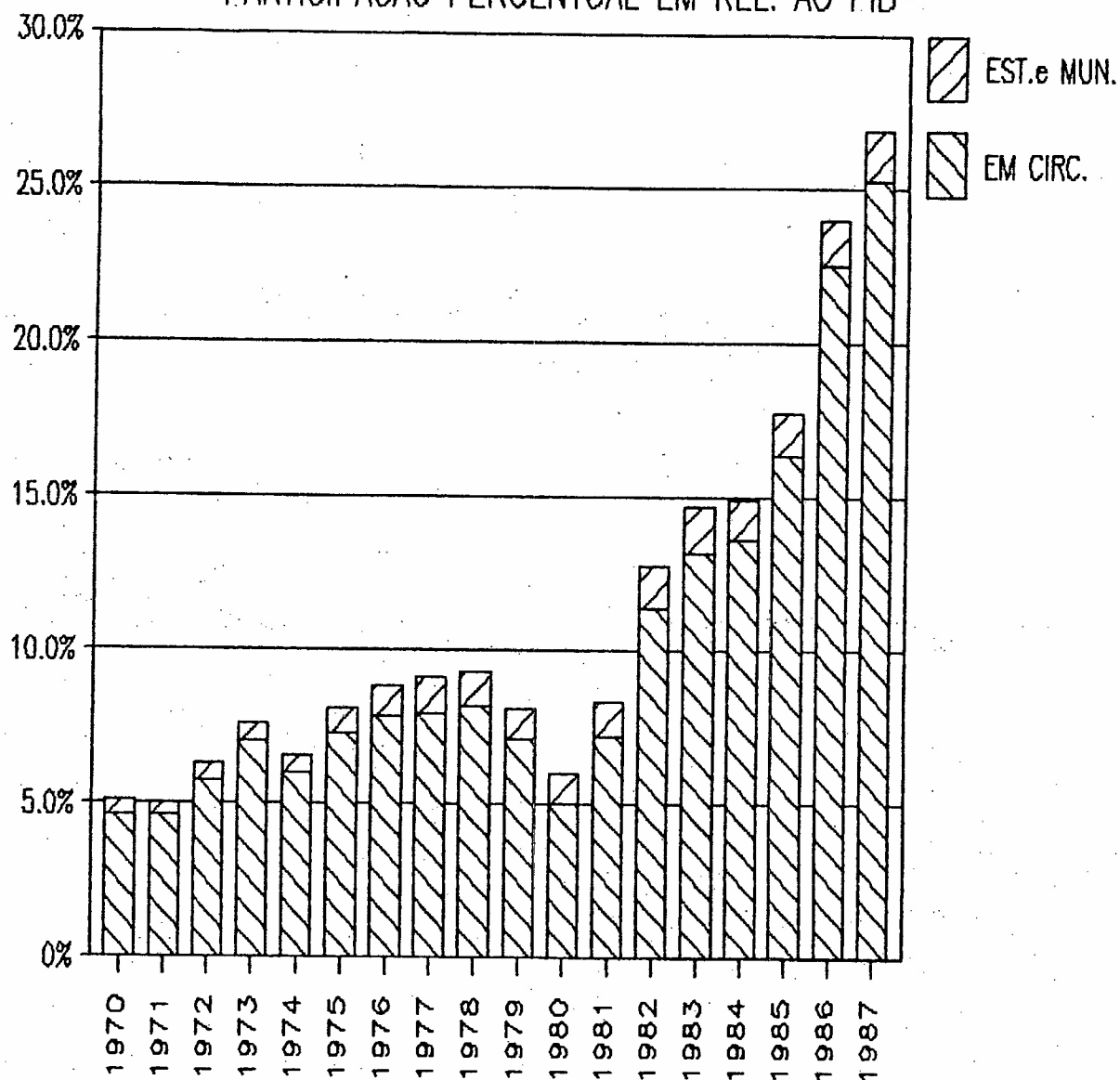
DÍVIDA PÚBLICA INTERNA				PRODUTO INTER- NO BRUTO	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL			
FEDERAL		ESTADUAL E MUNICIPAL	TOTAL	(PIB)	DÍVIDA PÚBLICA / PRODUTO INTERNO BRUTO			
EM CIRCULAÇÃO OTN+LTN+LBC	EM PODER DO PÚBLICO				EM CIRC/PIB	P.P./PIB	E.M./PIB	TOT/PIB
1	2	3	4=1+3	5	1/5	2/5	3/5	4/5
1970	9	8	10	194	4.6%	4.1%	.5%	5.2%
1971	12	12	13	260	4.6%	4.6%	.4%	5.0%
1972	20	19	22	349	5.7%	5.4%	.6%	6.3%
1973	34	30	37	487	7.0%	6.2%	.6%	7.6%
1974	43	39	47	714	6.0%	5.5%	.6%	6.6%
1975	73	65	81	1,005	7.3%	6.5%	.8%	8.1%
1976	127	117	144	1,626	7.8%	7.2%	1.0%	8.9%
1977	198	177	226	2,487	8.0%	7.1%	1.1%	9.1%
1978	298	266	336	3,620	8.2%	7.3%	1.0%	9.3%
1979	430	382	491	6,041	7.1%	6.3%	1.0%	8.1%
1980	637	522	755	12,639	5.0%	4.1%	.9%	6.0%
1981	1,787	1,342	270	2,057	7.2%	5.4%	1.1%	8.3%
1982	5,470	3,447	659	6,129	11.4%	7.2%	1.4%	12.7%
1983	15,616	7,187	1,783	17,399	13.2%	6.1%	1.5%	14.7%
1984	52,763	25,838	5,125	57,888	13.6%	6.7%	1.3%	14.9%
1985	229,562	146,908	19,695	249,257	16.3%	10.4%	1.4%	17.7%
1986	830,725	502,481	54,848	885,573	22.5%	13.6%	1.5%	24.0%
1987	2,975,313	1,957,054	190,783	3,166,096	25.2%	16.6%	1.6%	26.8%

Banco Central do Brasil

87 - Resultados Preliminares.

DIVIDA MOBILIARIA INTERNA

PARTICIPACAO PERCENTUAL EM REL. AO PIB



3.1. LETRAS DO TESOURO NACIONAL - LTN

As Letras do Tesouro Nacional foram criadas pelo Decreto-Lei nº 1079, de 29 de janeiro de 1970, e regulamentadas pela Resolução nº 564, de 20 de setembro de 1979.

3.1.1. EMISSÃO E COLOCAÇÃO

A emissão era realizada pelo Banco Central do Brasil, agente do Tesouro Nacional responsável pela emissão, colocação e resgate.

As LTN's atualmente são de emissão exclusivamente escritural (Resolução nº 564, de 20 de setembro de 1979), e são emitidas e negociadas em valores iguais ou múltiplos de Cz\$ 1.000,0000 (valor de face com quatro casas decimais).

Sua colocação é feita pelo Banco Central, através de leilões periódicos semanais realizados todas as segundas-feiras, com liquidação nas quartas-feiras seguintes, data de sua emissão. São emitidos com prazos de 35, 63, 91, 182 ou 273 dias a decorrer e colocadas a mercado utilizando-se o desconto comercial ou por fora, sobre o seu valor de face ou de resgate (valor nominal). Houve também a emissão de LTN's de 365 dias, cuja licitação era geralmente na segunda semana de cada mês, numa quinta-feira. A alteração nos antigos moldes dos leilões de papéis de 365 dias a vencer, veio no sentido de aperfeiçoar o mercado secundário, pois, com as emissões passando a ser numa terça-feira, os resgates passaram a ocorrer em uma quarta-feira, coincidindo, portanto, com os demais papéis em circulação. Anteriormente, com

as emissões numa quinta-feira e os resgates numa sexta-feira, isto não ocorria.

Podiam participar dos leilões exclusivamente instituições financeiras, como tal definidas pela legislação em vigor. As demais instituições (não financeiras) e as pessoas físicas interessadas na compra diretamente nos leilões o faziam sempre através de uma das instituições acima.

O volume total que era colocado semanal e mensalmente era divulgado pelo Banco Central antecipadamente, mediante a publicação de comunicados pela imprensa, e as instituições participantes podiam individualmente oferecer-se a comprar qualquer quantidade de títulos compatível com as suas características operacionais. Dessa forma, os participantes do mercado sempre tinham conhecimento da quantidade de títulos a ser colocada e conseqüentemente a ser resgatada num prazo determinado. Igualmente, o saldo em circulação das LTN's era conhecido a qualquer momento.

Os leilões de LTN's eram sempre do tipo competitivo, ou seja, as instituições financeiras tinham a liberdade de oferecer a taxa de desconto anual (e naturalmente, o preço) pela qual desejavam adquirir os papéis da emissão.

A seleção das ofertas era feita pelo Banco Central, em ordem decrescente de preços, o que equivale as taxas de desconto crescentes. Desta forma, as instituições que tiverem oferecidos os preços de compra mais elevados seriam as contempladas. As taxas oferecidas baseavam-se principalmente nas condições de liquidez do sistema financeiro no dia do leilão e nas perspectivas de seu comportamento futuro, que eram correlacionadas a uma série de fatores como a diretriz da política monetária em vigor e a performance geral da economia.

Tradicionalmente, o Banco Central distribuía os volumes ofertados pelas instituições financeiras de forma a que uma instituição isoladamente, não viesse adquirir uma parcela considerável do leilão, tal que lhe permitisse uma atitude monopolística em mercado. E, em nenhuma hipótese, uma mesma instituição financeira poderia adquirir mais do que 20% (vinte por cento) do montante da emissão de cada prazo.

Para todos os tipos de leilão, uma vez encerrada a apuração, o Banco Central comunicava diretamente o resultado a cada uma das instituições licitantes relativamente à sua proposta, e divulgava pela imprensa, no dia seguinte, apenas as taxas máximas, média e mínima das propostas aceitas.

3.1.2. CARACTERÍSTICAS

Todas as LTN's eram emitidas exclusivamente na modalidade ao portador. Dessa maneira, tais papéis ganhavam uma flexibilidade que lhes permitisse atender os grandes volumes que eram diariamente negociados em mercado. A legislação permitia ao possuidor de LTN's, nos casos de perda ou extravio, condições de reclamar após seu vencimento junto ao Banco Central do Brasil, o respectivo pagamento. A autorização era condicionada a um depósito ou caução também em Títulos da Dívida Pública Federal, do valor equivalente à quantia reclamada, pelo prazo de 5 (cinco) anos, findo o qual o credor levantava a caução ou depósito caso não tivesse havido exigência de pagamento por outrem no seu decorrer.

TABELA 5

DIVIDA PUBLICA FEDERAL
EM PODER DO MERCADO

Saldos em Cz\$ milhoes

FINAL	OTN		LTN		LBC		TIT. DIV. PUBLICA EM PODER MERCADO	
DE	(1)	% NO	(2)	% NO	(3)	% NO	(4)	% NO
PERIODO	VOLUME	TOTAL	VOLUME	TOTAL	VOLUME	TOTAL	VOLUME	TOTAL
1970:	9:	100.0%	0:	.0%	0:	.0%	9:	100.0%
1971:	12:	85.7%	2:	14.3%	0:	.0%	14:	100.0%
1972:	16:	72.7%	6:	27.3%	0:	.0%	22:	100.0%
1973:	21:	61.8%	13:	38.2%	0:	.0%	34:	100.0%
1974:	33:	70.2%	14:	29.8%	0:	.0%	47:	100.0%
1975:	56:	71.8%	22:	28.2%	0:	.0%	78:	100.0%
1976:	81:	55.5%	65:	44.5%	0:	.0%	146:	100.0%
1977:	96:	47.5%	106:	52.5%	0:	.0%	202:	100.0%
1978:	152:	48.4%	162:	51.6%	0:	.0%	314:	100.0%
1979:	234:	58.8%	164:	41.2%	0:	.0%	398:	100.0%
1980:	448:	72.1%	173:	27.9%	0:	.0%	621:	100.0%
1981:	1,371:	63.2%	799:	36.8%	0:	.0%	2,170:	100.0%
1982:	4,155:	85.4%	711:	14.6%	0:	.0%	4,866:	100.0%
1983:	9,150:	96.1%	374:	3.9%	0:	.0%	9,524:	100.0%
1984:	50,867:	95.8%	2,214:	4.2%	0:	.0%	53,081:	100.0%
1985:	249,596:	96.6%	8,893:	3.4%	0:	.0%	258,489:	100.0%
1986:	148,697:	41.4%	8,057:	2.2%	202,465:	56.4%	359,219:	100.0%
1987:	592,416:	26.1%	41,431:	1.8%	1,633,602:	72.0%	2,267,449:	100.0%

Fonte: Banco Central do Brasil.

OBS: 1987 - Resultados Preliminares.

Entretanto, para eliminar os riscos inerentes a essa circunstância, foi criado um mecanismo de custódia desses títulos no Banco Central do Brasil, que será adiante comentado.

As LTN's eram colocadas com um desconto sobre o seu valor de face e igualmente negociadas em mercado com desconto sobre aquele valor, que era também o de resgate.

Contabilmente, as LTN's eram registradas no ativo disponível das pessoas jurídicas. Esse tratamento decorre de uma grande liquidez no mercado secundário. Todos os demais títulos e valores mobiliários são registrados no ativo realizável.

O Banco Central do Brasil, através de sua Diretoria da Dívida Pública, oferecia às instituições financeiras que negociavam com habitualidade tais papéis, um sistema gratuito de custódia. Dessa forma, eram eliminadas as manipulações físicas de papel nas operações entre instituições financeiras e entre estas e seus clientes.

Como foi observado, por tradição de mercado, as LTN's praticamente permaneciam custodiadas naquele Banco desde sua emissão até o resgate. O Banco Central do Brasil a partir de 20 de setembro de 1979, conforme a Resolução BC nº 564 dessa data, passou a processar a emissão das LTN's unicamente sob a forma escritural, através de procedimento contábil, deixando de haver, em qualquer hipótese, a emissão física desses títulos. O seu resgate era feito automaticamente pelo Banco Central do Brasil, nas datas dos respectivos vencimentos.

Em continuidade ao processo de aperfeiçoamento das liquidações financeiras nesse mercado, foi implantado um mecanismo de "clearing" para os seus participantes. O processo visa, basicamente, promover a atualização das posições

financeiras e de custódia entre as compras e vendas de LTN's realizadas em um mesmo dia pelas várias instituições financeiras participantes do mercado e entre estas e seus clientes. Esse mecanismo é o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

3.1.3. NEGOCIAÇÃO EM MERCADO

Tradicionalmente, as LTN's eram negociadas em mercado através de uma taxa de desconto ao ano sobre o seu valor nominal ou de resgate. Ultimamente, as LTN's são negociadas pela taxa overnight ou pela taxa efetiva dia, como veremos a seguir; antes porém, é importante relembrar o conceito de desconto comercial, para que possamos entender como se calculam os juros das LTN's.

SIMBOLOGIA:

VN = Valor nominal, de resgate, de face ou quantidade;

VA = Valor atual ou de aplicação;

Dc = Valor de desconto comercial;

da = Taxa de desconto ao ano;

n = Prazo a decorrer;

PU = Entende-se por preço unitário, o preço de uma unidade do título a ser transacionado.

Por definição, o valor do desconto comercial, ou por fora, é dado por:

$$Dc = VN \times \frac{da}{360 \times 100} \times n \quad (1)$$

Como $VA = VN - Dc$ (2), ou seja, o valor atual ou preço,

também por definição, é a diferença entre o valor nominal e o desconto. Logo, substituindo (1) em (2), teremos:

$$VA = VN - VN \times \frac{da}{360 \times 100} \times n \quad (3)$$

Para facilitar os cálculos, faremos uso do PU definido acima, que é nada mais nada menos, que o valor atual para o valor nominal igual a Cz\$ 1000,00. Logo, considerando VN = 1.000 em (3), e fazendo VA = PU, chegaremos a fórmula básica das LTN's.

$$PU = 1000 - 1000 \times \frac{da}{360 \times 100} \times n$$

Logo,

$$PU = 1000 - \frac{da \times n}{36}$$

3.1.4. FÓRMULA GERAL DAS LTN's

a) TAXA DE DESCONTO AO ANO: da

Uma vez conhecido o PU, chegamos facilmente à taxa de desconto ao ano:

$$da = \frac{(1.000 - PU)}{n} \times 36$$

b) RENTABILIDADE NO PERÍODO: R_p

$$R_p = \left[\frac{1}{PU/1000} - 1 \right] \times 100$$

c) TAXA EFETIVA DIA: Ted

$$Ted = \left[1 + \frac{R_p}{100} \right]^{1/n} - 1 \times 30 \times 100$$

Onde:

n = prazo a decorrer em dias até o vencimento.

d) TAXA OVER DIA = Tod (considera-se apenas dias úteis)

$$Tod = \left[1 + \frac{R_p}{100} \right]^{1/Du} - 1 \times 30 \times 100$$

Onde:

Du = dias úteis a decorrer até o vencimento.

e) EXEMPLOS:

1. O leilão primário de LTN's realizado em 16 de março de 1987, com trinta e cinco dias de prazo a decorrer, saiu a um PU médio de Cz\$ 876,6867. Determine:

- a) a taxa de desconto ao ano;
- b) a rentabilidade no período;

- c) a taxa efetiva dia;
- d) a taxa over dia.

Dados:

$$n = 35 \text{ dias}$$

$$Du = 22$$

- a) TAXA DE DESCONTO AO ANO: da

$$da = \frac{(1000 - 876,6867) \times 36}{35} = 126,84\%$$

- b) RENTABILIDADE NO PERÍODO: Rp

$$Rp = \left[\frac{1}{876,6867/1000} - 1 \right] \times 100$$

$$Rp = 14,07\% \text{ a.p.}$$

- c) TAXA EFETIVA DIA: Ted

$$Ted = \left[1 + \frac{14,07}{100} \right]^{1/35} - 1 \times 30 \times 100$$

$$Ted = 11,30\% \text{ a.d.}$$

d) TAXA OVER DIA: Tod

$$\text{Tod} = \left[1 + \frac{14,07}{100} \right]^{1/22} - 1 \times 30 \times 100$$

$$\text{Tod} = 18,01\%$$

2. O Banco Alfa participou do leilão do exemplo anterior. Contudo, esperava assegurar uma Taxa Over Night de 18,50% a.m. durante o período de vida do título. Determine:

- a) A rentabilidade no período;
- b) O PU que o Banco Alfa entrou no leilão;
- c) A taxa de desconto ao ano;
- d) A Taxa efetiva dia.

a) RENTABILIDADE NO PERÍODO: Rp

$$\text{Rp} = \left[\frac{18,50}{3000} + 1 \right]^{22} - 1 \times 100$$

$$\text{Rp} = 14,48\% \text{ a.p.}$$

b) PU QUE O BANCO ALFA ENVIOU AO BANCO CENTRAL:

$$\text{PU} = \frac{1}{14,48/100 + 1} \times 1.000 = 873,5150$$

c) TAXA DE DESCONTO AO ANO: da

$$da = \frac{(1.000 - 873,5150) \times 36}{35}$$

$$da = 130,10\% \text{ a.a.}$$

d) TAXA EFETIVA DIA: Ted

$$Ted = \left[1 + \frac{14,48}{100} \right]^{1/35} - 1 \times 3.000$$

$$Ted = 11,61\% \text{ a.d.}$$

3.1.5. MECANISMO "DEALERS" E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

O mercado de LTN's era o mais organizado dentre os existentes para os papéis de renda fixa. Ele funcionava através da participação de um certo número de instituições financeiras especializadas - "dealers" - que necessariamente cotavam para a compra e para a venda, cada um dos vencimentos existentes em cada momento.

As cotações em mercado variava continuamente em função de uma série de fatores que afetava a liquidez do sistema financeiro. Em consequência, o comportamento das taxas nesse mercado oscilava livremente de acordo com as condições de oferta e procura de fundos (para todos os prazos), verificados a cada momento. Além disso, tendo em vista que as instituições

participantes no mercado operavam principalmente por conta própria, é o seu patrimônio que era investido nesses títulos, essas características garantiam uma extrema acuidade no estabelecimento das taxas de negócios.

Para as instituições financeiras que carregavam por conta própria uma carteira de LTN's, a sua renumeração nominal consistia na diferença entre os preços de compra e venda ("spread"). Já as instituições negociadoras de LTN's que atuava como intermediárias, por conta e ordem de terceiros, recebiam comissão, corretagem ou taxa de prestação de serviços.

Além das transações de compra e venda definitivas, o mercado de LTN's apresentava uma série de alternativas para os investidores que desejam minimizar os riscos de flutuação de taxas. Tais alternativas caracterizam-se por operações com garantia de recompra, por parte da instituição financeira vendedora, podendo ser estabelecidas as seguintes modalidades:

a) VENDA COM DATA E TAXA PREFIXADA:

as condições da operação eram estabelecidas desde logo, e a recompra se dava automaticamente na data combinada sem necessidade de qualquer aviso prévio;

B) VENDA COM TAXA PREFIXADA E DATA EM ABERTO:

podia existir um prazo de carência (mínimo e/ou máximo) para o exercício da opção de revenda, assim como, o estabelecimento de um conjunto de taxas proporcionais ao prazo em que a recompra poderia se efetivar. A opção para o exercício da revenda era geralmente do cliente;

c) VENDA COM DATA PREFIXADA E TAXA EM ABERTO:

nesse caso, o cliente tinha garantia de liquidez da

operação ao fim de um certo prazo, a uma taxa compatível com as condições de mercado da época;

d) VENDA COM TAXA E DATA EM ABERTO:

o cliente tinha garantia de liquidez a qualquer momento que lhe conviesse, a taxa vigorante no mercado naquela ocasião, para os papéis de idêntico prazo a vencer. Geralmente, é o cliente quem tem a opção para o exercício da revenda.

A operação de recompra era um compromisso ético entre as instituições financeiras e seus clientes, criando obrigações recíprocas. Isto é, não só à instituição financeira comprometia-se a comprar de volta os papéis vendidos, como também o cliente obrigava-se a vender os papéis nas condições estabelecidas inicialmente.

Observa-se que as condições "a" e "b" são reguladas pela Resolução 366 do Banco Central do Brasil e alterações posteriores, "c" e "d" ficam à mercê das condições existentes em mercado. Tais condições, naturalmente, podem ser alteradas durante o período de aplicação, desde que houvesse aquiescência de ambas as partes para os termos da operação.

3.1.6. A TÉCNICA DO "GO-AROUND"

Esta técnica é a mais regularmente usada na condução das operações do Banco Central e foi pela primeira vez aplicada no Brasil em 1978. Até a implantação dessa nova técnica, as operações eram desenvolvidas de forma individual, ainda que dentro das condições de mercado. Desenvolvido pelo Banco da

Reserva Federal em 1954, especialmente para a prática das Operações de Mercado Aberto com títulos curtos ("Bills Only"), o "Go-Around" foi intensamente utilizado naquele País até a década de 70, quando as operações passaram a ser conduzidas com títulos mais longos em complemento aos de curto prazo.

Atualmente, a totalidade das operações com títulos federais, quer sejam operações de compra e venda definitivas ou operações de financiamento, são conduzidas com base nessa nova sistemática. O objetivo maior dessa técnica, e que constitui o seu grande mérito, é manter o maior nível de competitividade possível, mediante a participação de todos os "dealers" credenciados em uma determinada operação. O ideal seria permitir o acesso simultâneo de todo o mercado a essas operações, o que não é possível dadas as dificuldades técnicas e operacionais. A competitividade fica evidente através das cotações dos "dealers" credenciados, nos momentos em que essas instituições são acionadas pelo Banco Central para participar das operações de compra e venda de papel, ou quando a Autoridade Monetária tenciona conceder financiamentos ou captar recursos junto ao mercado, dentro daquilo que se convencionou chamar de acordo de recompra e acordo de recompra e reverso, respectivamente.

De uma maneira resumida, podem ser citados os seguintes aspectos favoráveis à prática do "Go-Around":

1. Melhora do nível de competitividade e, conseqüentemente, da eficiência do mercado de títulos federais. Cada instituição credenciada tem igual oportunidade de competir pelo negócio que está sendo proposto pelo Banco Central, sendo contemplados os "dealers" que apresentam os melhores preços;

2. Aumenta a agilidade do mercado, na medida em que as instituições se mostram aptas a cotar permanentemente os diversos vencimentos para a compra e a venda;
3. Assegura, ao Banco Central, o fechamento de suas operações dentro das melhores condições possíveis;
4. Permite aos "dealers" credenciados e, por extensão, aos demais participantes do mercado, tomar conhecimento da atuação do Banco Central, o que assume extrema importância na avaliação das condições de mercado e perspectivas do comportamento futuro.

3.1.7. PRINCIPAIS UTILIZAÇÕES ESPECÍFICAS

Visando a aceitação das LTN's a princípio, criou-se uma série de facilidades e espaços para a ampliação de sua liquidez. Assim, podem ser utilizadas como:

- a) garantia de cobertura de reservas técnicas das sociedades seguradoras;
- b) garantia de responsabilidade perante o Banco Central do Brasil por empréstimo de liquidez, ou pagamento decorridos 10 (dez) dias do vencimento;
- c) aplicações das reservas técnicas das entidades de previdência privada;

- d) aplicações das entidades públicas não financeiras;
- e) constituição de depósitos compulsórios dos bancos comerciais;
- f) composição de carteira das sociedades de investimento;
- g) composição de carteira dos fundos mútuos de investimento;
- h) composição da carteira de fundos fiscais (Decreto-Lei nº 157);
- i) alternativa ao depósito no Banco Central do Brasil do valor em moeda estrangeira captado no exterior sem repasse.

3.1.8. TRIBUTAÇÃO

O órgão emissor não retém imposto na fonte quando da colocação ou resgate desses papéis:

PESSOA FÍSICA:

- 1) Os rendimentos auferidos em aquisições e subseqüentes vendas ou resgates em prazo inferior a 90 (noventa) dias, acarretam a obrigatoriedade de sua inclusão na cédula B da declaração anual, sem nenhuma retenção na fonte (Portaria nº 163, de 05 de março de 1980, do Ministério da Fazenda);
- 2) Acima desse prazo, os rendimentos estão isentos de

tributação, devendo ser informados na declaração de final de ano, ano anexo nº 02 em seu item "Descontos de Letras do Tesouro Nacional".

PESSOA JURÍDICA:

- 1) As receitas provenientes de descontos obtidos na subscrição ou renegociações em mercado serão incluídas no lucro real para apuração do lucro tributável.

Ao final de 1987, não havia mais LTN's em circulação no mercado.

3.2.OTN - OBRIGAÇÕES DO TESOURO NACIONAL

As OTN's foram criadas originariamente como ORTN (reajustáveis), pela Lei nº 4357, de 16 de julho de 1964 e regulamentadas pelo Decreto nº 54.252, de 03 de setembro de 1964 e Circular nº 495, de 15 de janeiro de 1980. Com o advento do Plano de Estabilização Econômica, ou Plano Cruzado, as ORTN's passaram a ser denominadas OTN's por força do Decreto-Lei nº 2283, de 28 de fevereiro de 1986 e tiveram seu valor nominal congelados até 28 de fevereiro de 1987.

Em 26 de fevereiro de 1987, a Resolução nº 1265 do Conselho Monetário Nacional, resolveu atualizar mensalmente o valor das OTN's, que foi fixado em Cz\$ 181,61 pelo comunicado DEMOB nº 708, de 04 de março de 1987 do Banco Central do Brasil, em conformidade com o Decreto-Lei nº 2311, de 23 de dezembro de 1986, que determinou que na atualização do valor nominal da OTN em 01 de março de 1987, seriam adotadas as variações do IPC ocorridas de março até 30 de novembro de 1986, e a partir de 01 de dezembro de 1986 até 28 de fevereiro de 1987, as variações do IPC, ou os rendimentos das Letras do Banco Central, alternativamente o índice que maior rendimento obtivesse. Ainda de acordo com a Resolução supracitada, o valor da OTN até junho de 1987, independentemente da data de sua emissão, será atualizado mensalmente, tendo por base a variação do IPC ou os rendimentos produzidos pelas Letras do Banco Central (LBC), adotando-se o índice que maior resultado obtiver.

As OTN's a partir de 26 de dezembro de 1985, de acordo com a Resolução nº 1075 do CMN, são emitidas com prazo mínimo de seis meses e máximo de cinco anos, e são exclusivamente escriturais. Rendem juros de 6% a.a. compostos semestralmente e não incide imposto de renda na fonte sobre os juros. Embora ainda existam em circulação no mercado, OTN's com as mais variadas características, as quais serão objeto de análise mais adiante, quaisquer emissões de OTN a partir desta data obedecem as características anteriormente descritas. Desde janeiro de 1986, quando o Banco Central fez um gigantesco leilão com o objetivo de trocar as então antigas ORTN's por aquelas recentemente criadas, não mais realiza leilões primários de OTN. A atividade do Banco Central do Brasil, se limita a colocar em seu ativo OTN's emitidas mensalmente pelo Tesouro Nacional, sem no entanto, oferecê-las ao mercado.

3.2.2. COLOCAÇÃO

A colocação das OTN's é feita através de ofertas públicas competitivas nas praças em que o Banco Central do Brasil mantém dependências. Sua periodicidade é mensal, em torno do dia 15. Como foi dito no item anterior, desde janeiro de 1986, o Banco Central do Brasil não coloca as OTN's no mercado.

Somente instituições financeiras podem participar diretamente das ofertas. A participação das pessoas físicas e das instituições não-financeiras é sempre feita por intermédio das instituições financeiras.

3.2.3. RESGATE

O resgate das OTN's é efetuado pelo valor nominal atualizado no mês, acrescido dos juros correspondentes ao último semestre de vida do título.

As OTN's emitidas até 31 de dezembro de 1984 com três anos de prazo original, podem ser resgatas, quando dos seus vencimentos, pelo reajustamento de seus valores segundo a correção do valor nominal pela variação monetária, ou de acordo com a correção cambial. São as chamadas OTN's cambiais, criadas pelo Decreto-Lei nº 599, de 28 de maio de 1969.

3.2.4. PAPÉIS EM MERCADO

Existem atualmente (segunda quinzena de março de 1987), um volume aproximado de 291 milhões de OTN's em circulação no mercado, das quais 156 milhões foram emitidas com cláusula de resgate pela correção cambial, perfazendo um volume em cruzados da ordem de 60 bilhões de cruzados ou US\$ 2,8 bilhões.

3.2.4.1. OTN's MONETÁRIAS

Das 135 milhões de OTN's monetárias em circulação, 96% são escriturais e pagam juros semestrais de 6% a.a. Os principais vencimentos de papéis escriturais são: abril, maio, junho de 1987.

CÁLCULO DOS JUROS DAS OTN's:

$$J = VN \times [(1,06)^{1/2} - 1]$$

onde:

VN = Valor nominal da OTN no mês considerado.

3.2.4.2. OTN's CAMBIAIS

As OTN's cambiais estão divididas em trinta vencimentos, sendo o último vencimento de papel cambial, em dezembro de 1989. Estes títulos foram emitidos com prazo original de cinco anos e com juros simples de 8% a.a. pagos semestralmente.

O valor de resgate de uma OTN cambial, é determinado pela fórmula abaixo:

$$VR = (\text{Dólar} \times \text{Paridade}) + \text{Juros}$$

onde:

DOLAR:

Valor do dólar de venda dos Estados Unidos no dia do resgate.

PARIDADE CAMBIAL:

É o conteúdo em dólar do papel que preserva a relação dólar/cruzado do mês da emissão do título. É o coeficiente cambial.

JUROS:

Juros líquidos, uma vez que incide uma alíquota de 35% de imposto de renda na fonte sobre os juros. Quando à paridade cambial são normalizados e distribuídos em tabelas periódicas pelo Banco Central do Brasil. (Vide Tabelas 6 e 7).

3.2.5 FORMAS DE NEGOCIAÇÃO

As OTN's monetárias são negociadas em termos de PU (preço unitário), expresso em cruzados, o qual apropria mensalmente os juros carregados pelo título. Normalmente, as OTN's são colocadas e negociadas com um deságio, que reflete a defasagem entre os juros que o papel paga (6% a.a.), e os juros vigentes em mercado.

No caso das OTN's cambiais, tanto a formação do preço de negociação, quanto o método de cálculo do valor em cruzados do papel, tem como base um valor percentual em relação ao valor monetário do título estipulado pela Resolução nº 550 do Conselho Monetário Nacional, a qual estabelece um valor máximo para o título, para efeito de lastro em operações compromissadas via SELIC. O Banco Central do Brasil divulga diariamente o valor da 550, para todos os títulos públicos federais em circulação no mercado (vide Tabela 8).

EXEMPLO:

Hoje (18 de março de 1987), o papel 15 de abril de 1988 cambial está sendo negociado na faixa de 8% acima da 550. Determinar o valor em cruzados do título:

DADOS:

D = Dólar de venda: Cz\$ 21,160

J = Juros líquidos pró-rata: Cz\$ 2,5830 (vide Tabela 1)

P = Paridade cambial: 8,245 (vide Tabela 2)

V = Valor do título na 550: Cz\$ 182,7858 (vide Tabela 3).

CÁLCULO:

$$V - J$$

$$\text{Preço na 550} = \frac{\quad}{D \times P} \times 100$$

$$182,7858 - 2,5830$$

$$\text{Preço: } \frac{\quad}{21,160 \times 8,245} \times 100 = \text{Cz\$ } 103,2893$$

$$\text{Preço} + 8$$

$$\text{PU} = \frac{\quad}{100} \times (D \times P) + J$$

$$103,2898 + 8$$

$$\text{PU} = \frac{\quad}{100} \times (21,160 \times 8,245) + 2,5830$$

$$\text{PU} = \text{Cz\$ } 196,7429$$

OBS: É comum no mercado, ao se negociar com OTN's cambiais, trabalhar com apenas duas casas decimais no preço da 550, arredondando a terceira casa.

3.2.6. PRINCIPAIS UTILIZAÇÕES ESPECÍFICAS

Na maioria dos casos, as mesmas das LTN's, já consideradas. A diferença básica se refere às DRTN's com cláusula cambial que são mecanismo eficaz de "hedging" para desvalorizações da moeda doméstica em relação ao dólar.

3.2.7. TRIBUTAÇÃO SOBRE A VARIAÇÃO CAMBIAL

Todos os papéis cambiais emitidos até 27 de fevereiro de 1983, data da maxidesvalorização do então cruzeiro, com exceção do papel que vence em 15 de abril de 1988, estão sujeitos à tributação sobre a variação cambial, que exceder a variação da correção monetária (imposto sobre a maxi), cuja alíquota a ser descontada na fonte foi fixada em 45% (pelo Artigo 1º do Decreto-Lei nº 2014/83, com a nova redação que lhe foi dada pelo Artigo 3º do Decreto-Lei nº 2065/83).

TABELA 6
JUROS PRÓ-RATA MÊS DE OTN - EM CZ\$

VENCIMENTO DIA PRIMEIRO*

ACUMULADOS NO PERÍODO 01 DE MARÇO A 31 DE MARÇO DE 1987

TAXA/VENC.						
% A.A.	1/7	2/8	3/9	4/10	5/11	6/12
6	1,1264	0,5333	-	2,8882	2,3023	1,7130
7	1,3089	0,6194	-	3,3602	2,6775	1,9914
8	1,4900	0,7048	-	3,8296	3,0503	2,2678
9	1,6697	0,7895	-	4,2964	3,4209	2,5423

VENCIMENTO DIA QUINZE

ACUMULADOS NO PERÍODO 15 DE MARÇO DE 1987 A 14 DE ABRIL DE 1987

TAXA/VENC.						
% A.A.	1/7	2/8	3/9	4/10	5/11	6/12
6*	1,0533	0,4986	-	2,7008	2,1530	1,6019
6**	1,6573	0,8267	-	4,1737	3,3308	2,4912
6***	1,7723	0,8840	-	4,4632	3,5619	2,6649

* = Deduzidos 35% de Imposto de Renda.

** = OTN Escritural, emitidas em 15 de janeiro e 15 de fevereiro de 1986, de valor nominal Cz\$ 99,50.

*** = OTN Escritural, emitidas a partir de 15 de março de 1986, inclusive, de valor nominal Cz\$ 106,40.

TABELA 7
PARIDADE CAMBIAL

VENCIMENTOS	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	5 ANOS	5 ANOS	5 ANOS	5 ANOS	5 ANOS	5 ANOS	5 ANOS
JANEIRO	14.737	14.790	15.397	11.178	10.937	11.081	11.060
FEVEREIRO	14.712	14.876	15.230	11.331	10.997	11.105	9.779
MARÇO	14.651	14.917	15.099	11.332	11.104	11.061	8.219
ABRIL	14.596	15.028	14.974	11.312	11.117	11.057	8.245
MAIO	14.634	15.092	14.701	11.385	11.072	11.100	8.241
JUNHO	14.726	15.214	14.716	11.412	11.124	11.129	8.159
JULHO	14.827	15.400	14.938	11.446	11.128	11.119	7.984
AGOSTO	14.943	15.462	14.847	11.424	11.091	11.078	7.716
SETEMBRO	15.004	15.515	14.318	11.381	11.137	11.092	7.679
OUTUBRO	15.002	15.683	14.218	11.288	11.119	11.120	-
NOVEMBRO	14.937	15.662	14.214	11.167	11.106	11.161	-
DEZEMBRO	14.729	15.519	11.639	11.064	11.072	11.137	-

TABELA 8

RESOLUÇÃO 550 - BANCO CENTRAL DO BRASIL EM 18 DE MARÇO DE 1987.

TÍTULO	VENCIMENTO	PU
000206	15/07/87	156.7996
000506	01/04/90	152.5971
000508	15/04/87	162.9468
000508	15/05/87	163.3543
000508	15/06/87	163.5364
000508	15/07/87	163.1832
000508	15/08/87	162.7937
000508	15/09/87	163.3996
000508	15/10/87	165.3045
000508	15/11/87	168.2610
000508	15/12/87	167.1331
000508	15/01/88	100.6792
000508	15/02/88	99.4974
000508	15/03/88	98.8086
000508	15/04/88	182.2706
000508	15/05/88	175.8325
000508	15/06/88	173.7048
000508	15/07/88	168.1341
000508	15/08/88	171.4484
000508	15/09/88	167.4113
000508	15/10/88	183.5579
000508	15/11/88	177.1411
000508	15/12/88	161.0368
000508	15/01/89	162.9847
000508	15/02/89	163.0114
000508	15/03/89	157.1129
000508	15/04/89	169.2118
000508	15/05/89	158.2985
000508	15/06/89	149.9457
000508	15/07/89	131.5700
000508	15/08/89	123.4220
000508	15/09/89	111.8665
000508	01/10/89	116.4425
000508	01/11/89	154.9947
000508	01/12/89	156.7821
001506	15/04/87	160.9269
001506	15/05/87	158.7236
001606	15/05/87	158.7236
001706	15/06/87	156.4954

(continua)

TABELA B
RESOLUÇÃO 550 - BANCO CENTRAL DO BRASIL EM 18 DE MARÇO DE 1987.

TÍTULO	VENCIMENTO	PU
001906	15/07/88	124.2322
002006	15/08/88	120.1897
002406	15/03/88	91.1361
002406	15/04/88	91.7167
002406	15/05/88	90.3593
002406	15/06/88	89.5406
002406	15/09/88	86.1701
002406	15/10/88	87.8190
002406	15/11/88	87.9125
002406	15/12/88	102.3801
002406	15/01/89	107.5492
100200	25/03/87	967.3231
100200	01/04/87	935.7140
100200	08/04/87	905.1377
100200	15/04/87	875.5607
100200	22/04/87	864.0022
100200	29/04/87	835.7693
100200	06/05/87	813.8487
100200	13/05/87	973.2792
100200	20/05/87	791.0285
100200	27/05/87	777.0279
100200	03/06/87	712.5739
100200	10/06/87	689.2892
100200	17/06/87	671.2104
100200	24/06/87	649.2774
100200	01/07/87	626.0610
100200	08/07/87	607.5379
100200	15/07/87	587.4855
100200	27/07/87	575.6507
100200	29/07/87	584.3701
200182	25/03/87	1552.2309
200182	01/04/87	1542.0226
200182	08/04/87	1535.8312
200182	15/04/87	1529.3399
200182	22/04/87	1523.4296
200182	29/04/87	1516.8815
200182	06/05/87	1501.3884
200182	13/05/87	1503.6377
200182	20/05/87	1493.5719
200182	27/05/87	1485.3307

(continua)

TABELA 8

RESOLUÇÃO 550 - BANCO CENTRAL DO BRASIL EM 18 DE MARÇO DE 1987.

TÍTULO	VENCIMENTO	PU
200182	03/06/87	1472.9882
200182	10/06/87	1455.6362
200182	17/06/87	1432.7639
200182	08/07/87	1382.1399
200182	15/07/87	1350.6616
200182	22/07/87	1316.7477
200182	29/07/87	1281.5287
200182	05/08/87	1240.9902
200182	12/08/87	1190.5433
200182	19/08/87	1133.9806
200182	26/08/87	1075.0984
200182	09/09/87	1022.6829
200182	16/09/87	990.2046
200183	24/06/87	1422.8308
200183	01/07/87	1402.1701
200273	16/09/87	1433.6769
200273	07/10/87	1377.2696
200273	14/10/87	1345.7889
200273	21/10/87	1316.4798
200273	28/10/87	1279.4393
200273	04/11/87	1239.7631
200273	11/11/87	1188.6074
200273	18/11/87	1129.7116
200273	25/11/87	1073.6810
200273	09/12/87	1020.8845
200273	23/09/87	1418.9258
200273	30/09/87	1402.7308
200316	13/05/87	1663.4509
200351	17/06/87	1663.4509
200365	01/07/87	1663.4509

BIBLIOTECA KARL A. BOEDECKER

3.3. LBC - LETRAS DO BANCO CENTRAL

As Letras do Banco Central foram criadas pela Resolução nº 1124, de 15 de maio de 1986, com o objetivo inicial e específico de funcionar como o instrumento do governo na administração da política monetária. É importante observar que até 20 de março de 1987, a LBC não era um título do Tesouro, e sim um passivo do Banco Central do Brasil. O Banco Central adquiria do Tesouro Nacional as DTN's e LTN's para o seu ativo, e em contra-partida emitia as LBC's, colocando-as em mercado. A partir desta data, com a divulgação da Carta-Circular nº 1147, o Banco Central do Brasil passou a considerá-las como títulos federais.

A medida visou, segundo a Circular, atender a necessidade de enquadramento de aplicações compulsórias que garantem as reservas das sociedades seguradoras e entidades de previdência privada.

3.3.1. EMISSÃO, COLOCAÇÃO E RESGATE

Os leilões primários de LBC são sempre realizados às terças-feiras, com liquidação nas quartas-feiras, data de sua emissão. São emitidos com prazos de 182 e 273 dias a decorrer, e colocados em mercado com um deságio em relação ao par. O resgate é feito ao par, renumerado pelas taxas praticadas no "overnight".

OBS. 1: 1 LBC = Cz\$ 1000,0000 (par na emissão);

OBS. 2: Todos os PU de títulos públicos federais (DTN, LTN e LBC), devem ser calculados e negociados em quatro casas decimais.

3.3.2. FÓRMULA BÁSICA

O PU da LBC é sempre calculado como função de duas variáveis, a saber:

d = Deságio, sempre expresso ao ano, e;

n = Prazo a decorrer até o vencimento em dias.

$$PU = \left[\frac{1}{1 + \frac{d}{100} \times \frac{n}{365}} \right] \times 1000$$

3.3.3. EXEMPLOS

1. O PU médio do leilão primário, realizado em 17 de março de 1987, com emissão em 18 de março, foi Cz\$ 996,3453. Calcule o deságio médio ao ano desse leilão.

Dado: Prazo = 182 dias.

$$d = \left[\frac{1000,0000}{996,3453} - 1 \right] \times 100 = \text{deságio} = 0,74\% \text{ a.a.}$$

2. O Banco Alfa adquiriu em 20 de março de 1987, 100.000 LBC's com vencimento em 03 de junho de 1987, com um deságio de 0,65% a.a. Determine:
1. O PU de compra;

2. O valor financeiro da operação.

Dados:

- Prazo a decorrer: 75 dias
- índice de variação da LBC no período: 1,4567129.

OBS. O título em questão foi emitido em 03 de dezembro de 1987, com valor igual a Cz\$ 1.000,0000, ou seja, índice = 1,0000000. Para efeito de conferência de PU's, tanto o sistema CETIP da Andima, quanto SISBACEN do Banco Central do Brasil, oferecem em seus terminais de vídeo, todas as informações referentes aos índices de variação das LBC's. A resenha da Andima, também divulga diariamente esses índices. Logo:

Par = 1000,0000 x 1,4567129 = 1456,7129 (em 20 de março de 1987).

$$PU = \left[1 / \left[\frac{0,65}{100} + 1 \right] \right] \times 1456,7129 =$$

$$PU = 1454,7749.$$

3.4. TRIBUTAÇÃO

Nesse item são apresentadas as principais normas tributárias, que regulam os diversos ativos financeiros existentes no mercado. É importante observar que dado as constantes modificações na legislação tributária, este assunto precisar ser constantemente revisado. Logo, é recomendável uma atenção redobrada na análise dos tópicos a serem abordados, principalmente no tocante aos conceitos de curto prazo e ganho de capital.

3.4.1. OPERAÇÃO FINANCEIRA DE CURTO PRAZO

A Resolução nº 1242, de 30 de dezembro de 1986, define como operação financeira de curto prazo a aquisição e subsequente transferência ou resgate de títulos ou valores mobiliários, efetuados em prazo igual ou inferior a vinte e oito dias com a exceção de:

1. Operações envolvendo LBC's. (Resolução nº 1242, item V, a).
2. Operações compromissadas, envolvendo CDB's e LC's pós-fixados. (Resolução nº 1246, de 14 de janeiro de 1987, artigo 1º).

Logo, se enquadram na definição de curto prazo, as operações envolvendo OTN's, LTN's, papéis pré-fixados (CDB e LC) e CDB's pós-fixados, se a operação for uma compra e venda definitiva.

(Conferir com item 2). Em todos estes casos, a alíquota aplicável está fixada em 40% (quarenta por cento) sobre a diferença entre o valor de resgate ou liquidação e o valor de aplicação.

O imposto retido na fonte, incidente sobre os títulos ou aplicações que lastrearem operações consideradas de curto prazo, não será compensado na declaração de rendimentos. (Decreto-Lei nº 2303, de 26 de novembro de 1986, item 4º).

3.4.2. GANHO DE CAPITAL

A instrução normativa nº 134, de 30 de dezembro de 1985, definiu ganho de capital, como a quantia auferida na aquisição e subsequente cessão ou liquidação de títulos, obrigações ou aplicações de renda fixa, que não seja definida como rendimento. A mesma instrução normativa, por sua vez, definiu rendimento como a remuneração ou fruto do capital aplicado, qualquer que seja sua denominação (juros, deságios, prêmios, comissões, etc.). Logo, para se determinar a base de cálculo do ganho de capital serão excluídos os rendimentos tributados carregados pelo título, obrigações ou aplicações. Também deve ser excluído da base de cálculo, a variação da remuneração das letras do Banco Central do Brasil, uma vez que essa remuneração apenas atualiza o principal aplicado e não se constitui em rendimento.

3.4.2.1. LETRAS DO BANCO CENTRAL

Independentemente do prazo de aplicação, será considerado ganho de capital qualquer operação envolvendo Letras do Banco

Central do Brasil, cuja renumeração seja superior a variação da LBC (fiscal). A alíquota do imposto a ser retido na fonte, neste caso, será de 40% (quarenta por cento) sobre o que exceder a variação da LBC (fiscal).

3.4.2.2. CDB's E LC's PÓS COM COMPROMISSO DE RECOMPRA

Terão o mesmo tratamento dispensado as LBC's, no tocante aos prazos e as alíquotas.

3.4.2.3. CDB's E LC's PÓS NA COMPRA E VENDA DEFINITIVA

As operações com CDB's e LC's pós-fixados com prazos superiores a vinte e oito dias e realizadas em definitivo, terão tratamento diferenciado em relação às operações compromissadas. Na apuração da base de cálculo do ganho de capital, neste caso, será utilizada a fórmula abaixo transcrita da Instrução Normativa nº 11, de 15 de janeiro de 1987:

Fórmula Base para títulos privados pós-fixados - emissão a partir de 01 de dezembro de 1986:

$$G = V - AICV - J (1 - A)$$

onde:

G = Ganho de Capital auferido, base de cálculo do imposto. Quando o cálculo resultar valor negativo para "G", ele será considerado zero;

V = Preço de cessão ou liquidação;

A = Preço de aquisição;

I^v = índice acumulado de taxa de renumeração da LBC, usado como taxa referencial, na data de cessão ou liquidação, em relação à data de aquisição;

J = Elemento de ajuste dos juros acumulados pelo título nos momentos de cessão, ou liquidação e de aquisição, dado pela expressão:

$$J = VE \times I^v \left[(1 + i)^{Pv/n} \times Tv - (1 + i)^{Pc/n} \times Tc \right]$$

onde:

I^v = índice acumulado da taxa de renumeração de LBC, usado como taxa referencial na data de cessão ou liquidação, em relação à data da emissão;

VE = Valor de emissão do título;

i = Taxa de juros, ao ano;

n = Número de pagamentos periódicos de juros (cupons) efetivos ou equivalentes, previstos para o título, no ano.

Pv = Número de dias decorridos desde a data da emissão ou do último pagamento periódico de juros, imediatamente anterior à data de cessão ou liquidação ("v"), até esta;

Pc = Número de dias decorridos desde a data de emissão ou do último pagamento periódico de juros, imediatamente à data de aquisição ("c"), até esta;

Tv = Prazo total, em dias, do período de pagamento de juros em que ocorreu a cessão ou liquidação;

Tc = Prazo total, em dias, do período de pagamento de juros em que ocorreu a aquisição.

OBS: As operações com prazo inferior a vinte e oito dias, realizadas na compra e venda, com papéis

privados pós-fixados, terão o tratamento fiscal de operação de curto prazo, ou seja, sofrerão uma tributação de 40% (quarenta por cento) sobre toda a renumeração produzida pela aplicação.

3.4.2.4. OTN's

Em aplicações com prazos inferiores a vinte e oito dias, não existe a figura do ganho de capital para esses títulos. (Resolução nº 1186, de 04 de setembro de 1986, inciso XI). Neste caso, incide sobre todo o rendimento produzido pela aplicação, o imposto de curto prazo, cuja alíquota está fixada em 40% (quarenta por cento). É importante observar que o imposto retido na fonte, incidente sobre os títulos ou aplicações que lastrearem operações consideradas de curto prazo, não será compensado na declaração de rendimentos (o disposto é válido apenas para operações efetuadas a partir de 01 de dezembro de 1986) - Decreto Lei nº 2303, de 21 de dezembro de 1986, artigo 4º.

Em aplicações com prazo superior a vinte e oito dias, incide o imposto de renda sobre o ganho de capital, para os diversos tipos de OTN's monetárias, cujas fórmulas para apuração do mesmo estão explicitadas na Instrução Normativa nº 011, de 15 de janeiro de 1987. Uma vez determinada a base de cálculo do ganho de capital, a alíquota do imposto de renda na fonte é:

1. 35%, quando se tratar de títulos nominativos, mantidos sob a forma escritural ou registrados e negociados no SELIC (Resolução nº 1246, de 14 de janeiro de 1987, inciso II);

2. Fórmula base para títulos públicos - Emissão a partir de 01 de dezembro de 1986:

$$G = V - AI^{\leq V} + Jc$$

onde:

$$G, V, A \text{ e } I^{\leq V}$$

já estão definidos;

Jc = Soma de juros periódicos (cupons), atualizados monetariamente, considerando-se, para tal finalidade, o índice de renumeração da LBC acumulado na data de cessão ou liquidação em relação à data prevista para o crédito ou pagamento dos juros respectivos (cupons).

Em aplicações envolvendo OTN's com cláusula de correção cambial com prazo inferior a vinte e oito dias, o tratamento é o mesmo aplicado as demais OTN's.

Em aplicações com prazo superior a vinte e oito dias, a base de cálculo para o ganho de capital é determinada, atualizando o valor de aquisição pela variação cambial do período, adicionando os juros recebidos e subtraindo os juros pagos pelo detentor do título. A alíquota do imposto a ser retido na fonte, neste caso, está fixada em 35%.

3.4.2.5. LTN's

Em aplicações com prazos inferiores a vinte e oito dias, o tratamento é igual a das OTN's (item 2.4).

Em aplicações com prazos superiores a vinte e oito dias, o imposto de renda sobre o ganho de capital, está fixado em 35% sobre o que exceder a variação da LBC (fiscal) (Resolução nº 1242, item V e Resolução nº 1246, item II).

3.4.2.6. PAPÉIS PRÉ-FIXADOS PRIVADOS

Em aplicações com prazos inferiores a vinte e oito dias, mesmo tratamento do item 3.4.2.3.

Em aplicações com prazo superior a vinte e oito dias, o imposto de renda sobre o ganho de capital, está fixado em 40% (quarenta por cento) sobre a base de cálculo para o referido ganho. A fórmula base para a determinação da base de cálculo está detalhada na Instrução Normativa nº 11, de 15 de janeiro de 1987, transcrita a seguir:

FÓRMULA BASE PARA TÍTULOS PRIVADOS PRÉ-FIXADOS

$$G = V - A - J (1 - t).$$

onde:

G, V, A e J já estão definidos:

$$J = VC \times \left[\left[\frac{VR}{VC} \right]^{P_V/T} - \left[\frac{VR}{VC} \right]^{P_C/T} \right]$$

onde:

VC = Valor de colocação primária;
VR = Valor de resgate ou liquidação, bruto;
Pv = Número de dias decorridos desde a data de emissão até a data da cessão ou liquidação;
Pc = Número de dias decorridos desde a data de emissão até a data de aquisição;
T = Prazo total do título, em dias, ou seja, número de dias entre a emissão e o vencimento;
t = Alíquota ajustada, unitária, de imposto de renda na fonte sobre os rendimentos, ou seja: alíquota (1 - taxa referencial: parágrafo 1º, artigo 4º, Decreto Lei nº 2303/86).

CAPÍTULO IV

AS ESTRATÉGIAS NO MERCADO ABERTO

Para financiar o déficit público decorrente do fato que as despesas superam as receitas fiscais, o Governo tem basicamente três alternativas:

1. Endividamento Externo;
2. Endividamento Interno;
3. Emissão de Moeda.

O endividamento externo, como é sabido, podendo citar Menege, Munhoz e outros, complementou a formação bruta de poupanças a partir de 1964 até a década dos anos 70. Essa estratégia, primeiro com o endividamento da administração direta e depois com a quase hipoteca das estatais, já que eram utilizadas apenas como forma de obtenção de divisas, para zerar o déficit em transações correntes, independente dos dólares serem utilizados efetivamente ou não, em seus projetos de investimento, e, por fim, com o endividamento externo "forçado" para o qual se tentava empurrar o setor privado, através da manutenção de taxas de juros internos artificialmente superiores às taxas de juros externas, esgotou-se a partir da elevação brutal das taxas de juros internacionais ocorridas a partir de 1978 e, com o segundo choque do petróleo. Mais explícito ainda, se tornou esse esgotamento com a moratória da Polônia em 1980 e o "Setembro Negro" de 1982, com a moratória do México na reunião do Fundo Monetário Internacional, no Canadá; sem que alguma fórmula não convencional tivesse sido proposta para os países devedores. (Ver Tabela 9 e Gráficos 6 e 7).

O ajustamento ortodoxo, fiscalizado pelo FMI - Fundo Monetário Internacional, passava pela geração de superávits comerciais (para tanto propunha-se a desvalorização da taxa de câmbio e a elevação da relação câmbio/salários) e a contenção da demanda interna destinada a gerar excedentes exportáveis, através do arrocho salarial (Decreto-Lei nº 2012, Decreto-Lei nº 2064,

TABELA 9

BRASIL - Dívida Externa - Privada x Pública

Saldos em US\$ Milhões

A N O	DÍVIDA PÚBLICA		DÍVIDA PRIVADA		DÍVIDA TOTAL	
	Valor	% Total	Valor	% Total	Valor	% PIB
1973	6,496.5	51.7	6,075.0	48.3	12,571.5	15.7
1974	8,533.1	49.7	8,632.9	50.3	17,166.0	16.2
1975	11,461.3	54.1	9,710.1	45.9	21,171.4	17.0
1976	14,852.1	57.2	11,133.1	42.8	25,985.2	17.0
1977	19,308.7	60.3	12,728.5	39.7	32,037.2	18.1
1978	25,478.7	62.5	15,257.7	37.5	40,736.4	20.2
1979	34,035.4	68.2	15,868.7	31.8	49,904.1	22.0
1980	37,270.5	69.2	16,577.0	30.8	53,847.5	22.4
1981	41,788.5	68.0	19,622.3	32.0	61,410.8	23.1
1982	47,402.5	67.5	22,795.0	32.5	70,197.5	26.2
1983	60,290.8	74.1	21,026.4	25.9	81,317.2	39.7
1984	71,755.9	78.8	19,335.1	21.2	91,091.0	43.0
1985	77,444.0	80.8	18,413.0	19.2	95,857.0	42.2
1986	84,515.0	83.7	16,506.0	16.3	101,021.0	37.2
1987	95,372.4	84.9	16,962.6	15.1	112,335.0	35.2

Fonte: Banco Central do Brasil, Informativo Regional, Vol.21 N.10, out/87, pg.27

OBS: 1987 - estimativa

GRÁFICO 6

BRASIL - Dívida Externa - Privada x Pública

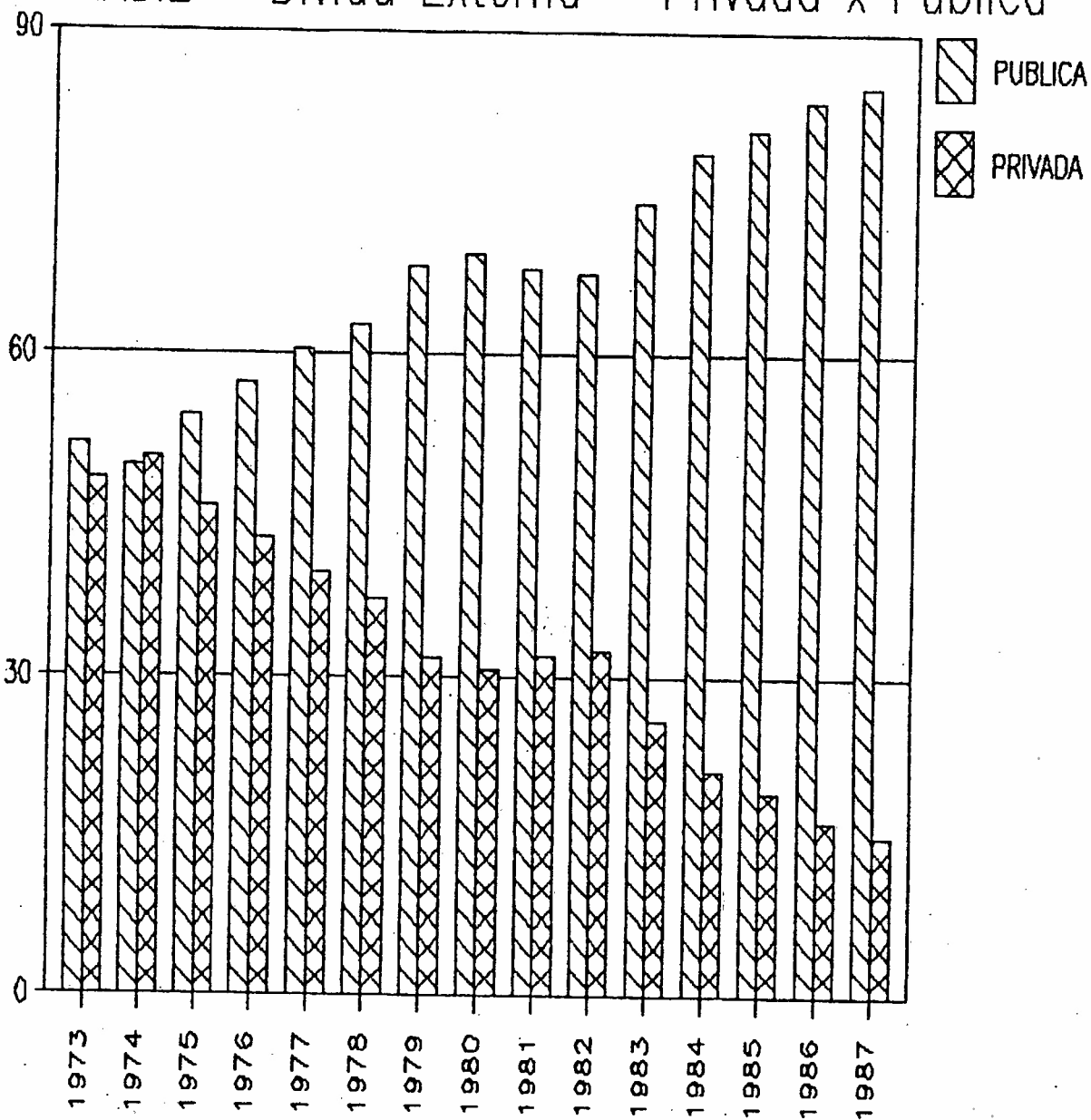
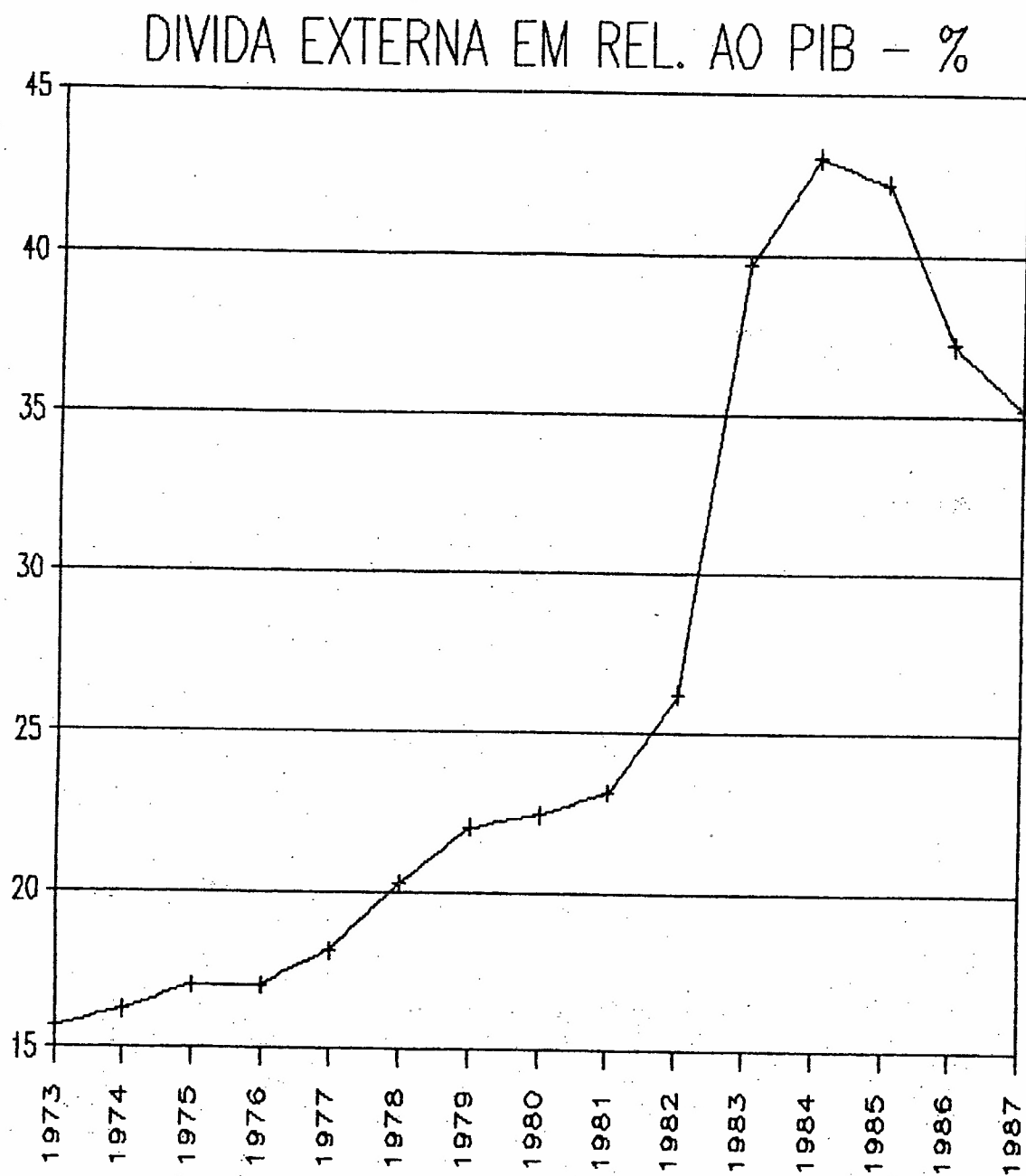


GRÁFICO 7



Decreto-Lei nº 2065), o arrocho fiscal, voltado para a contenção do déficit público e o arrocho monetário, decorrência da colocação de títulos públicos para o financiamento não inflacionário do déficit, como contrapartida do carreamento das receitas cambiais obtidas pelo setor exportador privado, para financiar o passivo cambial do setor público e a manutenção de juros reais fortemente positivos visando a contenção do consumo doméstico, com a conseqüente elevação das poupanças voluntárias e a queda dos investimentos e conseqüente queda da demanda agregada.

Este endividamento externo terá profundas conseqüências sobre a dívida interna do setor público, já que em boa parte a dívida pública interna será um mecanismo de transferência de poupança privada para financiar a elevação do passivo cambial das estatais e da administração direta. Com o estrangulamento cambial, a criação de mecanismos de socialização das perdas cambiais, que nada mais faziam que transferir ônus cambial sobre as empresas privadas para o setor público, através do aumento do passivo cambial do Banco Central do Brasil (Depósitos na Resolução 432, Resolução 230 e aquisições de ORTN cambiais pelos devedores passivos), haverá uma responsabilidade cada vez maior do setor público pela dívida externa (ver Tabela 9 e Gráficos 6 e 7) e uma elevação dramática da dívida interna não apenas com as duas maxidesvalorizações¹ (ORTN's cambiais), mas também decorrente da necessidade do Banco Central do Brasil fazer "hedging" cambial contra o seu passivo cambial e, com a elevação brutal da inflação da correção monetária do próprio passivo monetário.

No setor público produtivo o quadro era semelhante: queda dos investimentos, por falta de instrumentos de financiamento de longo prazo, já que os repasses externos vão encurtando; asfixia

1. Somente a maxidesvalorização de 30% em 18 de fevereiro de 1983 provocou uma elevação da dívida pública em poder do mercado de US\$ 2,4 bilhões.

financeira decorrente da inflação, que elevava brutalmente as necessidades de capital de giro, tarifas irrealistas, na tentativa do governo combater a inflação (casos principalmente da Petrobrás, Siderbrás e Eletrobrás) e um desequilíbrio financeiro brutal decorrente, não apenas da elevação do passivo cambial, mas também do passivo monetário já que a geração de receitas não acompanha a correção monetária integral.

Assim, percebe-se claramente o esgotamento não apenas do Mercado Aberto, como forma de financiamento da dívida pública, de longo prazo, mas também como instrumento de política monetária como, controle de liquidez. Podemos dizer que o setor público percorreu os três caminhos possíveis até esgotar todas as suas possibilidades de financiamento: primeiro o envididamento externo e, por fim, em 1986, emissão maciça de moeda, sucessivos pacotes fiscais e já em 1987, elevação das tarifas e preços públicos muito superiores à inflação.

4.1. A QUESTÃO DO DÉFICIT PÚBLICO

Discutidas as causas mais importantes do déficit público, principalmente de origem financeira como foi visto, cumpre alertar para o fato de que essa questão fundamental não tem sido corrigida e sim disfarçada em sucessivas mudanças conceituais.

O chamado Plano de Controle Macroeconômico - anunciado em julho último - apresenta dados históricos bem como metas para o déficit público no Brasil. É assinalado no plano que o déficit foi de 4,3% do PIB em 1985 e de 3,7% em 1986 e é fixada uma meta de redução para 3,5% em 1987 e 2,0% em 1988. O plano esclarece que esta medida de déficit se baseia nas "necessidades líquidas

de financiamento do setor público (NFSP) dentro do chamado conceito "operacional", mas simplesmente ignora a mesma medida no chamado conceito "nominal".

O conceito de déficit operacional foi introduzido para excluir do lado das despesas o efeito da inflação (e da desvalorização cambial) sobre as dívidas públicas interna e externa. Para se ter uma idéia da magnitude desta modificação, em 1985 o déficit operacional foi de "apenas" 4,3% do PIB contra mais de 20% para déficit nominal. A partir de 1986, os números nominais não foram mais informados, mas é razoável estimar que o déficit nominal em 1987 permanece na faixa de 22 a 25%. Temos, portanto, uma diferença entre "pequenos déficits" de menos de 5% do PIB (conceito operacional) e "grandes déficits" de mais de 20% do PIB (conceitual nominal).

A prática recente no Brasil tem sido a de adotar o conceito operacional inclusive para fazer comparações com outros países. É muito comum, por exemplo, argumentar-se que afinal das contas nosso déficit público não é muito diferente dos Estados Unidos ou Japão ou países europeus: tanto no Brasil como naqueles países teríamos números semelhantes, da ordem de 5% do PIB, é evidente que esta comparação não é válida, pois os conceitos são heterogêneos. Quando se diz que o déficit público dos Estados Unidos (ou Japão ou Inglaterra) é de 4% do PIB, por exemplo, está-se falando do déficit nominal - que inclui os efeitos da inflação sobre a dívida pública - enquanto no caso brasileiro estamos falando do déficit operacional - que inclui a inflação. Se formos comparar com outros países, temos de considerar o conceito nominal - e aí começa a ficar mais claro que temos realmente um problema bem maior de déficit público do que os outros países: o nosso é mais de 20% e o dos outros países é de menos de 5% (pelo menos no caso dos países com que costumamos fazer comparações).

O déficit público no conceito nominal reflete exatamente o fato de que há necessidade de financiamento de todas as despesas públicas, inclusive a parcela de correção monetária ou correção cambial da dívida pública. Não há razão teórica ou prática para diferenciar a "despesa de correção monetária da dívida" da despesa de pessoal ou outras despesas. Assim, da mesma forma que no caso de qualquer outra despesa, a correção monetária (ou cambial) tem de ser financiada com novos títulos ou então com aumento de impostos ou emissão de moeda.

Além disso, é no mínimo questionável a exclusão do impacto inflacionário sobre a despesa financeira sem que haja uma exclusão semelhante do lado das receitas. Afinal, as receitas governamentais também são indexadas à inflação - seja via impostos, seja via tarifas - sem mencionar o próprio "imposto inflacionário", que é pago pelos detentores da moeda. Como em qualquer empresa privada, a correção monetária dos empréstimos é paga justamente através do acréscimo inflacionário das receitas. Se nós fizéssemos o mesmo exercício para as empresas privadas, ou seja, excluir apenas o efeito da inflação das despesas financeiras, os seus lucros seriam formidáveis - mas infelizmente fictícios.

No plano teórico, a discussão sobre o conceito mais apropriado de déficit público vincula-se diretamente à análise da estabilidade da demanda por títulos do governo em termos reais. A princípio, poderia ser dito que há uma rolagem natural da parcela inflacionária do serviço da dívida, ou seja, que a demanda por títulos governamentais é bastante estável em termos reais. Esta "rolagem natural" parece razoável a partir da idéia de que "as pessoas não comem correção monetária". Mas, esta argumentação é incompleta e ignora inteiramente a possibilidade de substituição entre ativos financeiros, bem como o potencial de troca entre títulos governamentais e ativos reais - fenômenos que são

influenciados por fatores como taxas de juros, expectativas de inflação e outras coisas como "medo de moratória" ou crises políticas. As pessoas não "comem correção monetária", mas podem perfeitamente diminuir em termos reais a parcela de títulos do governo em seu portfólio, o que significa usar um pedaço (ou a totalidade) da correção monetária para comprar ações, comprar moeda estrangeira ou comprar carros. É exatamente esta perspectiva de instabilidade na demanda por títulos do governo em termos reais que justifica a maior relevância do déficit nominal - em contraste com o déficit operacional.

Se considerarmos as contas do governo como os balanços das empresas privadas, podemos verificar que - seja do ponto de vista do fluxo de caixa, seja em termos de "resultados" - a despesa financeira nominal tem exatamente o mesmo efeito de outras despesas. Mesmo que um pedaço desta despesa financeira se deva à inflação, a despesa existe e não há garantia de rolagem automática. Na verdade, a experiência recente do primeiro semestre de 1987 demonstrou precisamente que os bancos credores resolveram reduzir substancialmente em termos reais a posição de algumas empresas devedoras e pediram que elas pagassem juros e correção monetária.

Da mesma forma como ocorreria no caso de sua aplicação para o setor externo ou para as empresas privadas, as metas de déficit operacional são ilusórias e escondem a mensagem básica: há que se produzir um superávit (exclusive juros) para pagar os juros - e aí estamos falando de valores nominais. Se o déficit público no Brasil é de mais de 20% quando se inclui a totalidade do serviço da dívida, então o que tem de ser feito é exatamente aquilo que é feito na área externa: produzir um superávit fiscal - ao lado de um superávit comercial. Isto quer dizer que - se voltarmos ao conceito operacional - o país precisa de um grande superávit fiscal "operacional" para reduzir substancialmente nosso enorme

déficit público "nominal". Um déficit operacional zero traz ilusões agradáveis, mas não resolve o problema.

4.2. A ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Conforme a Tabela 5, a dívida mobiliária em poder do público, representada por LTN's, teve participação crescente desde sua criação (1970) até 1978. Já em 1979, por efeito da maxidesvalorização ocorrida em 07 de dezembro de 1979, sua participação de 51,60% em 1978, caiu para 41,21% em 1979, até tornar-se pouco significativa nos anos seguintes. Dois fatores principais contribuíram para isso:

1. o mercado "descobriu" as ORTN's cambiais;
2. a elevação do patamar inflacionário.

É fácil compreender esta perda de interesse pela LTN's. Por serem papéis pré-fixados, a formação de suas taxas de rentabilidade depende de uma série de fatores como expectativa inflacionária, taxa de "Overnight" (ou custo de carregamento), custo de oportunidade (ou rentabilidade de aplicação alternativas) e do grau de risco em aplicar nos últimos públicos já que eram frequentes os atrasos nos resgates antes da criação das LTN's. Evidentemente, o momento econômico favorecia muito mais as ORTN's, especialmente as cambiais, do que a colocação de LTN's. Assim, a quantidade demandada pelo mercado nos leilões de ORTN's era crescente, já que a inflação estava se elevando e o risco de perda real aumentava, além da pré-fixação da correção cambial, em 1980, em 45%, agravar as expectativas cambiais, mas sem o inconveniente do carregamento desses papéis, já que no curto prazo, o "over" era compatível com a rentabilidade

previamente fixada. As LTN's passam a ter seu prazo médio encurtado, os volumes diminuídos e a sua utilização fica restrita apenas ao controle da liquidez no curto prazo, mas sem que a autoridade monetária executasse uma política ativa, dado o fato que as taxas de juros eram extremamente baixas em relação à inflação corrente. Caminhamos para o abismo.

As ORTN's papéis pós-fixados tinham sua demanda ampliada e as cambiais passavam a ser disputadas não apenas por instituições financeiras que especulavam com a possível existência de um ajuste cambial, dado a deterioração do setor externo (queda do superávit e iminência de um acordo com o Fundo Monetário Internacional - FMI, com reservas cambiais a zero), fosse através do deslocamento das minidesvalorizações em relação à inflação fosse através de uma nova máxi; mas também, por empresas endividadas em moeda estrangeira, já que era mais barato fazer um "hedging" cambial em ORTN's que depositar os cruzeiros na Resolução 432, já que teriam que ser captados mais caros no mercado financeiro doméstico.

Assim, em setembro de 1982, com a moratória do México, assistimos a um leilão primário de ORTN's cambiais (papel com vencimento em 15 de novembro de 1987), em que para uma quantidade ofertada de 50 milhões de ORTN's, a quantidade demandada ficou próxima a uma bilhão de ORTN's; o ágio abrindo 2,5% e, apesar do país estar "insolvente", já que em nossa contabilidade não existe o conceito de reservas cambiais negativas, o governo devido à proximidade das eleições para governadores, mentia sobre a gravidade da situação externa, elevava a taxa de "Over Night" e, conseqüentemente, elevava o piso da taxa de juros acabando por puxar toda a estrutura de taxas para cima. Associado a este fato, a pressão interna das empresas pela demanda de recursos, se prevenindo contra a expectativa cambial e a corrida dos bancos estaduais em busca de recursos para financiarem as respectivas

campanhas eleitorais, fazem com que as taxas de captação dos CDB's (Certificados de Depósitos Bancários) saltem de correção monetária + 10,12% a.a. para correção mais 40% a.a. no final do ano. A nosso ver, tem origem aí os problemas financeiros que levaram à intervenção em oito bancos estaduais, pelo Banco Central do Brasil, em 1986.

A verdade é que a Autoridade Monetária estava a "corner" contra o mercado, os ágios dos papéis cambiais saltavam diariamente e com a ida do Brasil ao Fundo Monetário Internacional - FMI e, anunciado no memorando técnico da primeira carta de intenções, que o câmbio correria 1% ao mês acima da inflação, os papéis fecharam o ano de 1982, com aproximadamente 6% de ágio, apesar de ameaças do então Ministro Delfim Netto, de que quem estivesse especulando com cambiais iria quebrar. As vésperas da máxi de fevereiro de 1983, as cambiais estavam cotadas já com 20% de ágio e, só não era maior porque especulava-se com a possibilidade da tributação da diferença de valor entre a valorização pela cláusula cambial e a valorização pela correção monetária. Esta falsa tributação acabou ocorrendo após a máxi (Decreto-Lei 2014/83), mas não extraiu os ganhos de quem especulou, já que levou aproximadamente a décima parte dos ganhos. Outras regras tributárias e legais foram depois aplicadas a estes títulos (Decreto-Lei nº 2072, Decreto-Lei nº 2283), penalizando seus detentores.

A partir da segunda maxidesvalorização, é incontrolável o crescimento da dívida pública esgotando-se o Mercado Aberto, tanto como instrumento de financiamento do déficit do setor público, tanto como instrumento de política monetária, já que o serviço (encargos financeiros) da rolagem da dívida pública atingiu 60% do total da Receita Tributária, em 1985. (Vide Tabela 10 e Gráficos 8 e 9).

TABELA 10

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

Saldos em final de Período em Cz\$ milhoes

SALDOS EM FINAL DE PERÍODO	TÍTULOS SOB A RESPONSABILIDADE DO TESOURO NACIONAL						TÍTULOS SOB A RESPONSABILIDADE DO BCB		
	EM PODER DO BCB	OTN FORA DO BCB	TOTAL	EM PODER DO BCB	LTN FORA DO BCB	TOTAL	TOTAL OTN + LTN	LBC	OTN + LTN + LBC
DEZ/79	18	234	252	106	164	270	522	0	522
DEZ/80	141	448	589	86	173	259	848	0	848
DEZ/81	615	1,371	1,986	303	799	1,102	3,088	0	3,088
DEZ/82	2,245	4,155	6,400	751	711	1,462	7,862	0	7,862
DEZ/83	11,575	9,150	20,725	4,339	374	4,713	25,438	0	25,438
DEZ/84	33,908	50,867	84,775	3,288	2,214	5,502	90,277	0	90,277
DEZ/85	91,536	249,596	341,132	52,708	8,893	61,601	402,733	0	402,733
DEZ/86	420,335	148,697	569,032	327,943	8,057	336,000	905,032	202,465	1,107,497
DEZ/87	2,711,436	592,416	3,303,852	645,781	41,431	687,212	3,991,064	1,633,602	5,624,666

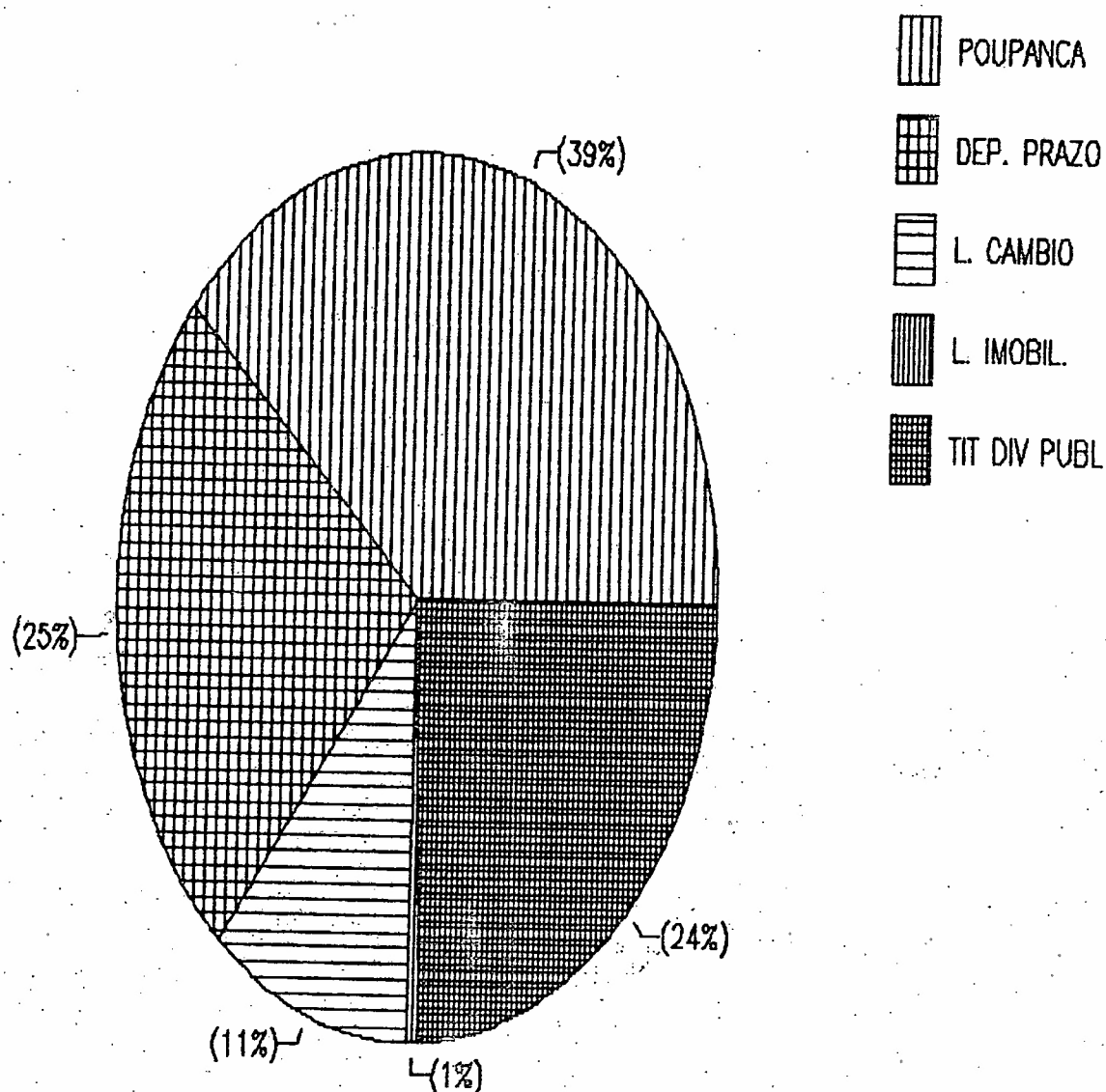
PARTICIPACAO PERCENTUAL EM RELACAO AO TOTAL

DEZ/79	3.4%	44.8%	48.3%	20.3%	31.4%	51.7%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/80	16.6%	52.8%	69.5%	10.1%	20.4%	30.5%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/81	19.9%	44.4%	64.3%	9.8%	25.9%	35.7%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/82	28.6%	52.8%	81.4%	9.6%	9.0%	18.6%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/83	45.5%	36.0%	81.5%	17.1%	1.5%	18.5%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/84	37.6%	56.3%	93.9%	3.6%	2.5%	6.1%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/85	22.7%	62.0%	84.7%	13.1%	2.2%	15.3%	100.0%	.0%	100.0%
DEZ/86	38.0%	13.4%	51.4%	29.6%	.7%	30.3%	81.7%	18.3%	100.0%
DEZ/87	48.2%	10.5%	58.7%	11.5%	.7%	12.2%	71.0%	29.0%	100.0%

Fonte: Banco Central do Brasil

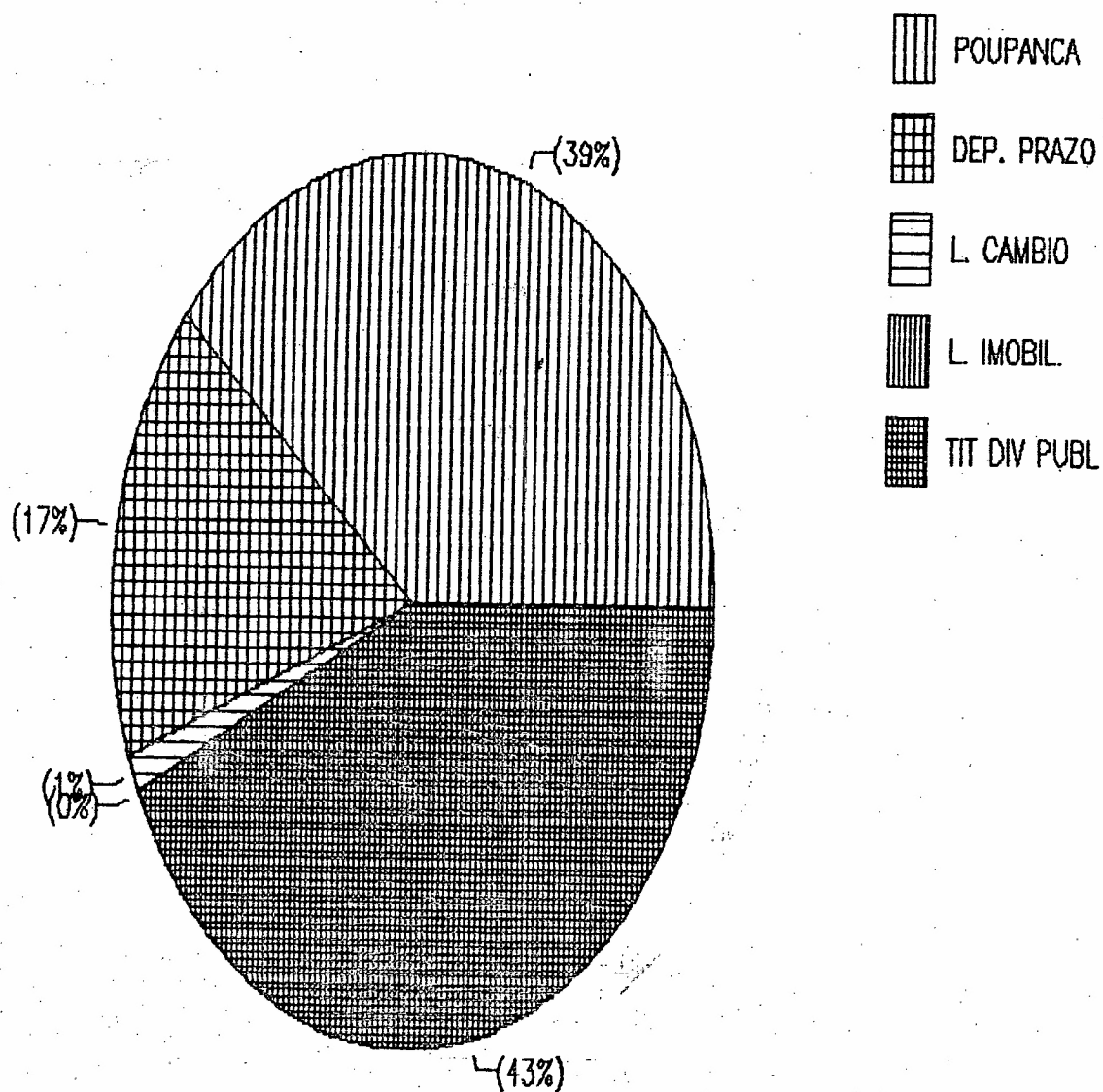
OBS: Dez/87 - Resultados Preliminares

COMPOSICAO DOS HAVERES NAO MONETARIOS



1980

COMPOSICAO DOS HAVERES NAO MONETARIOS



1987

Data desta época o início das discussões sobre a possibilidade de uma moratória interna, ou a imposição de perdas patrimoniais aos detentores dos títulos públicos. Esta moratória poderia ser feita de várias formas: troca compulsória de papéis, tributação no resgate, colocação de um redutor na correção, mudança de prazo, calote parcial, etc..

Em nossa opinião estas conclusões e propostas são precipitadas. A melhor forma de preservar o Mercado Aberto, recuperando-se a credibilidade de seus títulos, diminuindo o ônus que os encargos financeiros da dívida mobiliária representam ao Tesouro, é a rolagem da dívida a taxas de juros reais negativas. Em pouco tempo, três anos, teríamos diminuído em cerca de 50% a dívida real.

O resgate de parcela da dívida existente em 1986, após o Plano Cruzado, embora tenha ocorrido uma excessiva monetização da economia, com uma política monetária expansionista e equivocada, porque estava na mesma direção do excesso de demanda e da política fiscal frouxa que já caracterizavam a economia, aliada à criação da LBC (Letras do Banco Central) amenizaram a situação da dívida pública.

A criação da LBC, que está permitindo o resgate das OTN's em poder do mercado, além de colocações adicionais de títulos, a custos extremamente baixos ("Over" + 0,42% ao ano), representou um avanço. Ao ter seu rendimento atrelado ao próprio custo de carregamento (taxa "over") mais um "spread", este papel perde o risco de "carry over", assegurado um "spread" puro ao seu carregador. Elimina, portanto, todas as incertezas anteriores (exceto o risco da moratória interna) e daí seu custo extremamente baixo. Isto explica porque papéis criados em meados em 1986, já no final de 1987 representavam 72% dos títulos em poder do mercado. (Ver Tabela 10 e Gráficos 8 e 9).

CAPÍTULO V

CONCLUSÕES E PROPOSTAS

1. A principal função do Mercado Aberto no Brasil tem sido a de financiar o déficit público, razão do seu próprio esgotamento.
2. A não ser em curto período de tempo, década de 70, o Mercado Aberto não tem sido um instrumento eficaz e agressivo de controle monetário.
3. Para se analisar a dívida pública em seus meandros, é preciso analisar as dívidas contratuais do setor público. Sabemos apenas que, em 1985, o fluxo correspondente as necessidades líquidas de financiamento junto aos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil) atingiu Cz\$ 115 bilhões. Comparando-se à Dívida Mobiliária Federal, em poder do público final ao final de 1985 (Cz\$ 258 bilhões), percebe-se claramente a magnitude de sua importância, sem que a sociedade tenha qualquer controle sobre sua contratação.
4. A dívida flutuante das estatais, junto a empreiteiras e fornecedores, não é relevante na análise da dívida pública, somando Cz\$ 1,108 bilhões para o mesmo ano de 1985.
5. O Mercado Aberto tem à sua disposição no Brasil, técnicas mais modernas, e mecanismos operacionais sofisticados, bastando, para a consecução de seus objetivos, apenas clareza e coerência na formulação de estratégias quanto à administração da dívida e quanto à execução da política monetária.

6. A dívida pública interna está claramente associada à dívida externa, é o esgotamento do Mercado Aberto ao próprio estrangulamento externo.
7. A LBC - Letra do Banco Central, depois substituídas pelas LFT - Letras Financeiras do Tesouro (em 1987), são o instrumento mais adequado para a rolagem da dívida pública no longo prazo.
8. A LBC contudo, não é um instrumento adequado para as operações de liquidez, para tanto era mais adequada a LTN.
9. A LBC não deve ser utilizada como indexador, sob pena de amarrar e onerar demasiadamente a administração do estoque da dívida.
10. O Banco Central do Brasil está atualmente sem uma estratégia definida em termos de execução da política monetária, o que levou ao encurtamento dos haveres financeiros não monetários, ou ao quase desaparecimento de vários deles (caso das letras de câmbio, letras imobiliárias) ou à axfixia dos depósitos a prazo fixo pelos títulos públicos e cadernatas de poupança.
11. O conceito de déficit público relevante para o Mercado Aberto e para a gestão da política monetária, é o conceito nominal e não operacional.

1. Consolidação dos orçamentos públicos em uma única peça (princípio da unidade), com a aprovação pelo Congresso Nacional (Poder Legislativo), sendo vedado às empresas estatais, ou administração direta federal, estadual e municipal a realização de operações de crédito junto ao sistema bancário.
2. Consolidação da Dívida Pública Federal, Estadual e Municipal mobiliária, contratual ou flutuante e seu resgate através de LFT - Letras Financeiras do Tesouro.
3. Separação clara entre a administração da dívida pública, e sua rolagem no longo prazo das operações de liquidez, e operações voltadas para o controle monetário de curto prazo, e necessariamente com a utilização de títulos diferentes para objetivos diferentes.
4. Utilização das LFT's - Letras Financeiras do Tesouro como instrumento mais adequado de rolagem da dívida pública já existente, devendo seus prazos serem alongados. Criação da LFT de dois, três e cinco anos de vencimento.
5. Utilização de LTN's - Letras do Tesouro Nacional curtas (máximo de noventa dias), em períodos de inflação estável; ou OTN's com prazo decorrido, em período de maior incerteza quanto ao comportamento da inflação para a realização de operações de controle de liquidez. Estaríamos, assim, recuperando o Mercado Aberto enquanto instrumento de controle monetário.

6. Desatrelamento da taxa de "Over Night" da inflação corrente. Nenhum país paga taxa de juros reais positivas para aplicações de sobras de caixa por curtos períodos de tempo.
7. Criação de uma legislação tributária e definição de prazos das aplicações compatíveis com o alongamento dos ativos financeiros.
8. Recuperação das debêntures enquanto instrumnto de financiamento para investimento de longo prazo, permitindo-se seu carregamento nos Fundos de Renda Fixa.
9. Reforma Financeira que quebre a segmentação do mercado financeiro, bem como a rigidez dos vários instrumentos de captação e aplicação de recursos, visando aumentar a competitividade, sua eficiência e conseqüente queda dos "spreads" na intermediação financeira.
10. Maior clareza, simplicidade e transparência nas contas do setor público, só poderiam favorecer o controle do déficit público, diminuindo a possibilidade de desvio de recursos, o favorecimento através de subsídios fiscais, ou monetários e aumentando a eficácia dos gastos.
11. Extinção da LBC - Letras do Banco Central como indexador da economia ou da taxa de "Over Night", já que amarra totalmente a condução da política monetária.
12. Extinção de todos os programas de fomento (Fundos e Programas) do Banco Central do Brasil.
13. Extinção de qualquer vínculo entre o Banco Central do Brasil e o Banco do Brasil, devendo este último perder as características de Autoridade Monetária, sendo tratados

todos os bancos oficiais (federais ou estaduais) como bancos privados, sujeitos às mesmas normas operacionais de fiscalização e controle.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRUNER, Karl & MELTZER, Allan H.. "Some Further, Investigations of Demand and Supply Functions for Money". The Journal of Finance May, 1964.

CAGAN, P.. "Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money". New York, Bureau of Economic Research, 1965.

COLLERY, A.. "Funcionamento do Sistema Bancário e a Política Monetária".

CORREA, J.R.. "Open Market" - Mercado Aberto. Livraria Freitas Bastos, 1979.

FENDT Jr., R.. "Mercado Aberto e Política Monetária". IBMEC, 1977.

FERREIRA, Edesio F.. "A Política Monetária no Brasil - Orçamento Monetário". Banco Central do Brasil, setembro 1976.

----- "Aplicação de Mercado Aberto no Brasil".
EAESP - FGV-EC-L-47.

FRIEDMAN, Milton. "The Quantity Theory of Money: A Restatement". Chicago University, 1957.

----- & SCHWARTZ. "A Monetary History of the United States - 1867-1960". National Bureau of Economic Research 42nd Princeton University Press, 1969.

GALVEAS, Ernane. "Sistema Financeiro e Mercado de Capitais". Rio de Janeiro, IBMEC, 1985.

GOLDSMITH, R.W.. "Desenvolvimento Financeiro sob um século de Inflação". Editora Harper e Row do Brasil, 1986.

GURLEY, J.G. & SHAW, E.S.. "Money in a Theory of Finance". Washington, 1960.

GURLEY, J.G. & SHAW, E.S.. "Financial Intermediaries and the Saving Investment Process". New York, The American Finance Association, 1956.

HANSEN, A.. "A Guide to Keynes". 1953.

HICKS, J.R.. "Mr. Keynes and the Classic: a Suggested Interpretation". Econometria, 1973.

JOHNSON, H.G.. "Macroeconomic and Monetary Theory". Gray Mills Publishing Ltd., 1971.

KALDOR, N.. "The New Monetary". In: Waltus Money and Banking, 1973.

KEYNES, J.M.. "General Theory of Employment Interest and Money". 1936. Nova Cultural, 1986.

LIMA, Luiz Antonio de Oliveira. "O Balanço de Pagamento, Endividamento e Política Econômica do Setor Externo". EAESP, FGV, 1984.

----- "Inflação: Conceitos e Mecanismos Inflacionários Básicos". EAESP, FGV, 1984.

LOPES, J.C. & ROSSETTI, J.P.. "Economia Monetária". São Paulo, Editora Atlas, 1987, 4ed.

MEREGE, Luiz C.. "External Debt and Public Economic in Brasil (1980 - 1984). Tese de Doutorado, 1986.

MOURA, Adevaldo da Silva. "Demanda e Moeda e Taxa Esperada de Inflação: Um Estudo Empírico da Argentina, Brasil, Chile e Estados Unidos". Estudos Econômicos, vol.3, 1973.

MOURA, Alkimir Ribeiro. "Oferta Monetária". Notas Introdutória. EAESP, FGV, EC, 157.

MUNHOZ, D. Garcia. "Finanças Públicas - Causas da Decomposição e Alternativas de Saneamento". Universidade de Brasília, Departamento de Economia.

NEWLYN, W.T.. "Teoria Monetária". São Paulo, Livraria Pioneira Editora, 1969. (Título original: "Theory of Money", Oxford University Press, 1962).

PASTORE, A.C.. "A Oferta de Moeda no Brasil - 1961-1962". Pesquisa e Planejamento Econômico, vol.2, dezembro 1973.

----- "Aspectos da Política Monetária Recente no Brasil". Estudos Econômicos IPE/USP, vol.3, nº 3, 1973.

ROBINSON, J.. "Contribuição a Economia Moderna". Zahar Editores, 1978.

PEREIRA, L.C. Bresser. "Economia Brasileira: Uma Introdução Crítica". Editora Brasileira, 2ed., 1982.

SHAPIRO, E.. "Análise Macroeconômica". Editora Atlas, 2ed., 1978.

SIMONSEN, Mário H.. "Macroeconomia". Rio de Janeiro, APEC, 5ed., 1976.

----- "O Mercado Brasileiro de Capitais". Rio de Janeiro, EPEA, 2ed., 1965.

STANFORD, J.D.. "Moeda, Bancos e Atividades Econômica". Editora Atlas, 1976.

SILVA, Peri Agostinho. "Técnicas de Mercado Aberto". Rio de Janeiro, IBMEC, 1983.

TEIGERU, R.L.. "An Aggregate Quarterly Model of The US Monetary Sector". 1969.

TREUHERZ, R.M.. "Administração da Dívida Pública". Biblioteca Pioneira, 1979.

VAL, Fernando Ribeiro T.. "Teoria e Política Monetária". Editora Atlas, 2ed., 1951.

PUBLICAÇÕES DIVERSAS

ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO IBGE: Vários números.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: Vários números.

CARTA ANDIMA: Vários números.

MINISTÉRIO DA FAZENDA: Plano Macroeconômico, julho 1987.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Primeiro Relatório de Acompanhamento do Plano Macroeconômico, outubro 1987.

ENEIDA DE PAULA ROST
Processamento de Textos, Projetos Gráficos & Informática
TEL: (011) 64.4975