

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ANÁLISE DOS TÍTULOS FEDERAIS BRASILEIROS EXISTENTES NO MERCADO
ABERTO EM PODER DO PÚBLICO NO PERÍODO DE 1999 ATÉ 2006**

LEONARDO PERES HÖHN

Florianópolis, Agosto de 2007

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ANÁLISE DOS TÍTULOS FEDERAIS BRASILEIROS EXISTENTES NO MERCADO
ABERTO EM PODER DO PÚBLICO NO PERÍODO DE 1999 ATÉ 2006**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Leonardo Peres Höhn

Orientador: Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras – Chaves:

1. Títulos Públicos
2. Taxa de Juros
3. Taxa de Câmbio

Florianópolis, Agosto de 2007

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 7,0 ao aluno Leonardo Peres Höhn na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Roberto Meurer
Presidente

Prof. Nildo Domingos Ouriques
Membro

Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira
Membro

AGRADECIMENTOS

Primeiramente aos meus pais, Heinrich e Tereza, que sempre foram meus incentivadores através de todos os valores e ensinamento deixados.

Aos meus amigos Jenifer, Camila e Felipe, que de alguma forma contribuíram para que eu concluísse esse trabalho.

À minha namorada, Isabela, cujas palavras já não são mais necessárias para expressar tamanho sentimento.

Ao meu Prof^o e também orientador deste trabalho, Roberto Meurer, meu eterno agradecimento e imensa admiração.

E por último, mas não menos importante, a todos meus amigos, irmãos e professores que me ensinaram, me incentivaram e acreditaram nas minhas realizações.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	7
LISTA DE TABELAS	8
LISTA DE SIGLAS	9
RESUMO	11
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	12
1.2 OBJETIVOS.....	13
1.2.1 Objetivo Geral.....	13
1.2.2 Objetivos Específicos	13
1.3 METODOLOGIA	13
CAPÍTULO 2 – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1 POLÍTICA ECONÔMICA	14
2.1.1 Política Fiscal.....	14
2.1.2 Política Monetária	15
2.1.2.1 Objetivos da Política Monetária	15
2.1.2.2 Instrumentos da Política Monetária.....	16
2.1.2.2.1 Operações de Mercado Aberto	16
2.1.2.2.2 Operações de Redesconto (Assistência Financeira de Liquidez)	16
2.1.2.2.3 Depósito Compulsório	17
2.1.2.2.4 Política de Crédito.....	17
2.2 TÍTULOS PÚBLICOS	18
2.3 RISCO E RENTABILIDADE	27
CAPÍTULO 3 – EVOLUÇÃO HISTÓRICA NO BRASIL DE 1999 A 2006 – TÍTULOS PÚBLICOS	30
3.1 ECONOMIA BRASILEIRA - 1999 A 2006.....	30
3.2 TÍTULOS PÚBLICOS EMITIDOS PELO GOVERNO BRASILEIRO– 1999 A 2006.....	41
CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DOS TÍTULOS PÚBLICOS E SEUS DETENTORES NO PERÍODO DE 1999 A 2006.....	50

	6
4.1 EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NO PERÍODO DE 1999 A 2006.....	50
4.2 DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO.....	52
4.2.1 Títulos Federais em Poder do Público por Indexador	53
4.2.2 Títulos Federais em Poder do Público por Detentor	60
4.3 RESULTADOS.....	68
CONCLUSÃO.....	70
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	71

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Títulos Federais em Poder do Público : 1999 a 2006.....	51
Figura 2 - Títulos indexados ao Câmbio : 1999 a 2006.....	53
Figura 3 - Títulos Prefixados : 1999 a 2006.....	55
Figura 4 - Títulos indexados a taxa Selic : 1999 a 2006.....	57
Figura 5 - Títulos indexados a TR : 1999 a 2006.....	58
Figura 6 - Títulos indexados ao IPCA : 1999 a 2006.....	59
Figura 7 - Títulos indexados ao IGP-M : 1999 a 2006.....	60
Figura 8 - Fundos de Investimentos (FI) : 1999 a 2006.....	61
Figura 9 - Carteira Própria : 1999 a 2006.....	62
Figura 10 - Títulos Vinculados : 1999 a 2006.....	63
Figura 11 - Pessoa Jurídica não Financeira : 1999 a 2006.....	64
Figura 12 - Outros Fundos : 1999 a 2006.....	65
Figura 13 - Pessoa Jurídica Financeira : 1999 a 2006.....	66
Figura 14 - Pessoa Física : 1999 a 2006.....	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Características dos Títulos Públicos.....	42
Tabela 2 - Detentores dos Títulos Públicos Federais.....	52

LISTA DE SIGLAS

BBC: Bônus do Banco Central do Brasil

BC: Banco Central

Copom: Comitê de Política Monetária

DPMFi: Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

FHC: Fernando Henrique Cardoso

IGP-M: Índice Geral de Preços de Mercado

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

LFT: Letras Financeiras do Tesouro

LFT-A: Letras Financeiras do Tesouro Série A

LFT-B: Letras Financeiras do Tesouro Série B

LTN: Letras do Tesouro Nacional

LRF: Lei de Responsabilidade Fiscal

NTN-A1: Notas do tesouro Nacional Subsérie A1

NTN-A3: Notas do tesouro Nacional Subsérie A3

NTN-A6: Notas do tesouro Nacional Subsérie A6

NTN-A10: Notas do tesouro Nacional Subsérie A10

NTN-B: Notas do Tesouro Nacional Série B

NTN-C: Notas do Tesouro Nacional Série C

NTN-D: Notas do Tesouro Nacional Série D

NTN-F: Notas do Tesouro Nacional Série F

NTN-H: Notas do Tesouro Nacional Série H

NTN-I: Notas do Tesouro Nacional Série I

NTN-M: Notas do Tesouro Nacional Série M

NTN-P: Notas do Tesouro Nacional Série P

NTN-R2: Notas do Tesouro Nacional Série R2

NBCA: Notas do Banco Central do Brasil Série A

NBCE: Notas do Banco Central do Brasil Série Especial

NBCF: Notas do Banco Central do Brasil Série Flutuante

PIB: Produto Interno Bruto
TN: Tesouro Nacional

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso terá como objetivo verificar a influência da taxa básica de juros (*Selic*) e taxa de câmbio na entrada e saída de recursos para títulos públicos brasileiros, buscando definir qual a participação que cada detentor de títulos públicos possui no total de títulos que estão em poder do público, no período de 1999 até 2006. Ademais, há uma exposição dos referenciais teóricos através dos quais buscou-se identificar os elementos que influenciam na decisão de investir em títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), seguida de uma contextualização ampla do cenário brasileiro, onde se procurou mostrar sob que condições os recursos investidos em títulos vêm aumentando no decorrer do período.

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMÁTICA

A lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, autorizou ao Banco Central do Brasil (BC) a atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais. Contudo, desde sua origem até início da década de 90, existia um baixo estímulo a compra de títulos públicos, decorrente principalmente do fracasso das medidas adotadas em relação aos juros, câmbio e correção monetária para conter o movimento inflacionário. Não existiam estímulos para a compra dos títulos públicos federais, pois o tripé segurança-rentabilidade-liquidez, que sustentava as operações de crédito em geral não existia, fazia com que os títulos federais permanecessem, quase em sua totalidade, em posse do BC. (MARINHO, 1996)

Para conter o excesso de recursos externos no país desde a abertura econômica iniciada no governo Collor, o início do Plano Real trouxe consigo a tentativa do Tesouro Nacional de utilizar a emissão de títulos públicos (sob sua responsabilidade desde 1988, quando o BC deixou de emitir títulos) como instrumento de política monetária para controlar a liquidez da economia. Diante da incerteza quanto ao comportamento inflacionário e da baixa credibilidade do governo depois de sucessivas medidas econômicas adotadas nos períodos anteriores, os agentes econômicos exigiram, para a aquisição dos títulos oferecidos pelo Tesouro, prêmios de risco mais elevados. O primeiro efeito desta exigência foi sentido pelo aumento da taxa de juros, e representou a perda do poder de barganha do Estado, com os indexadores que garantiam a remuneração dos títulos oscilando de acordo com as exigências do mercado primário de títulos. E, com a emissão de um volume maior de títulos, o governo passou a financiar seus vultuosos déficits com a elevação da dívida pública interna e não mais com a receita proveniente da seignorage (representa a habilidade do governo de aumentar sua receita real a partir da emissão de moeda).

Então, o rápido desenvolvimento do mercado de títulos públicos no período pós-real só se tornou possível graças a dois fatores - a política conduzida pelo BC e o comprometimento do Tesouro Nacional, capaz de garantir uma demanda para estes títulos, e a expansão de um

mercado secundário onde eles pudessem ser amplamente transacionados, de forma a reduzir o risco para os detentores dos papéis.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Fazer uma análise dos Títulos Públicos Federais brasileiros existentes no mercado aberto em poder do público, no período de 1999 até 2006.

1.2.2 Objetivos Específicos

Identificar quem são os detentores dos títulos públicos brasileiros e qual o motivo da escolha desse tipo de ativo como forma de investimento.

Verificar quais os riscos dos investidores que possuem Títulos Públicos, de acordo com rentabilidade fornecida por cada um deles.

Identificar o grau de influência das principais variáveis econômicas (taxa de juros e taxa de câmbio) na entrada e saída de recursos financeiros para Títulos Públicos.

1.3 METODOLOGIA

Para elaboração do presente trabalho faz-se necessária a leitura e interpretação de textos relacionados ao mercado aberto, características dos títulos públicos existentes e negociados no mercado brasileiro, risco e rentabilidade dos detentores de título e as variáveis (taxa de juros e taxa de câmbio).

É indispensável também, saber as políticas adotadas pelo governo, os acontecimentos nacionais e internacionais ocorridos no período a ser analisado (1999 a 2006).

Os dados necessários para a realização do trabalho serão obtidos no endereço eletrônico do Banco Central do Brasil (BC), do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Tesouro Nacional (TN), entre outras bibliografias especializadas. A análise dos dados é feita através de gráficos.

CAPÍTULO 2 – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 POLÍTICA ECONÔMICA

As medidas adotadas pelo governo para controle da economia, as relativas ao orçamento, que afetam todas as áreas da economia, são políticas do tipo macroeconômicas, outras afetam algum setor específico, essas são políticas do tipo microeconômicas. Quando a economia não vai bem o governo deve atuar, com as medidas necessárias para alcançar a saúde financeira e econômica do país. Devem eliminar as flutuações econômicas, com mínimos custos sociais de curto e longo prazo, manter a sustentação do produto agregado em alto nível, expandir o emprego, na direção de um baixo nível de desemprego involuntário, buscar a estabilidade dos preços em mercados livres, e o equilíbrio em transações externas com as exportações e importações. As políticas que o governo possui para alcançar os objetivos de expandir os níveis da procura agregada e elevar os níveis do produto, do emprego e da renda são as políticas fiscais e políticas monetárias. (DORNBUSCH, 1991)

2.1.1 Política Fiscal

Política fiscal é a política do governo que se preocupa com as compras do governo, com o nível de transferência e com a estrutura fiscal, ela é usada para neutralizar as tendências à depressão e à inflação. Quando o governo se depara com uma insuficiência de demanda agregada em relação à produção de pleno emprego, levando empresas a reduzir a produção e o número de funcionários, aumentando o desemprego, adota a política fiscal expansiva. As medidas nesse caso seriam: Aumento dos gastos públicos, diminuição da carga tributária, estimulando despesas de consumo e investimentos, estímulos às importações e tarifas e barreiras às importações, beneficiando a produção nacional. Já quando o governo se depara com uma demanda agregada que supera a capacidade produtiva da economia, onde os estoques desaparecem e os preços sobem gerando inflação, o governo deve combater com uma política fiscal restritiva, que tem como medidas: Diminuição dos gastos públicos, aumento da carga tributária e aumento das importações, por meio de redução de tarifas e barreiras. (DORNBUSCH, 1991)

2.1.2 Política Monetária

Política monetária, num sentido amplo, é um conjunto de medidas para o controle da oferta e moeda na economia, ou numa linguagem mais técnica, é “a atuação das autoridades monetárias, por meio de instrumentos de efeito direto ou induzido, com o propósito de controlar a liquidez do sistema econômico”. (LOPES et al., 1998, p.253)

Na definição de Shapiro (1985, p. 709): “A política monetária é a que emprega o controle do Banco Central sobre a oferta e o custo da moeda como um instrumental para atingir os objetivos da política econômica”.

Para controlar a oferta de moeda na economia de um país, os Bancos Centrais lançam mão de diversos instrumentos: operações de mercado aberto, operações de redesconto e depósito compulsório – medidas quantitativas, e política de crédito – medida qualitativa.

Sobre esses instrumentos, Shapiro (1985, p. 710) completa: “operam direta ou indiretamente sobre as reservas em excesso dos bancos comerciais e, deste modo, influenciam a capacidade dos bancos em estender o crédito”.

2.1.2.1 Objetivos da Política Monetária

Mishkin (2000, p. 285-287) destaca seis objetivos básicos da Política Monetária:

- a) Alto nível de empregos como forma de combater a miséria e a criminalidade, bem como, a perda de produção causada pela existência de trabalhadores e recursos ociosos;
- b) Crescimento econômico estimulado através de incentivos fiscais para que as empresas invistam no processo produtivo e para que a população poupe mais. Este objetivo está intimamente ligado ao anterior na medida em que, aumentando o investimento, as empresas estarão ajudando a reduzir o desemprego;
- c) Estabilidade de preços evitando a incerteza e os custos sociais e econômicos causados pela inflação;
- d) Estabilidade da taxa de juros também para evitar a incerteza na economia que dificulta o planejamento e investimento futuros e afeta a disponibilidade de recursos dos consumidores;

- e) Estabilidade dos mercados financeiros para evitar crises financeiras que interferem na canalização de recursos para oportunidades de investimentos produtivos; estabilidade do câmbio no sentido de preservar a competitividade dos produtos nacionais no mercado exterior e facilitar o planejamento de compras e vendas em países estrangeiros.

2.1.2.2 Instrumentos da Política Monetária

2.1.2.2.1 Operações de Mercado Aberto

Segundo Lopes e Rossetti (1998), as operações de mercado aberto, também chamadas e *open market*, são instrumentos e reflexos mais rápidos que as operações de desconto e depósito. A flexibilidade dessas operações permite regular, no dia-a-dia, a oferta monetária e a taxa de juros.

Esse tipo de operação é feito pelo Banco Central (BC), mediante a compra e venda de títulos da dívida pública de emissão do BC ou do Tesouro Nacional (TN). Quando a autoridade monetária deseja aumentar a quantidade de moeda em circulação, o BC compra esses títulos no mercado, injetando reais na economia e diminuindo a dívida pública interna. Quando a intenção é diminuir a oferta monetária, é feito o processo inverso, o BC vende títulos (diminui o dinheiro em circulação e aumenta a dívida).

As operações de mercado aberto são realizadas no mercado primário (entre o BC e instituições financeiras) e no mercado secundário (entre instituições financeiras credenciadas pelo BC e investidores).

2.1.2.2.2 Operações de Redesconto (Assistência Financeira de Liquidez)

Lopes e Rossetti (1998, p. 260) definem as operações de redesconto como:

Um instrumento de política monetária que consiste na concessão de assistência financeira de liquidez aos bancos comerciais. Na execução dessas operações, o Banco Central funciona como o banco dos bancos, descontando títulos dos bancos comerciais

a uma taxa prefixada, com finalidade de atender às suas necessidades momentâneas de caixa, a curtíssimo prazo. Tendo em vista que os bancos comerciais podem recorrer a outras formas de solucionar tais dificuldades (de que são exemplos as mais diferentes formas de socorro interbancário), o recurso ao redesconto oficial é tido como último e extremo expediente, notadamente quando as taxas de juros cobradas pelo Banco Central têm nítido caráter punitivo, sendo superior às taxas cobradas pelos bancos comerciais de seus clientes. Assim, quando à concessão de assistência financeira via operações de redesconto, o Banco Central é usualmente definido como prestamista de última instância.

2.1.2.2.3 Depósito Compulsório

Obriga os bancos comerciais a recolherem junto ao Banco Central uma parcela de seus depósitos recebidos do público, o BC não só garante uma parte dos recursos dos clientes como também diminui o efeito multiplicador, causado pelo fato de os bancos poderem utilizar os recursos que estão depositados nas contas dos clientes para emprestar para outros clientes, tendo em vista que aqueles não vão precisar sacá-los integralmente e simultaneamente.

2.1.2.2.4 Política de Crédito

Instrumento usado para adoção de medidas qualitativas, tais como prazos e taxas de operações, exigências de aplicações em determinados setores da economia, etc. A política de crédito consiste basicamente em disciplinar a alocação dos recursos excedentes em setores da economia que tenham prioridade nos objetivos macroeconômicos da autoridade monetária. (MISHKIN, 2000)

2.2 TÍTULOS PÚBLICOS

Os títulos públicos são papéis emitidos pelo Tesouro Nacional, e negociados no mercado financeiro. O Banco Central até 1988 emitia títulos públicos, contudo mesmo sem emitir títulos nos dias atuais ainda existem sob sua responsabilidade alguns títulos.

Um título é como se fosse um contrato de empréstimo no qual o tomador do recurso faz uma promessa de pagamento, à ordem da importância emprestada, acrescida de juros prefixados ou pós-fixados no momento da aquisição. Os títulos públicos são uma opção de investimento para a sociedade e representam a Dívida Pública Mobiliária da União. (BGN, 2004)

A remuneração oferecida no resgate do título pode ser de data prefixada (onde se tem conhecimento na hora da compra do título do rendimento que ele dará) ou pós-fixada (onde vale o valor do indexador na data do resgate do título), que podem ser indexados a taxa de juros (Selic), taxa de câmbio, taxa referencial (TR), pelo índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA), ou ainda por último pelo índice geral de preços do mercado (IGP-M). No caso dos títulos que tem indexadores, o rendimento vai depender da variação dos indicadores econômicos para se ter uma maior rentabilidade, por exemplo, se não existe mudança nenhuma no indexador o título indexado a este indicador, irá render o juro que incide sobre o título apenas. Segundo site do Banco Central do Brasil, os títulos públicos federais de responsabilidade do governo brasileiro são:

Títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional:

LTN (Letras do Tesouro Nacional)

Prazo - é definido pelo Ministro do Estado da fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento - Deságio sobre o valor nominal (prefixado).

Resgate – Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

LFT (Letras Financeiras do Tesouro)

Prazo – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta Pública ou colocação direta em favor do interessado.

Rendimento – Indexado pela taxa Selic.

Resgate – Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

LFT-A (Letras Financeiras do Tesouro Série A)

Prazo – Até 15 anos.

Forma de colocação – Direta em favor do interessado.

Rendimento – Indexado pela taxa Selic acrescida de 0,0245% a.m.

Resgate – Em até 180 parcelas mensais consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao da emissão.

LFT-B (Letras Financeiras do Tesouro Série B)

Prazo – Até 15 anos.

Forma de colocação – Direta em favor do interessado.

Rendimento – Indexado pela taxa Selic.

Resgate – Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

BTN (Bônus do Tesouro Nacional)

Prazo – Até 25 anos.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio e taxas livres. Indexado pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado monetariamente.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Cronograma original de vencimento dos respectivos Bônus da Dívida Externa utilizados na operação de troca.

NTN-A3 (Notas do Tesouro Nacional Subsérie A3)

Prazo – Até 27 anos.

Forma de colocação – Direta em favor do interessado.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Aplicada sobre o valor nominal atualizado:

- até 14.04.1998: 5,25% a.a.;
- de 15.04.1998 a 14.04.1999: 5,50% a.a.;
- de 15.04.1999 a 14.04.2000: 5,75% a.a. e
- de 15.04.2000 até o vencimento: 6% a.a..

Pagamento dos juros – Todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate – Nas mesmas condições observadas para o pagamento do *Par Bond* que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência quando couber.

NTN-P (Notas do Tesouro Nacional Série P)

Prazo – Mínimo de 15 anos.

Forma de colocação – Oferta Pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Indexado pelo índice calculado com base na Taxa Referencial (TR).

Taxa de juros – 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Na data do resgate do título.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

NTN-B (Notas do Tesouro Nacional Série B)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta Pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Variação do IPCA desde a data-base do título (indexado ao IPCA)

Taxa de juros – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

NTN-C (Notas do Tesouro Nacional Série C)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Variação do IGP-M desde a data-base do título.

Taxa de juros – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

NTN-D (Notas do Tesouro Nacional Série D)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexado pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

NTN-M (Notas do Tesouro Nacional Série M)

Prazo – 15 anos.

Forma de colocação – Direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da fazenda, não podendo ser colocada por valor inferior ao par, em

quantidade equivalente ao necessário para atender à demanda decorrente do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão da Dívida, datado de 29 de novembro de 1993.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexado pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de 0,875%a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitando o limite de 12%a.a.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Em 17 parcelas semestrais consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15 de abril de 1994, inclusive.

NTN-I (Notas do Tesouro Nacional Série I)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Direta.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.

Pagamento dos juros – Até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

Resgate – Até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

NTN-A1 (Notas do Tesouro Nacional Subsérie A1)

Prazo – Até 16 anos.

Forma de colocação – Direta.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate – Nas mesmas condições observadas para o pagamento do BIB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

NTN-A6 (Notas do Tesouro Nacional Subsérie A6)

Prazo – Até 17 anos.

Forma de colocação – Direta.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Aplicada sobre o valor nominal atualizado:

- até 14.04.1998: 4,50% a.a.;
- de 15.04.1998 a 14.04.2003: 5% a.a.; e
- de 15.04.2003 até o vencimento: 8% a.a.

Pagamento dos juros – Todo dia quinze dos meses de março e setembro.

Resgate – Nas mesmas condições observadas para o pagamento do C-Bond que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

NTN-F (Notas do Tesouro Nacional Série F)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Deságio sobre o valor nominal.

Taxa de juros – Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal.

Pagamento de juros – Semestralmente.

Resgate – Valor nominal, na data do vencimento.

NTN-A10 (Notas do Tesouro Nacional Subsérie A10)

Prazo – Até 9 anos.

Forma de colocação – Direta, em favor do interessado.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Libor semestral, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação acrescida de 0,8125% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de 12% a.a.

Pagamento de juros – Todo o dia quinze de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Resgate – Nas mesmas condições observadas para o pagamento do MYDFA, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

NTN-H (Notas do Tesouro Nacional Série H)

Prazo – Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da Emissão do título.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Índice calculado com base na Taxa Referencial (TR) desde a data-base até a data do vencimento do título.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

NTN-R2 (Notas do Tesouro Nacional Subsérie R2)

Prazo – 10 anos.

Forma de colocação – Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Rendimento – Variação da cotação da venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexado pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – 12% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Mensalmente.

Resgate – Em 10 parcelas anuais, iguais e sucessivas.

NTN-S (Notas do Tesouro Nacional Série S)

Prazo – Composto de 2 períodos:

- 1º período: mínimo de 7 dias e rendimento prefixado;
- 2º período: mínimo de 21 dias e rendimento pós-fixado.

Rendimento –

- 1º período: definido pelo deságio sobre o valor nominal;
- 2º período: definido pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC para títulos públicos federais, acumulada a partir de data estabelecida no início do 2º período e calculado sobre o valor nominal.

Resgate – No vencimento, pelo valor nominal acrescido do rendimento relativo ao segundo período.

Títulos de responsabilidade do Banco Central:

NBCE (Notas do Banco Central do Brasil Série Especial)

Prazo – Definido pelo BC do Brasil, quando da emissão do título.

Forma de colocação – Oferta Pública.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexado pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – Definida pelo BC do Brasil, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento dos juros – Semestralmente.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

BBC (Bônus do Banco Central do Brasil)

Prazo – Mínimo de 28 dias.

Forma de colocação – Oferta pública.

Rendimento – Desconto sobre o valor nominal.

Resgate - Valor nominal.

NBCA (Notas do Banco Central do Brasil Série A)

Prazo – Composto de dois períodos:

- 1º período: No mínimo 1 mês;
- 2º período: No mínimo 2 meses.

Forma de colocação – Oferta pública.

Rendimento –

- 1º período: Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Indexados pela taxa de câmbio.
- 2º período: Variação da taxa SELIC, aplicada sobre o Valor nominal, acumulada a partir de data estabelecida, em cada edital de oferta pública, para início do segundo período do título

Resgate – Em parcela única, na data de vencimento.

NBCF (Notas do Banco Central do Brasil Série Flutuante)

Prazo – Mínimo de 3 meses.

Forma de colocação – Oferta pública.

Rendimento – Variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas flutuantes. Indexados pela taxa de câmbio.

Taxa de juros – 6% a.a., aplicada sobre o valor nominal atualizado.

Pagamento de juros – Semestralmente.

Resgate – Em parcela única, na data do vencimento.

2.3 RISCO E RENTABILIDADE

Ao tomar a decisão de fazer um investimento, o investidor deve saber qual seu objetivo, entre as aplicações disponíveis. Os pontos que devem ser levados em conta são: a rentabilidade de cada alternativa, o risco de cada alternativa, o perfil de risco do investidor, e os objetivos do investidor, no que diz respeito ao prazo de investimento.

A partir daí seleciona-se os ativos individuais que vão compor a carteira do investidor. Além disso, através da diversificação da carteira podem-se diminuir os riscos dos ativos pelo conjunto da carteira. Com a diversificação, os riscos totais das carteiras, ficam menores do que o risco do ativo individualmente. (COSTA, 1999)

A *rentabilidade* de uma aplicação representa a variação relativa do valor do capital aplicado pelo investidor, dentro do período no qual o investidor deseja medir essa rentabilidade. Ou seja, é diferença entre o valor inicialmente investido e o valor resgatado no final do investimento. (COSTA, 1999)

O *risco* corresponde à possibilidade de variação de valor de um ativo ou investimento. Os dois principais tipos de riscos são: risco de mercado e o risco de crédito

Risco de Mercado: as causas de variação podem envolver os investimentos em geral (os índices de mercado caíram, porque foi anunciada uma má notícia sobre o comportamento da economia nacional), ou específicos a um determinado investimento, tal como ações de uma determinada empresa (por exemplo, noticiou-se que um produto recentemente lançado pela empresa não está sendo bem recebido pelo mercado, vendendo menos do que se esperava). Evidentemente, só há sentido em se falar de risco no momento em que é iniciada uma aplicação, ou seja, quando as notícias mencionadas acima não são conhecidas ainda. Mesmo assim, é costume analisar, no comportamento passado de cotações de títulos, o quanto elas variam. Essa "variabilidade" é considerada como medida representativa do nível de risco que certo título apresenta tipicamente. (COSTA, 1999)

Risco de crédito, também conhecido como de risco de "calote" ou atraso no pagamento da dívida, refere-se ao risco do tomador de recursos no mercado na forma de dívida (seja esta como empréstimos ou emissão de títulos de renda fixa) não cumprir com o pagamento ao credor dos juros e/ou principal combinado em contrato inicialmente. (COSTA, 1999)

O risco de crédito possui um papel fundamental no mercado de renda fixa. Na concessão de crédito o credor tem que procurar distinguir entre clientes que pagarão e aqueles que não pagarão. Existem diversas fontes de informação disponíveis aos credores que podem auxiliar nesta tarefa, como demonstrações financeiras das empresas, relatórios de crédito com o histórico de pagamento do potencial cliente junto a outras empresas e instituições financeiras e a experiência de pagamento do cliente com a própria empresa. (COSTA, 1999)

Dependendo do perfil de risco do investidor, se for mais ousado, pode escolher um risco maior para ter uma maior rentabilidade, ou se for mais conservador, pode escolher um risco menor, porém uma rentabilidade menor. Portanto, podemos afirmar que a relação de rentabilidade e risco é direta, isto é quanto mais alto o risco mais alta a rentabilidade esperada. É claro que, já que se trata de uma aplicação com risco, o rentabilidade, que acaba ocorrendo pode ser bem diferente da rentabilidade esperada inicialmente, tanto para menos quanto para mais. (COSTA, 1999)

A relação usual nos mercados é a seguinte: ações (ou títulos de renda variável, em geral) têm mais risco do que os títulos de renda fixa. Portanto, a rentabilidade que um investidor deve esperar ou exigir, para aplicar em títulos de renda variável, deve ser superior à esperada ou exigida de aplicações em títulos de renda fixa. (COSTA, 1999)

É importante expor que esta remuneração é esperada antes da realização do investimento. Porém, após a realização do investimento, novas informações e eventos de mercado e específicos do investimento podem levá-lo a apresentar uma rentabilidade maior ou menor do que a esperada. (COSTA, 1999)

Portanto existe a possibilidade de que no final do período de investimento, o ativo de maior risco tenha gerado um rendimento inferior ao de menor risco.

Para conseguir reduzir o risco, os investidores podem diversificar sua carteira, evitando assim que todas suas aplicações sejam prejudicadas pelos mesmos acontecimentos. Por sua vez, essa redução de risco é tanto mais forte quanto menor for a relação entre os fatos que podem causar resultados diferentes do esperado. (correlação) Por exemplo, é pouco provável que o insucesso no lançamento de um novo produto por uma empresa seja sempre o resultado da divulgação de uma má notícia sobre o comportamento da economia nacional. É claro que, se o investidor optar por diversificar suas aplicações, visando com isso reduzir seus riscos,

normalmente precisará se contentar com uma perspectiva de rentabilidade inferior.
(COSTA, 1999)

Então, a melhor carteira para um investidor será aquela que oferecer maior rentabilidade esperada, para o nível de risco que o investidor, em função de seu perfil, esteja disposto a correr. A composição de uma carteira é representada concretamente pela lista de títulos incluídos na carteira, e pelas proporções (ou pesos) com as quais cada título está incluído na carteira. (COSTA, 1999)

CAPÍTULO 3 – EVOLUÇÃO HISTÓRICA NO BRASIL DE 1999 A 2006 – TÍTULOS PÚBLICOS

O presente capítulo tem por objetivo fazer uma contextualização ampla do cenário econômico brasileiro durante o período de 1999 até 2006, identificando o comportamento das principais variáveis ligadas à títulos públicos (câmbio, juros).

3.1 ECONOMIA BRASILEIRA - 1999 A 2006

Com a reeleição de Fernando Henrique Cardoso (FHC) em 1998, o segundo mandato começa com uma mudança radical na política econômica. Sem reservas para sustentar o câmbio livre, o Real sofre uma forte desvalorização de 60% em fevereiro de 1999, e o Brasil volta ao câmbio flutuante.

No dia 13 de janeiro de 1999, foi anunciada a mudança da banda cambial para R\$ 1,32, simultaneamente à demissão do presidente do Banco Central do Brasil. No dia seguinte, nova mudança na banda desvalorizava o Real em 8,2% e deixava claro que fortes ataques especulativos continuavam a ameaçar a estabilidade da moeda brasileira. O Banco Central ainda tentou defender o valor do Real durante dois dias, intervindo no mercado de câmbio, com a venda de elevados montantes de dólares, mas a saída de capitais continuou a ocorrer em valores ainda mais elevados do que antes da mudança da banda – US\$ 1,057 bilhão, no dia 13, e US\$ 1,784 bilhão, no dia 14 – ameaçando aproximar o nível de reservas do limite mínimo, de US\$ 20 bilhões, acordado com o FMI. (FILGUEIRAS, 2003)

Foi devido a essa grande instabilidade que o governo finalmente mudou a política cambial, deixando o câmbio flutuar livremente.

No início de 1999, as expectativas quanto à evolução do nível de atividade incorporavam os desdobramentos da crise financeira internacional, ocorrida em 1998, tais como a mudança no regime cambial brasileiro, levada a efeito em janeiro. Assim as perspectivas quanto à trajetória da economia eram desenhadas em um cenário que considerava elevação das taxas de juros e provável recrudescimento da inflação, resultando do impacto desfavorável da desvalorização do real. (BRASIL, 1999, p. 13)

Através do decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999, foi instituído no Brasil o sistema de metas de inflação. Conforme relatório de inflação do Banco Central o Conselho Monetário Nacional, mediante proposta do ministro de Estado da Fazenda determinava que o índice de preços relacionados às metas para a inflação, é representado por variações anuais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (BRASIL, 1999).

Com esse decreto, o BC fica obrigado a “divulgar o relatório de inflação trimestralmente, abordando o desempenho da economia, o papel da política monetária e a avaliação prospectiva da inflação” Deverá, ainda publicar as atas das reuniões do COPOM com as linhas gerais da política monetária e a meta da taxa de juros básica. A legislação também explicita o compromisso com as metas de inflação, se caso não forem cumpridas, o BC deve divulgar as razões do descumprimento, as providências a serem tomadas e o prazo para que essas providências tenham efeito (CARVALHEIRO, 2002, p. 15).

O ano de 1999 ficou marcado não só pela mudança de regime cambial, mas também pela intensificação da política fiscal – aumentando as receitas, redução das despesas e obtenção de superávits primários – e a retomada do crescimento.

Para o Banco Central as expectativas quanto à evolução do nível de atividade econômica em 2000 mostravam-se positivas no início do ano, referendadas pelo cenário internacional favorável e por indicadores de inflação em patamar excepcionalmente reduzido. A recuperação da atividade tornou-se mais intensa a partir do último trimestre de 1999, quando os desdobramentos da crise financeira internacional e os efeitos da mudança da política cambial já haviam sido absorvidos, com impactos muito além dos inicialmente previstos (BRASIL, 2000).

O ano de 2000 deu continuidade às tendências demonstradas a partir de meados do ano anterior, ou seja, foram mantidas as quedas da inflação e do câmbio, a obtenção dos superávits primários, a retomada do crescimento econômico com o PIB subindo 4,4% (a melhor taxa desde 1994) e a aprovação de reformas estruturais importantes, como o fator previdenciário e a lei de Responsabilidade Fiscal, buscando o equilíbrio fiscal no longo prazo e apontando para um desenvolvimento sustentado (BRASIL, 2000).

No decorrer de 2000, entretanto, devido a incertezas no cenário internacional, elevação dos preços do petróleo, mudanças na política monetária norte-americana, e dificuldades

enfrentadas pela política Argentina, com possíveis reflexos nas avaliações de risco, por parte dos agentes externos, menos favoráveis também para o Brasil (BRASIL, 2000).

Nesse contexto, a meta para a taxa de Selic foi reduzida ao longo do ano, embora tenha-se imprimido rigidez em fases de maiores incertezas, identificando-se dois patamares para referida meta no ano 2000. Assim no primeiro semestre, a meta permaneceu em 19% a.a. Até abril, quando foi reduzida para 18,5% a.a. E mantida por dois meses. Em meados do ano, o arrefecimento das incertezas na conjuntura internacional permitiu a redução no patamar de taxa de juros, com a meta passando para 17,5% a.a. em junho e para 16,5% a.a. Em julho. No segundo semestre, o recrudescimento do cenário de incertezas na conjuntura internacional determinou a interrupção do processo de redução da meta para a taxa Selic, que voltou a ser reduzida apenas em dezembro, para 15,75% a.a. (BRASIL, 2000, p. 47)

O ritmo da atividade econômica, contudo, não foi afetada pelas incertezas. A manutenção do crescimento ao longo de 2000 foi dada pela expansão do consumo privado, que, por sua vez, foi dado principalmente pela expansão do crédito por parte o sistema financeiro, em que os empréstimos às pessoas físicas cresceram 15% entre maio e setembro (IPEA, 2000a).

As medidas de política monetária foram direcionadas para dinamizar o mercado de crédito, procurando reduzir o risco e custos indiretos na intermediação financeira. Dentre elas, a redução das alíquotas de recolhimento compulsório sobre recursos à vista, de 65%, em vigor desde outubro de 1999, para 45% em junho de 2000 (BRASIL, 2000).

Em relação às emissões de títulos federais em 2000, a participação da dívida indexada pelo dólar americano declinou de 30,2% ao final de 1999 para 28% ao final de 2000, implicando numa diminuição da dívida interna atrelada a flutuação da taxa de câmbio. E, a participação da dívida prefixada aumentou, de 12,9% ao final de 1999 para 21% ao final de 2000, implicando na diminuição da volatilidade da dívida mobiliária federal às taxas de câmbio e juros (BRASIL, 2000)

O bom desempenho alcançado no ano foi possibilitado pela intensificação do ajuste fiscal e pela solidificação dos regimes adotados em 1999 – metas de inflação e câmbio flutuante.

Segundo o boletim anual de 2001 do BC:

Ao final de 2000 e início de 2001, as expectativas quanto à evolução da economia brasileira mostravam-se favoráveis, reflexo da trajetória consistente dos fundamentos macroeconômicos internos e da baixa volatilidade nos mercados internacionais. Naquele cenário, a meta para a taxa de Selic atingiu seu nível mais baixo, 15,25% a.a., em 17 de janeiro, correspondendo à taxa real de juros ex-ante, adotando-se o ponto médio do intervalo estabelecido para a meta para inflação do ano, inferior a 11% em 2001. (BRASIL, 2001, p. 53)

Conforme Boletim Conjuntural de março de 2001 publicado pelo IPEA, no primeiro trimestre de 2001, a ruptura da blindagem financeira da Argentina e a desaceleração da economia americana maior do que a prevista pressionaram as taxas de câmbio e inflação forçando a alta taxa dos juros (IPEA, 2001a).

O impacto sobre a economia brasileira foi significativo: o real acumulou depreciação de 12% até abril; a inflação subiu 1,4% no primeiro trimestre; e a taxa de juros aumentou 1% entre março e abril. No entanto, “a atividade econômica manteve-se em patamar elevado no primeiro trimestre” de 2001 (IPEA, 2001a).

Segundo o relatório anual de 2001 do BC, no segundo trimestre, o PIB declinou 0,8% no ano de 2001 em relação ao período anterior. Nesse período, um problema interno comprometeria diretamente os bons resultados da atividade econômica. A crise de energia, em maio, junto ao agravamento da crise da economia da Argentina. Nos setores, agropecuária e indústria, registraram resultados negativos, 0,8% e 3,2%, respectivamente. Os serviços apresentaram expansão de 0,2% no período. Comparativamente a igual trimestre de 2000, o PIB cresceu 2,1%, com expansão ainda generalizada dos setores e sub-setores da economia, mas com intensidade menor do que a registrada no primeiro trimestre, principalmente no que se refere à indústria (BRASIL, 2001).

O Copom elevou a taxa de juros básica em 3,75 pontos percentuais entre fevereiro e junho, visando reverter às pressões cambiais. Mas, diante da manutenção dessas pressões, a partir de julho o governo resolveu mudar sua postura sobre o câmbio. O BC passaria a intervir diretamente para influenciar a taxa de câmbio (IPEA, 2001b).

O objetivo desse novo arranjo era suprir o mercado com os recursos necessários ao financiamento externo, e evitar as especulações em torno de uma meta do BC para própria taxa de câmbio, já que as intervenções ocorriam independentemente da evolução do câmbio (IPEA, 2001b).

No terceiro trimestre de 2001, o PIB voltou a apresentar variação negativa, de 0,8%, dados dessazonalizados, ressalta o BC. Refletindo principalmente a queda de 1,8% apresentada pela indústria, o que foi resultante das reduções de 12,6% em serviços industriais de utilidade pública – segmento composto basicamente pelos serviços de fornecimento de energia elétrica – e de 4,3% na construção civil. A produção da indústria de transformação mostrou-se estável (BRASIL, 2001).

No quarto trimestre, o cenário externo que já vinha desfavorável desde março, se agrava com os atentados de 11 de setembro nos EUA.

Os atentados terroristas aumentaram as incertezas e a aversão ao risco dos investidores internacionais num contexto em que a desaceleração da economia mundial já tornava vulneráveis os países emergentes com déficits externos, e vieram exacerbar as pressões sobre a taxa de câmbio, que atingiu R\$ 2,80 US\$ em 21 de setembro, com a desvalorização de 43% desde o início do ano (IPEA 2001d, p. 6-8).

Contudo, no ambiente doméstico, houve uma mudança positiva na balança comercial, apresentando superávits a partir de julho e se acentuando nos meses de setembro e outubro. A desvalorização cambial a crise de energia, provocaram uma contração da demanda interna que se refletiu em queda nas importações.

A forte pressão, causado pelo câmbio, foi determinante para que o BC interviesse. O principal instrumento de intervenção foi à colocação líquida de títulos públicos indexados ao câmbio que, entre 11 de setembro e 11 de outubro, alcançaram R\$ 23,4 bilhões. Além disso, medidas regulatórias que reduziam o escopo dos bancos nas operações cambiais e as intervenções diárias de irrigação do mercado, em um montando de aproximadamente US\$ 50 milhões/dia, também contribuirão para conter a depreciação cambial (IPEA, 2001d).

A trajetória de forte depreciação cambial observada desde setembro reverteu-se a partir do final de outubro, com o câmbio apreciando quase 10% desde então. Vale notar que o patamar atual da taxa de câmbio, em torno de R\$ 2,53/US\$, encontra-se bastante abaixo do utilizado pelo Bacen (próximo de R\$ 2,70/US\$) na projeção para a inflação de 2002 que, conforme o último relatório de inflação, estaria 3,9% (IPEA, 2001d, p. 26).

A recuperação da economia mundial veio mais cedo do que o esperado. A economia americana cresceu 5,8% a.a. No primeiro trimestre de 2002, com pique que era esperado apenas para o segundo semestre. A retomada precoce da economia nos Estados Unidos decreta o fim da recessão mundial (IPEA, 2002a).

A desaceleração em 2001 foi rapidamente difundida pela economia mundial (as exceções foram: China e Índia, países em transição com elevadas taxas de crescimento em 2001). Analogamente, a retomada atual é compartilhada pelas economias da Europa (exceto Alemanha), do sudeste Asiático e da América Latina (exceto Argentina), além dos Estados Unidos (IPEA, 2002a).

A conjuntura econômica vigente no primeiro trimestre de 2002 caracterizou-se por eventos favoráveis, destacando-se os níveis baixos e estáveis de inflação, a relativa estabilização dos preços internacionais do petróleo e da taxa de câmbio, assim como a considerável margem de capacidade ociosa na indústria, gerada a partir dos choques de oferta ocorridos em 2001. Levando-se em conta as condições de demanda, com moderada expansão do crédito e ausência de pressões salariais, os indicadores disponíveis evidenciaram condições para que a política monetária pudesse ser gradualmente distendida. (BRASIL, 2002, p. 47)

Em termos dessazonalizados, o PIB cresceu de 0,6% comparado ao último trimestre do ano passado, mas teve queda de 1,6% em comparação ao primeiro trimestre daquele ano (IPEA, 2002b)

Entretanto, em meados de abril, as expectativas favoráveis foram revertidas pelos efeitos adversos das mudanças no quadro eleitoral, do aumento da inflação e da interrupção do processo de redução da taxa de juros e as tensões no plano fiscal, associadas à demora na aprovação da prorrogação da CPMF, contribuíram para a volta da volatilidade no mercado financeiro. A posterior elevação na taxa de juros, do câmbio e do Risco-Brasil, confirmaram o aumento da incerteza (IPEA, 2002c).

No segundo semestre de 2002, as desconfianças dos bancos e investidores internacionais em relação à capacidade de pagamento das dívidas internas e externas, causaram uma instabilidade macroeconômica crescente, o risco Brasil triplicou, passando de 718 pontos-base de *spread* sobre o rendimento dos títulos do Tesouro americano ao final de março para 2.314 pontos no final de julho. Com isso, segundo o boletim de conjuntura, de

agosto de 2002 do IPEA houve redução na rolagem de empréstimos, bônus e notes das empresas brasileiras de percentuais próximos a 70% no início do ano para menos de 30% nos dois últimos meses. Mais tarde essas restrições se agravaram com cortes nas linhas de crédito para financiamento do comércio exterior. Refletindo a falta de financiamento externo, a taxa de câmbio sofreu desvalorização de 40% desde abril (IPEA, 2002c).

Segundo o boletim anual do BC de 2002:

Em resposta às pressões inflacionárias decorrentes da depreciação cambial, verificadas no último trimestre do ano, e no intuito de buscar a convergência da trajetória futura dos índices de preços às metas de inflação estabelecidas, o Banco Central elevou, em três ocasiões, a meta para a taxa Selic, de 18% a.a. Para 21 % a.a. Em outubro, 22% a.a. Em novembro e 25% a.a. Ao final de 2002. (BRASIL, 2002, p. 49)

Diante das fortes instabilidades geradas pelos desdobramentos do processo de transição política, as medidas adotadas pelo então eleito, Lula, foram de maneira a tranquilizar o mercado, respeitar todos os compromissos do governo FHC, e continuar com as metas de superávit fiscal primário determinado.

O quadro macroeconômico apresentou melhoria sensível em relação ao final de 2002. O novo governo, demonstrando na prática seu compromisso com a estabilidade de preços, austeridade fiscal e o regime de câmbio flutuante, não vacilou em utilizar medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas (IPEA, 2003b, p. 5)

As principais medidas adotadas, para a recuperação da economia brasileira, foram aumentar a meta de superávit fiscal primário de 3,75% para 4,25% do PIB, ajustar a meta de inflação a ser seguida em 2003 de 4% para 8,5% (para atingir a meta de inflação o principal instrumento de política monetária utilizado foi a taxa de juros, que foi elevada pelo Copom de 25% para 26,5%), e elevar de 45% para 60% o compulsório sobre os depósitos à vista, retirando de circulação, aproximadamente, R\$ 8 bilhões (BRASIL, 2003).

Então, através das políticas fiscais e monetárias contracionistas adotadas, pelo governo, no primeiro semestre do ano conteve a pressão existente sobre o nível de preços, com

significativa redução das incertezas presentes na economia e convergência das expectativas de mercado para a trajetória da meta de inflação.

Porém, a reversão das expectativas veio de forma gradual devido, em parte, às incertezas crescentes no cenário externo. O risco-Brasil declinou sistematicamente de 2.400 pontos no final de setembro de 2002 para 1.155 pontos na primeira semana de março de 2003, mas a cotação do dólar, depois de recuar de R\$ 3,90 em fins de outubro de 2002 para R\$ 3,20 no começo de janeiro de 2004, tornou a subir para níveis acima de R\$ 3,50 durante o primeiro trimestre de 2003 (IPEA, 2003c).

A apreciação do real ocorrida no primeiro semestre também contribuiu para a redução dos índices de inflação, diminuindo o custo dos bens importados. Esse movimento foi determinado, essencialmente, pela melhora do saldo da balança comercial e das condições internacionais de liquidez (BRASIL, 2003).

No segundo semestre, com uma valorização nos títulos dos países emergentes favorece a captação de recursos no exterior, o BC iniciou um processo de flexibilização da política monetária, promovendo reduções na meta para taxa Selic em sete reuniões consecutivas do Copom. Em dezembro, a meta foi fixada em 16,5% a.a (BRASIL, 2003). Adicionalmente, a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista foi reduzida de 60% para 45%, em agosto, que havia sido aumentada em setembro de 2002 (BRASIL, 2003).

A manutenção da austeridade fiscal, inclusive com o aumento do superávit fiscal primário para 4,25% do PIB, ante 3,9% do PIB em 2002, e a política monetária implementada para reverter à aceleração da inflação que se seguiu ao forte realinhamento da taxa de câmbio em 2002 produziram redução acumulada de 2% no PIB no primeiro semestre do ano, mas a partir de julho a taxa voltou a ser positiva na margem. Com o apoio da política fiscal, foi possível neutralizar, ao menos parcialmente, efeito dos juros e da desaceleração da economia sobre uma relação dívida/PIB já elevada. Ao mesmo tempo, os avanços na condução das reformas previdenciária e tributária e a definição de um novo acordo com o FMI, com prazo de um ano, reforçaram o processo de reversão de expectativas (IPEA, 2003d).

As medidas adotadas pelo BC, influenciaram diretamente o custo das operações de crédito e o spread bancário no segmento de recursos livres, destacando-se as operações de micro crédito, de aprimoramento das cooperativas de crédito e de empréstimos consignados

em folha de pagamento. O spread bancário contraiu 3,2 pontos percentuais, no período (BRASIL, 2003).

Segundo o Boletim de conjuntura econômica divulgado pelo IPEA em 2003, no segundo semestre, a economia brasileira pode relaxar o aperto monetário resultante das incertezas quanto ao novo governo e retornar a expansão da atividade econômica. A forma da condução das políticas fiscais e monetárias feitas pelo governo ao longo do ano de 2003, reformas previdenciária e tributária combinada com a manutenção da austeridade fiscal; novo acordo com o FMI; quedas nas taxas de câmbio, risco-país; e melhoria no cenário internacional (recuperação da Argentina e abertura do mercado Chinês) conseguiram reverter todas as expectativas negativas e obter bons resultados (IPEA, 2003d).

No início de 2004, o Copom entendeu ser conveniente interromper o processo de flexibilização da política monetária iniciada em junho de 2003, tendo em vista que a evolução dos principais indicadores econômicos sugeria que o cumprimento da meta de inflação para 2004 requeria maior cautela da política monetária. A meta para a taxa de básica de juros foi mantida em 16,5% a.a. Nas reuniões ordinárias do Copom realizadas em janeiro e em fevereiro. (BRASIL, 2004, p. 45)

Nos meses de março e abril foram feitos cortes de 0,25 pontos percentuais na meta para a taxa Selic, associados em parte, às perspectivas de redução da inflação. Mas uma nova onda de incertezas provocada pela expectativa de elevação das taxas de juros dos Estados Unidos, alta volatilidade dos preços no mercado de petróleo e dúvidas quanto à sustentabilidade da intensificação do nível de atividade interna, fez com que a autoridade monetária interrompesse a trajetória declinante da taxa de juros. (BRASIL, 2004)

“A partir de maio, a taxa de juros básica manteve-se inalterada em 16% a.a., por quatro meses.” (BRASIL, 2004).

O Copom, para conter pressões inflacionárias decorrentes do aumento da atividade econômica, iniciou em setembro, um aumento da meta para a taxa Selic de 0,25 pontos percentuais, seguindo-se ajustes consecutivos de 0,50 pontos percentuais nos três anos subsequentes, que deslocaram a taxa para 17,75% a.a. Ao final do ano (BRASIL, 2004).

Os empréstimos para pessoa física elevaram-se no decorrer de 2004, evidenciando principalmente, a expansão das operações de crédito pessoal, com destaque as relativas a crédito consignado em folha de pagamento, que oferece menores riscos. Em relação ao

crédito a pessoas jurídicas, elevou-se o volume de operações lastreadas em recursos domésticos, decorrente a diminuição das operações vinculadas a recursos externos (BRASIL, 2004).

A política monetária, em 2005, permanece com a necessidade de satisfazer um conjunto variado e nem sempre consistentes de objetivos. Por um lado prioriza o combate a inflação pelo controle da demanda agregada. Por outro a elevação das taxas de juros, enquanto o meio mais imediato para o controle da demanda agregada, pode entrar em conflito com outro objetivo da política econômica, a diminuição da dívida pública (IPEA, 2005a).

Para o boletim anual de 2005 publicado pelo BC: “A administração da política monetária em 2005 objetivou, fundamentalmente, preservar as conquistas associadas ao ambiente estável dos preços” (BRASIL, 2005).

Nesse sentido, nos primeiros meses de 2005, o Comitê, verificou que a existência de alguns focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo aumentaram os riscos a que estavam sujeitas as perspectivas de convergência da inflação para a trajetória de metas, assim o Copom a partir de janeiro de 2005 eleva a meta para a taxa Selic em 0,50 pontos percentuais, para 18,25% a.a., em fevereiro, em reunião, manteve o aumento em 0,50 pontos percentuais, para 18,75% a.a., em março mais um aumento de 0,50 pontos percentuais, para 19,25% a.a., em abril, o Copom aumenta a meta em 0,25 pontos percentuais, para 19,5% a.a. Posteriormente, considerando a persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, fizeram que as expectativas para 2005 se deteriorassem e provocaram a permanência, em maio, de uma aumento na meta para a taxa Selic de 0,25 pontos percentuais, para 19,75% a.a. (BRASIL, 2005)

Em junho, o Copom avaliou que houve uma redução na persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e uma melhora no cenário externo, reduzindo-se os riscos a que se encontrava submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Comitê decidiu manter a meta para a taxa Selic em 19,75% a.a. (BRASIL, 2005, p. 43)

Nos meses de julho e agosto, mesmo com a permanência de níveis elevados para os preços do petróleo, existe uma melhora no cenário externo, o Copom considerou que a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica para assegurar a convergência da inflação

para a trajetória de metas, poderia ser a mesma estabelecida em maio. Assim a meta para a taxa Selic foi mantida em 19,75 a.a. (BRASIL, 2005).

Na reunião de setembro depois de sucessivos aumentos na meta para a taxa Selic, o Copom decide, por unanimidade, a redução de 0,25 pontos percentuais, para 19,5% a.a. O que levou o Comitê a tomar essa atitude foi o cenário benigno para a evolução da inflação. Nas reuniões de outubro, novembro e dezembro, “o Copom considerou que a manutenção da flexibilização da política monetária não iria comprometer as importantes conquistas dos últimos meses no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico com geração de empregos e aumento da renda real. Diante disso, a meta para a taxa Selic foi reduzida em 0,50 pontos percentuais, para 19% a.a., em outubro e para 18,5% a.a. Na reunião subsequente” (BRASIL, 2005).

Em dezembro, o Copom decidiu pela continuidade do processo de flexibilização da política monetária, diminuindo a meta para a taxa Selic em 0,50 pontos percentuais, para 18% a.a. (BRASIL, 2005).

As recentes reduções na meta para a taxa Selic, decididas pelo Copom, refletem a tendência declinante nas taxas de juros esperadas e efetivas de inflação. Porém essa trajetória esperada reflete a continuidade das pressões de valorização nominal das taxas de câmbio acompanhada da percepção de estabilidade do nível de atividade econômica (IPEA, 2006a).

O ano de 2006 começa com incertezas sobre a economia mundial e do Brasil. Declarações feitas em maio pelo novo presidente do Federal Reserve (Fed), o banco central dos Estados Unidos, e dados negativos de inflação e nível de atividades naquele país geraram um ambiente de elevada incerteza acerca dos rumos da política monetária norte-americana.

Segundo relatório de conjuntura econômica publicado pelo IPEA em 2006b, p. 45:

Nesse contexto, houve uma fuga de ativos de risco, com impacto nos mercados de títulos soberanos e nos mercados de ações, destacando-se os efeitos sobre as bolsas de países emergentes. No Brasil, em particular, o Índice Bovespa experimentou queda expressiva e o câmbio desvalorizou-se de forma acentuada.

Cria-se dessa maneira na economia internacional, um ambiente bem diferente do que existia nos últimos quatro anos de forte expansão do produto mundial, elevada liquidez e preços sistematicamente crescentes do *commodities*. No novo ambiente que agora se

vislumbra, é possível que tenhamos um crescimento da economia mundial menor que o imaginado, uma menor liquidez internacional e uma estabilização dos preços de *commodities* (IPEA, 2006b).

Para o Brasil, os acontecimentos internacionais estão longe de prejudicar a trajetória esperada de continuidade na recuperação da atividade econômica, já que a economia brasileira hoje se encontra bem menos vulnerável que em outros momentos de instabilidade externa. Mas os eventos fora do país ocorridos na economia internacional sugerem maior cautela em três frentes. Primeiro que a oportunidade que existia para um crescimento mais vigoroso pode estar terminando, sem que o país tenha aproveitado devidamente o ciclo de bonança que o mundo viveu nos últimos anos. Segundo, provavelmente levarão o mercado a corrigir ligeiramente (para cima) o cenário de taxa de juros de médio prazo. Finalmente, o episódio da recente turbulência deveria levar o Brasil a uma tomada de maior consciência acerca do risco fiscal que ainda não desapareceu do horizonte (IPEA, 2006c).

O desempenho da economia em 2006, teve no segundo semestre uma queda, resultado de diversos fatores: o efeito Copa do Mundo, que reduziu os dias trabalhados e afetando a produção da indústria de transformação; a parada para manutenção de plataformas de exploração de petróleo; a greve da Receita Federal, com impactos sobre as exportações e importações. Contudo, do ponto de vista macroeconômico o consumo das famílias cresceu 1,2% em relação ao primeiro trimestre, após ajuste para sazonalidade. Esse aumento se deve ao aumento da taxa de crescimento, mas também de fatores específicos, como a ampliação do crédito pessoal, o forte aumento do gasto público e das transferências do governo para as pessoas – associadas ao aumento do valor real do salário mínimo, com seu impacto sobre previdência e os benefícios assistenciais, e a expansão dos programas sociais como o Bolsa Família (IPEA, 2006d).

3.2 TÍTULOS PÚBLICOS EMITIDOS PELO GOVERNO BRASILEIRO– 1999 A 2006

A Tabela 1 apresenta os principais títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional. Cada modalidade de título apresenta características distintas, a serem definidas, principalmente, pelo indexador que garante sua rentabilidade e prazo.

Tabela 1 - Características dos Títulos Públicos

Título	Indexador	Prazo	Característica
LFT – Letras Financeiras do Tesouro Séries A e B	Taxa SELIC / Pós-fixado	Médio e Longo Prazo	Rentabilidade diária, com resgate definido pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento.
NTN-B – Notas do Tesouro Nacional Série B	Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
NTN – C – Notas do Tesouro Nacional Série C	Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
NTN-D – Notas do Tesouro Nacional Série D	Câmbio (dólar comercial) / Pós-Fixado	Médio e Longo Prazo	Pagamento semestral de juros, fixados no ato da compra.
LTN – Letras do Tesouro Nacional	Pré-fixado	Curto Prazo	Rendimento definido pelo deságio sobre o valor nominal (diferença entre o preço de emissão e valor de resgate)

Fonte: Banco Central

As operações com títulos públicos federais foram conduzidas, no decorrer de 1999, com o objetivo de alongar seus prazos e duração e reduzir a dívida mobiliária de responsabilidade do Banco Central (BC). Assim os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional (TN) passaram de 68% do total da dívida mobiliária no final de 1998 para 84% ao fim de 1999. Após o início do ano, quando o BC ainda emitia diversas modalidades de títulos, passou a emitir somente NBC-E e BBC, enquanto o TN passou a realizar ofertas públicas apenas de LFT e LTN, reintroduzindo, em dezembro, as NTN-C (BRASIL, 1999).

A participação do volume financeiro de títulos indexados a taxa de câmbio no total emitido pelo BC, passou de 36% no início do ano para 96% no seu encerramento. Os motivos para esse aumento de participação devem-se a mudança de patamar da taxa de câmbio, da substituição de outras modalidades de títulos de emissão do BC por títulos do TN e das colocações líquidas em alguns períodos de liquidez restrita no mercado cambial (BRASIL, 1999).

Os títulos prefixados, LTN, aumentaram ao longo de 1999 de 3% para 16% no total de títulos emitidos em oferta pública pelo TN. Resultado da estratégia de diminuir a volatilidade da dívida pública, aumentar a eficácia da política monetária por meio do crescimento da elasticidade-juro do preço de mercado dos títulos federais (BRASIL, 1999).

A partir de dezembro, o Tesouro Nacional voltou a realizar ofertas públicas de NTN-C - título indexado ao IGP-M com cupons semestrais de 6% a.a. (BRASIL, 1999).

A reintrodução de NTN-C tem por finalidade principal contribuir para reforçar os parâmetros de longo prazo da economia brasileira, relativos a juros e inflação. Adicionalmente, esses títulos deverão assumir o papel de instrumentos que sirvam como lastro para passivos de longo prazo, dada a maturidade com que têm sido colocados. Ao mesmo tempo, a aceitação de créditos securitizados federais em pagamento visa promover reduções, aceitas voluntariamente pelos credores, da dívida interna federal, e reduzir as modalidades de títulos federais em circulação para elevar a liquidez no mercado secundário. (BRASIL, 1999, p. 50)

Ao longo de 2000, as operações com títulos públicos federais foram conduzidas, com o propósito de continuar com o processo, iniciado ano anterior, de ampliação do mercado secundário de títulos, com a implantação de medidas visando proporcionar maior transparência e liquidez nas operações com esses papéis. Utilizaram-se medidas visando estimular a utilização de sistemas eletrônicos para negociação de títulos federais e incluir operações de compromisso de revenda assumido pelo comprador do título. (BRASIL, 2000)

No início de 2000, as (NBCE) foram colocadas com prazo de dois anos a taxa média de 11,3% a.a., elevando-se, em março, o prazo para quatro anos, à taxa média de 12% a.a. Com o aparecimento de incertezas na conjuntura internacional, em meados de abril, o prazo é diminuído, porém a taxa média cresceu, alcançando 12,6% a.a. Nos meses seguintes o governo federal objetivou a diminuição de sua participação no total da dívida pública, através de rolagens do vencimento, contudo por expectativas desfavoráveis no ambiente internacional, que acabaram provocando forte volatilidade no mercado de câmbio, o BC, passou a realizar colocações líquidas de NBCE. (BRASIL, 2000)

As operações com títulos do TN persistiram objetivando o alongamento de prazos e a redução dos custos financeiros da dívida mobiliária. (BRASIL, 2000)

A partir do final de janeiro, os títulos prefixados, LTN, tiveram seus prazos alongados, para um ano, e uma redução nas taxas de colocações, que passaram de 21,2% a.a. em 21 de janeiro, para 18,2% a.a. em 28 de março. Em maio, devido à instabilidade no mercado financeiro internacional, as colocações desses títulos foram interrompidas. Somente no dia 13 de junho, com melhoria no cenário externo, o BC voltou a ofertar LTN, com prazos de seis

meses e de um ano, e com taxas menores, 16,6% a.a. em 20 de dezembro para as LTN de seis meses e 17,1% a.a. para as de um ano. Em dezembro as LTN representaram um crescimento de 144,5% em relação ao de dezembro de 1999. (BRASIL, 2000)

Os títulos do TN indexados à taxa Selic, LFT, e emitidos em oferta pública elevaram-se desde o início do ano. Porém, com a estratégia do TN visando diminuir a participação de títulos pós-fixados na composição da dívida mobiliária interna federal, ao final do ano, esses títulos representaram 52,2% no total da dívida, com redução de 9 pontos percentuais em relação ao final do ano anterior. (BRASIL, 2000)

Os leilões de títulos indexados ao IGP-M, NTN-C, no início do ano os prazos atingiram três a sete anos. As taxas de colocação, anualizadas em dias úteis, variam entre 12,6% em março, com prazo de sete anos, e 11% em setembro, com prazo de cinco anos. (BRASIL, 2000)

Segundo o Boletim divulgado pelo BC em 2001, “as operações com títulos públicos federais em 2001 foram influenciadas pelo cenário econômico internacional, marcado pela redução do crescimento global e pela crise na Argentina (...)”. O cenário desfavorável internacional teve reflexos na economia nacional, notadamente às pressões sobre a estrutura a termo da taxa de juros e o crescimento da volatilidade cambial. E ainda, atrapalhou o atingimento dos dois principais objetivos da política de administração da dívida mobiliária federal: a ampliação da participação dos títulos prefixados no conjunto da dívida e o alongamento do prazo médio dos títulos. Dessa forma, observou-se um progresso no alongamento do prazo dos títulos, enquanto a participação dos títulos prefixados, LTN, no total da dívida mobiliária federal reduziu-se 21,4% ao final de 2000 para 11,8% ao final de 2001. (BRASIL, 2001)

Em meados de março, com o primeiro aumento da meta para a Selic no ano e as pressões sobre a curva de juros, as colocações de LTN foram interrompidas. Paralelamente, a partir de abril foi observado aumento progressivo no volume de colocações de LFT. (BRASIL, 2001)

A retomada das colocações de LTN se deu em maio, sendo ofertados títulos de prazo mais curto, entre 4 e 7 meses, eram antes de 12 e 18 meses, com taxas próximas de 20% a.a. Com o aumento das incertezas ligadas ao cenário internacional, observou-se uma elevação nas taxas desses títulos, chegando no início de outubro, com 24,28% a.a. para o prazo de 6 meses.

Nesse mesmo mês, foram suspensas as emissões de LFT, indexadas a Selic, devido a redução na demanda por esses títulos, já que o mercado nesse momento preferia títulos indexados a variação cambial, e dando seqüência à estratégia de reduzir a vinculação da dívida mobiliária federal à taxa básica de juros. (BRASIL, 2001)

No início de setembro o TN voltou a fazer colocações de títulos cambiais, as Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), e ao final desse mesmo mês o BC deixou de colocar no mercado os seus papéis cambiais, as NBCE. As colocações líquidas de títulos cambiais ocorreram especialmente nos meses de junho, setembro e outubro, quando atingiram R\$ 7,3 bilhões, R\$ 13,1 bilhões e R\$ 7,5 bilhões, respectivamente. Em decorrência desse aumento a participação de títulos indexados a variação cambial no total da dívida mobiliária total aumentou de 27,5%, ao final de 2000, para 37,8% ao final de 2001. (BRASIL, 2001)

Adicionalmente, neste mesmo ano de 2001, é de se ressaltar a contribuição das colocações regulares de NTN-C, títulos de longo prazo indexados ao IGP-M, fazendo com que os mesmos ampliassem sua participação no total da dívida mobiliária de 1,8% para 5,3% e um aumento no prazo de vencimento de 37,78 para 72,27 meses. (BRASIL, 2001)

O ano de 2002 foi marcado por cenários econômicos adversos, principalmente no segundo semestre.

No início de 2002 as colocações de títulos prefixados foram realizadas regularmente. Registra-se elevação da demanda por esses papéis no primeiro trimestre, tendo em vista o cenário de expectativa de redução na taxa básica de juros. Em consequência, as colocações de Letras do Tesouro Nacional (LTN), papéis que têm taxa de juros prefixados, alcançaram 64% do total dos títulos emitidos em oferta pública nos meses de janeiro e fevereiro. Comportamento semelhante ocorreu nos demais meses do primeiro semestre: em abril e maio a participação desses títulos no total das emissões situou-se em 56%. Como resultado, a parcela dos títulos prefixados no estoque de dívida mobiliária em poder do público passou de 7,6%, em janeiro, para 9,5% em maio. Paralelamente registrou-se redução das taxas médias nas colocações, cujos valores para as LTN com prazo de seis meses passaram de 20,5% em dezembro de 2001, quando a taxa Selic era de 19% a.a., para o equivalente a esta taxa, 18,5% a.a., em março e abril de 2002. (BRASIL, 2002, p. 49)

No segundo semestre, em especial nos últimos meses do ano, registrou-se reversão desse quadro, provocado por sucessivos aumentos da meta para a taxa Selic e a conseqüente pressão sobre a curva de juros. Nos meses de outubro e novembro há uma retração na demanda por títulos prefixados, nesse contexto foram interrompidas as colocações desse tipo

de título nos meses de novembro e dezembro, quando o TN optou pela colocação de títulos pós-fixados. Em consequência, a parcela dos títulos prefixados no estoque da dívida mobiliária em poder do público decresceu de 7,6% em janeiro para 2,2% em dezembro de 2002. (BRASIL, 2002)

Em fevereiro, as colocações de títulos indexados a taxa Selic – LFT voltaram a ser realizadas. Esses papéis tiveram uma grande receptividade, exigindo um pequeno deságio nas colocações, que em fevereiro situou-se em 0,35% a.a. Contudo, nos meses seguintes, com o aumento das incertezas provocado tanto pela maior volatilidade dos mercados internacionais, como pelo período eleitoral, observou-se um aumento nas taxas exigidas nos leilões, elevando-se para 1,95% a.a. em agosto, ao mesmo tempo em que era reduzido o volume no mercado secundário. A participação do LFT no estoque da dívida mobiliária total em poder do público situou-se em 60,8% ao final de 2002, ante 52,6% no início do ano. (BRASIL, 2002)

Os leilões de títulos indexados ao IGP-M, NTN-C, passaram a acontecer com maior frequência no final do ano, devido às expectativas de elevação da taxa de inflação e depreciação cambial. Em outubro, mês que ocorreram os dois turnos da eleição presidencial, os títulos pós-fixados atingiram 94,5% das colocações no mercado primário, dos quais 28,2% eram representados por NTN-C. (BRASIL, 2002)

Com relação aos títulos indexados a taxa de câmbio, os leilões de NTN-D continuaram, tanto para rolagem de vencimentos quanto para a troca de papéis, especialmente de NBCE. Com o objetivo de diminuir a participação desse tipo de título no total a dívida mobiliária federal, o BC comunicou a intenção de rolar somente o valor do principal quando do vencimento de títulos públicos atrelados à variação cambial. Através dessa medida somando com as operações de *swap* cambial, a participação dos títulos indexados a variação cambial em mercado declinou de 29,4% em janeiro de 2002 para 22,4% em dezembro. (BRASIL, 2002)

Segundo Boletim do BC publicado em 2003, “os fatores adversos que condicionaram a colocação de títulos públicos federais no segundo semestre de 2002 foram progressivamente revertidos ao longo de 2003.” A demanda por títulos públicos aumentou no decorrer do ano, devido à melhoria dos fundamentos da economia, que também provocou uma mudança nas taxas de juros, direcionando a demanda de títulos para instrumentos prefixados. (BRASIL, 2003)

No começo do ano, 100% dos títulos emitidos pelo TN eram títulos indexados à taxa Selic, LFT, reflexo das incertezas presentes na economia no ano anterior. A primeira emissão de títulos prefixados, LTN, aconteceu em 25 de fevereiro, marcou o processo de mudança na estrutura da demanda por títulos públicos em 2003. Dessa forma, a participação nas emissões mensais das LTN subiu progressivamente, alcançando 77,9% ao final de 2003, e as emissões das LFT declinou gradualmente, até atingir 5,1% em dezembro. (BRASIL, 2003)

A retomada da oferta de NTN-B, em setembro, título com rendimento atrelado ao IPCA e por isso mais adequados à proteção do capital de investidores institucionais, foi consequência da identificação dos fundos de pensão como demandantes de instrumentos de longo prazo. No mesmo sentido, a instituição de leilões de compra de NTN-B e NTN-C visou reduzir o risco e liquidez desses investidores, ao aumentar o volume de transações com os títulos no mercado secundário. (BRASIL, 2003, p. 53)

Em dezembro, o TN com objetivo de alongar o prazo de emissão dos títulos prefixados, ofertou o NTN-F. A principal diferença desse tipo de título e o LTN é o pagamento de cupom semestral. Foi um título bem aceito pelo público, sendo que 100% foram absorvidos por estes, mesmo sendo ofertados a uma taxa menor à das LTN leiloadas na mesma data. (BRASIL, 2003)

No que se refere à rolagem da dívida indexada à variação cambial, observou-se exclusivamente, a contratação de *swaps* cambiais, em detrimento das emissões de Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), títulos indexados à variação do dólar. Em função da redução por *hedge* e do objetivo de redução gradual da exposição cambial do setor público, a sistemática de realização dos leilões foi alterada diversas vezes ao longo do ano. Assim, em janeiro, o Banco Central comunicou que não mais rolaria os juros dos instrumentos cambiais vincendos, e, em maio anunciou a intenção de não mais estabelecer percentual fixo para a rolagem do principal de *swaps* e títulos cambiais, dissociando, no mercado primário, as ações de política monetária e das de política cambial. Essa mudança teve como objetivo reduzir, à medida que a demanda por *hedge* assim permitisse, a exposição cambial da dívida pública a oscilações na taxa de câmbio. Em setembro, os leilões passaram a ser realizados em apenas um dia, independentemente do valor rolado. (BRASIL, 2003, p. 56)

Essas medidas influenciaram a exposição da dívida pública, reduzindo em R\$ 69,2 bilhões no período, o que representa uma queda na participação relativa dos títulos indexados

a variação cambial, na Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF), de 37% para 22%. (BRASIL, 2003)

A trajetória da taxa Selic influenciou a demanda por títulos públicos federais, em 2004. De janeiro a abril, 85,4% do total das emissões eram de LTN, títulos prefixado, reflexo das expectativas de diminuição da taxa básica de juros, iniciada no ano anterior. Porém, com o surgimento de uma crise na economia norte-americana criou-se, em maio, especulações sobre a taxa básica de juros brasileira favorecendo as emissões de LFT, títulos indexados à taxa Selic, que passou a representar 78,7% do total das emissões de títulos públicos federais, comparativamente a 13% em LTN. De julho a dezembro, a participação das LFT no total das emissões atingiu 43,8% e a das LTN, 53,4%. (BRASIL, 2004)

Ao final de 2004 as colocações durante este ano de títulos públicos teve 57,6% do total, representados pelas colocações de LTN e as de LFT, 37,4%. As emissões de NTN-B e NTN-C, indexados ao IPCA e IGP-M, respectivamente somaram 4% somaram 4% dos papéis ofertados e a NTN-F, títulos prefixados com fluxo financeiro intermediário (cupom semestral), 0,9%. (BRASIL, 2004)

Com relação aos títulos indexados ao câmbio, a demanda reduzida por *hedge* cambial em 2004 favoreceu o avanço da política de redução da exposição cambial da dívida pública interna. Conseqüentemente, a exposição cambial, reduziu-se de 22,1%, em dezembro de 2003 para 9,9% em dezembro de 2004. (BRASIL, 2004)

Em 2005, 59,1% das colocações se concentraram em LTN, títulos prefixados; seguindo-se das participações de 32,4% de LFT, títulos indexados a variação da taxa Selic; de 6,2% da NTN-B, indexada à variação do IPCA; de 1,9% da NTN-F, título prefixado com cupom semestral; e de 0,3% das NTN-C, atrelados a variação do IGP-M. (BRASIL, 2005)

A condução da política monetária, pelo BC, no decorrer do ano de 2005 foi quem determinou, principalmente, a participação das LFT e LTN nas colocações de títulos públicos federais no mercado. Após um período de restrição das condições de liquidez, em razão da deteriorização dos índices de inflação que apresentavam trajetória divergente da meta estabelecida, o mercado projetou progressivamente reduções nas taxas de juros. Diante desses acontecimentos, a participação das colocações de LFT no total das emissões, que atingira 61,7% em janeiro, reduziu-se para 7,6% em novembro, enquanto a representatividade das vendas de LTN elevou-se de 36,2% para 77%. (BRASIL, 2005)

Neste mesmo ano de 2005, o Banco Central efetuou resgates líquidos de Notas do Banco Central – Série Especial (NBCE) e continuou com a política de redução da exposição cambial da dívida pública interna, o governo brasileiro consegue uma expressiva redução da exposição da dívida pública à variação cambial. O que condicionou essa redução foi à reduzida demanda por *hedge* observada no ano anterior que se transformou em demanda por *swaps* cambiais reversos, nos quais o BC paga a variação da taxa Selic e recebe a variação do dólar mais cupom. A exposição cambial da DPMFi reduziu-se de 9,9%, em dezembro de 2004, para 1,2%, em dezembro de 2005. (BRASIL, 2005)

No primeiro semestre de 2006, o TN objetivando alongar o prazo da dívida pública interna, concentrou as emissões em NTN-B, títulos indexados ao IPCA, LTN, títulos prefixados, NTN-F, título com remuneração da TR, e NTN-C, títulos com remuneração baseada no IGP-M, todos de médio e longo prazo. Além disso, não foram emitidos títulos indexados a variação do Selic, LFT o BC negociou contratos de *swap* cambial no sentido reverso, continuando com a política de redução da exposição da dívida à variação cambial. (BRASIL, 2006)

Em maio o TN cancelou os leilões tradicionais de LTN, NTN-B e NTN-F e manteve o leilão mensal de NTN-C com vencimento de longo prazo. Porém em junho as emissões foram concentradas em LTN com vencimento de curto prazo. (BRASIL, 2006)

No segundo semestre, houve emissão líquida de títulos pelo TN. Nestas predominaram os títulos com remuneração prefixada, LTN. O BC, com o objetivo de estabelecer uma curva de taxa de juros para títulos de médio e longo prazo, manteve a realização de leilões de NTN-B. (BRASIL, 2006)

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DOS TÍTULOS PÚBLICOS E SEUS DETENTORES NO PERÍODO DE 1999 A 2006

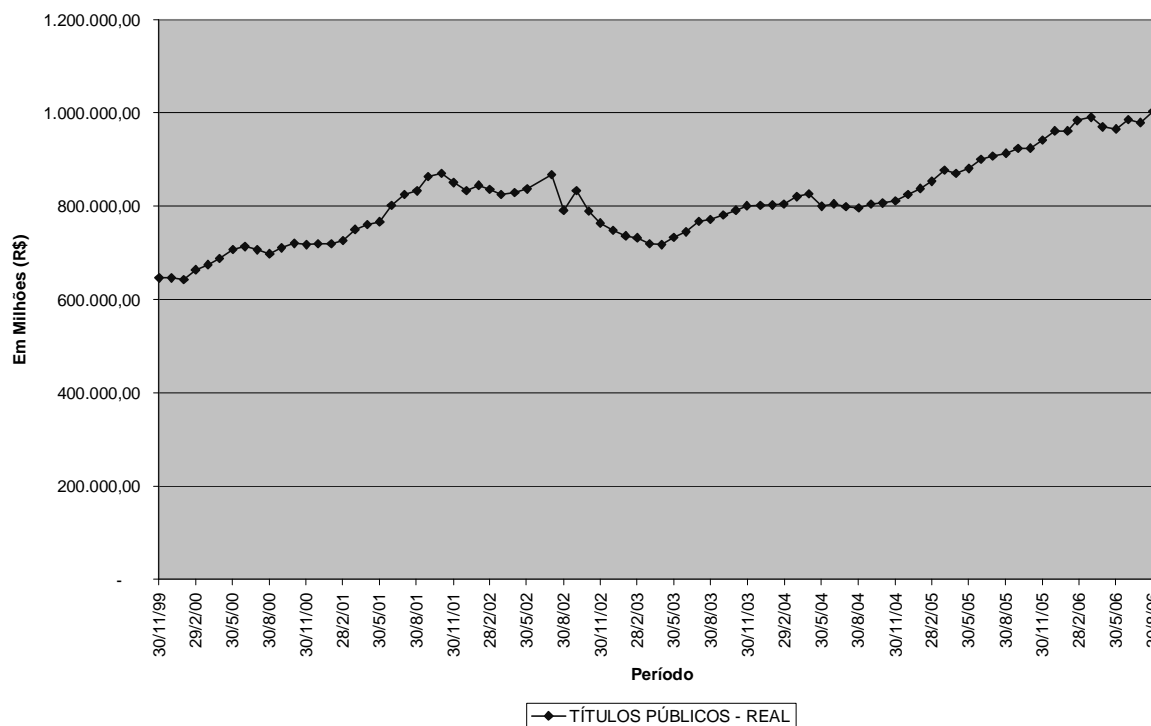
Para fazer uma análise dos títulos públicos federais negociados no mercado aberto brasileiro, é necessário coletar dados relacionados ao assunto e compará-los entre si. Assim, a utilização de gráficos para facilitar essa análise será fundamental.

Os dados foram obtidos no site do Banco Central do Brasil (BC) no mercado aberto, deflacionados com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

4.1 EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NO PERÍODO DE 1999 A 2006

A trajetória dos títulos federais negociados no mercado aberto em poder do público, no período de 1999 a 2006, fica clara na figura 1 que é ascendente. Ao longo do período observamos que existem variações no gráfico, causadas por crises econômicas nacionais e internacionais que afetam a preferência do público na decisão de investimento aos ativos existentes no mercado brasileiro visando à minimização do risco e maximização da rentabilidade.

Ainda observando a figura 1, podemos notar que no período pós-eleição, com a eleição de Lula, em 2003, devido às incertezas geradas de como iria ser conduzida a economia brasileira, ocasionaram numa diminuição de procura por títulos ofertados pelo governo federal brasileiro, pelo aumento do risco considerado alto na época pelos investidores. Contudo, após um período de incertezas sobre a economia brasileira, o presidente se mostrou disposto a cumprir com todas as obrigações assumidas pelo governo anterior, que tinha como presidente Fernando Henrique Cardoso, FHC, tranquilizando os investidores, fazendo com que o mercado aberto de títulos públicos federais voltasse a florescer.

Figura 1 - Títulos Federais em Poder do Público : 1999 a 2006

FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Até agora foram considerados os títulos públicos em geral (somando todos os títulos negociados no mercado brasileiro), mas para uma análise mais precisa é necessário que sejam detalhados. Os títulos públicos serão separados por tipo de rentabilidade, prefixado, indexado ao câmbio (serve como proteção a variação cambial), indexado a taxa Selic (serve como proteção a variação da taxa de juros), indexado a TR (serve como proteção a variação da taxa referencial), indexado ao IGP-M (serve como proteção a inflação, calculada pelo IGP-M) e, por último, indexado ao IPCA (serve como proteção a inflação, calculada pelo IPCA), visando serem mais objetivos e eficientes para um melhor aproveitamento na análise.

Serão analisados os títulos públicos federais separados pelo seu tipo de rentabilidade. Assim, os tipos de rentabilidade e seus respectivos títulos são:

- a) Rentabilidade prefixada - os LTN e NTN-F;
 - b) Rentabilidade indexada ao câmbio - NBCE, BTN, NTN-A3, NTN-D, NTN-M, NTN-I, NTN-A1, NTN-A6 e NTN-R2;
 - c) Rentabilidade indexada a taxa Selic - LFT, LFT-A, LFT-B, NTN-U e NTN-S.
- Porém, a NTN-S é prefixada num período e atrelada a Selic em outro, terá validade

no presente trabalho que este título seja considerado apenas atrelado pela variação da taxa Selic;

- d) Rentabilidade indexada a TR - NTN-P e NTN-H;
- e) Rentabilidade indexada ao IGP-M é o NTN-C;
- f) Rentabilidade indexada ao IPCA - NTN-B.

4.2 DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO

A tabela 2 mostra quem são os detentores dos títulos públicos federais brasileiros e sua composição. A participação de cada detentor no total dos títulos em poder do público será relatada no decorrer do trabalho.

Tabela 2 - Detentores dos Títulos Públicos Federais

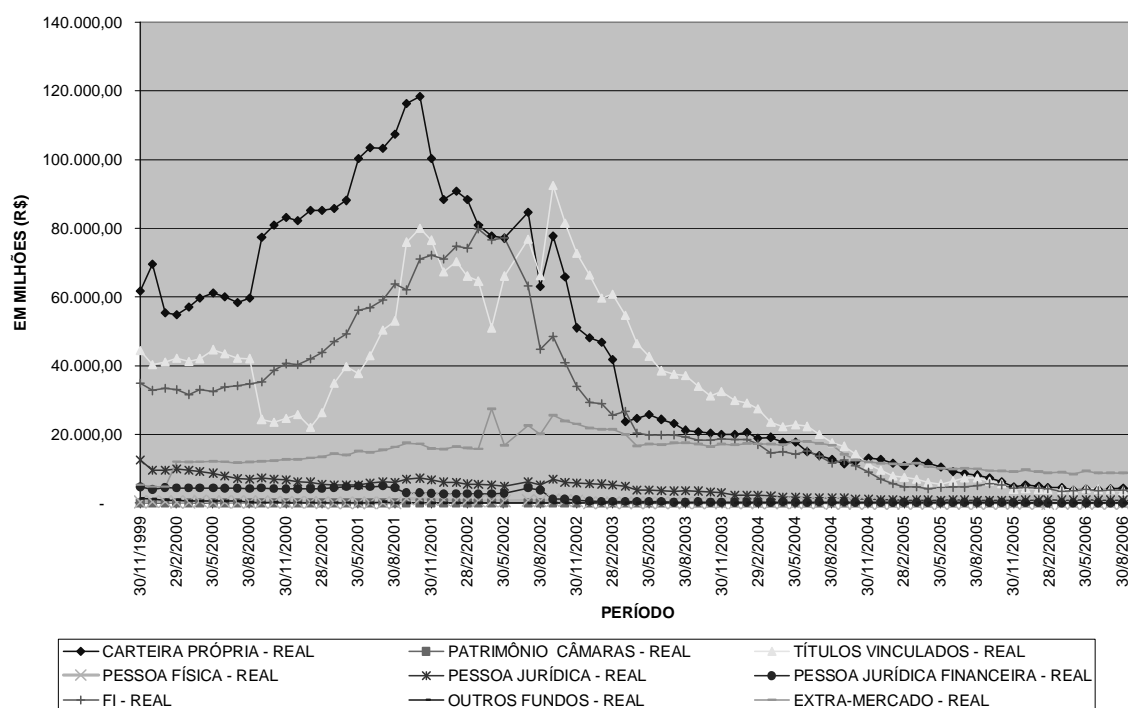
Detentor	Composição
Carteira Própria	As instituições que são detentoras do título patrimonial de Corretora de Mercadorias e estejam devidamente registradas na Comissão de Valores Mobiliários e/ou no Banco Central do Brasil, podem intermediar operações em seu próprio nome.
Títulos Vinculados	Títulos vinculados a depósito compulsório sobre poupança e sobre depósitos a prazo; reserva técnica; aumento de capital; recursos externos; empréstimos de liquidez; caução; depósitos judiciais; e câmaras.
Pessoa Física	São as pessoas físicas que através da intermediação dos bancos comerciais, investem no mercado aberto.
Pessoa Jurídica não Financeira	São as pessoas jurídicas não financeiras que através da intermediação dos bancos comerciais, investem no mercado aberto.
Pessoa Jurídica Financeira	Instituições sem conta individualizada no Selic, que utilizam a intermediação dos bancos comerciais para investirem no mercado aberto.
FI	Os dados referem-se às contas cliente especial dos fundos de investimento regidos pela instrução CVM 409, de 18/8/2004.
Outros Fundos	Composto por diversos fundos de investimentos oferecidos pelos bancos comerciais.
Extra - Mercado	Mercado de títulos de instituições que por força de lei não operam no mercado tradicional (consórcios, instituições em liquidação...).

FONTE: Banco Central do Brasil

4.2.1 Títulos Federais em Poder do Público por Indexador

A forte desvalorização sofrida pelo Real em 1999, devido à falta de reservas para sustentar o câmbio livre, fez com que o Brasil voltasse ao câmbio flutuante. Com essa mudança na economia brasileira os títulos indexados ao câmbio tornaram-se muito atraentes para os investidores, oferecendo rentabilidades altas, já que o câmbio se desvalorizava rapidamente. Observando a figura 2, notamos que existem dois períodos distintos desses papéis entre 1999 até 2006. No final de 1999 até outubro de 2001 existe uma trajetória ascendente entre todos os detentores e a partir dessa última data a procura pelo público por esse tipo indexação, declina, assumindo uma trajetória descendente até que chegue ao final de 2006 com valores bem menores.

Figura 2 - Títulos indexados ao Câmbio : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

No primeiro período, observando a figura 2, a participação da dívida indexada pela variação cambial declinou de 30,2% ao final de 1999 para 27,5% ao final de 2000, resultado da estratégia, do governo, de diminuir a volatilidade da dívida pública. Porém, com

expectativas desfavoráveis no ambiente internacional, que acabaram provocando forte volatilidade no mercado de câmbio, o BC, realiza colocações de títulos indexados a variação cambial, causando um aumento desses papéis na participação da dívida mobiliária total, passou de 27,5 % ao final de 2000 para 37,8% ao final de 2001. (BRASIL, 2001)

No segundo período, com melhorias na economia internacional, e apreciação no câmbio, a estratégia do governo de diminuir a participação de títulos pós-fixados, assim diminuir a volatilidade de dívida pública interna, é efetuada com sucesso. O governo, após o período de desconfiança sobre o novo governo, pôde rolar a dívida indexada ao dólar integralmente através de contratos de *swaps*. A participação de títulos indexados ao câmbio na dívida diminui consideravelmente no decorrer dos anos seguintes, até chegar ao final de 2006 com menos de 1% de participação sobre a dívida pública interna.

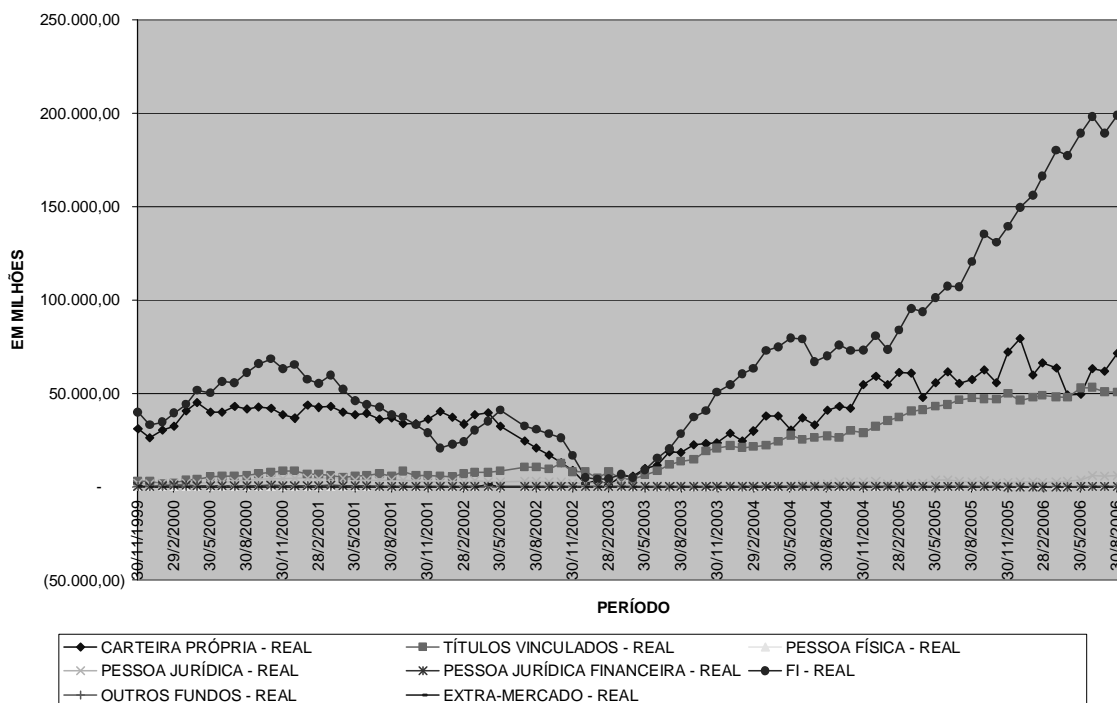
Destaca-se entre os detentores dos títulos indexados ao câmbio, a carteira-própria, que passou de R\$ 61.776,91 milhões em novembro de 1999, para R\$ 118.475,37 milhões em outubro de 2001, sendo que no final de 2006 teve uma redução para R\$ 4.026,00 milhões.

Outro detentor que chama a atenção são os outros fundos, que no período analisado é o único que não sofre muitas variações, chegando ao final de 2006 sendo o maior detentor de títulos indexados ao câmbio.

Diferentemente dos títulos indexados ao câmbio, os títulos prefixados possuem uma trajetória completamente inversa, como mostra a figura 3. Observando os gráficos das figuras 2 e 3 reparamos que nos períodos em que o gráfico de títulos indexados ao câmbio apresentava uma tendência positiva, os títulos prefixados apresentavam uma tendência negativa, e vice-versa.

Essa relação inversa é resultado da procura dos investidores por uma maior rentabilidade e um menor risco. Quando existe algum tipo de crise econômico, qual seja o motivo, as variáveis econômicas brasileiras são afetadas, os investidores vão querer obter maiores rentabilidades e vão preferir obter títulos atrelados a variáveis como a taxa de câmbio e a taxa de juros para se protegerem das oscilações do mercado, todavia, quando existe uma estabilidade na economia, uma perspectiva de diminuição da taxa de juros, os títulos pós-fixados não são muito atrativos, pois não serão tão rentáveis e possuem um risco grande, então os títulos prefixados, que fornecem menos risco, já que a rentabilidade é conhecida no momento que se compra esse título, se torna uma opção mais atraente.

Figura 3 - Títulos Prefixados : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Observando a figura 3, no final de 1999 a participação da dívida prefixada aumentou, de 12,9% para 21% ao final de 2000. Resultado da estratégia do TN de diminuir a volatilidade da dívida, aproveitando o momento próspero nos mercados internacionais e da trajetória consistente dos fundamentos macroeconômicos internos.

No início de 2001, com a crise na Argentina e a redução do crescimento global, o quadro se inverte, começa a existir uma diminuição da participação dos títulos prefixados no conjunto da dívida. É claramente visível na figura 3 que a partir do início de 2001 até começo de 2003, a diminuição desse tipo de título no mercado aberto.

A principal mudança ocorrida na figura 3 é o período entre início de 2002 até início de 2003. Com as eleições para presidente do Brasil e com a vitória de um candidato de esquerda, os investidores internacionais estavam desconfiados das medidas que o novo presidente, Lula, tomaria. Refletindo assim, numa desvalorização do câmbio e um aumento da taxa de juros, fazendo com que a parcela dos títulos prefixados no estoque da dívida mobiliária em poder do público diminuísse de 21% no final de 2000 para 2,2% no final de 2002.

Apesar do pessimismo quanto a postura que o atual presidente tomaria, no decorrer de 2003 os títulos prefixados decolaram, devido a sólida economia macroeconômica montada pelo governo que fez com que os juros diminuíssem.

Observando a figura 4, é claramente percebido que os investidores domésticos (representados pelas carteiras dos Fundos de Investimentos Financeiros (FI) e pelas carteiras próprias das instituições financeiras) são os que mais detêm títulos indexados a Selic, e que a carteira de FI durante o período analisado é quase sempre maior que as carteiras próprias, apenas num breve momento, dezembro de 2001 até janeiro de 2003, a participação das carteiras próprias aparecem como os principais detentores de títulos indexados a Selic.

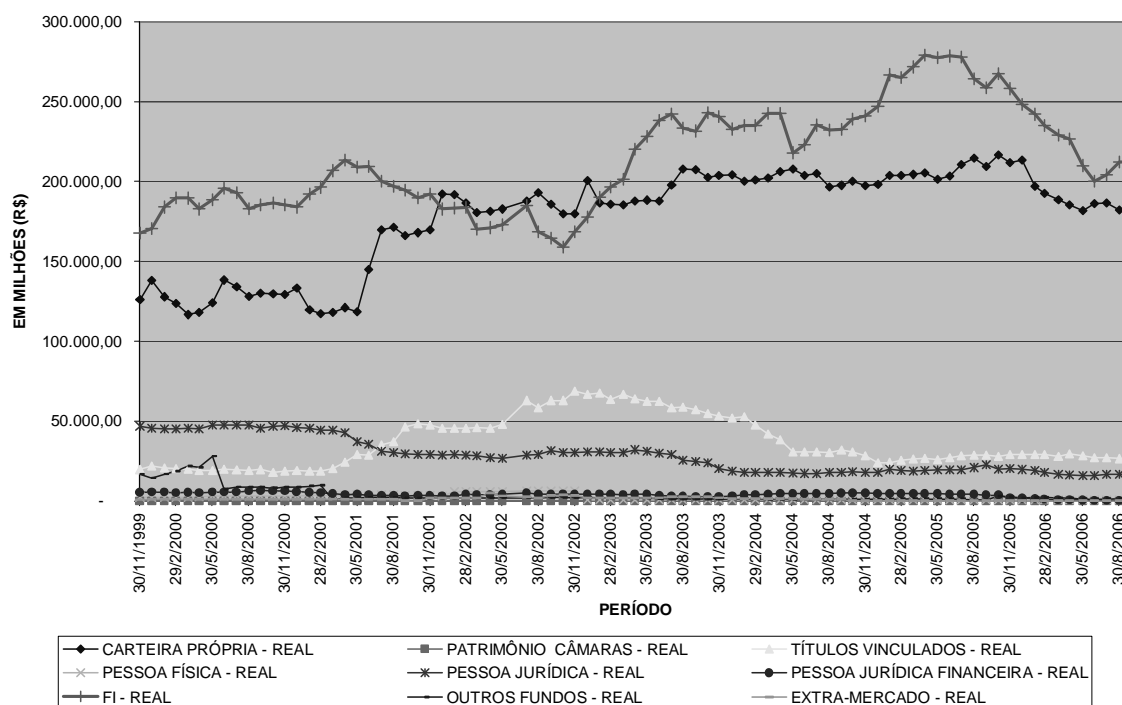
Os pontos em que há uma maior variação na participação no total da DPMFi por títulos indexados a Selic são quando há instabilidade econômica, tanto interna como externa. Porém, comparando com as variações dos outros indexadores existentes nos títulos públicos, as variações são bem menores, por esse tipo de indexador ser um investimento que forneça, no mínimo, uma preservação do investimento sobre a inflação no período.

Então, quando não existir um ativo financeiro no mercado aberto atrativo, a preferência dos investidores é pelos títulos indexados a taxa Selic. Já que a economia está sempre oscilando, investidores mais conservadores vão sempre preferir os títulos que possuem menos risco e uma rentabilidade razoável.

No primeiro trimestre de 2001, quando ocorreu a crise na Argentina e a desaceleração da economia americana, existiu um aumento dos títulos em poder do público indexados a Selic. Essa pequena variação é visível na figura 4.

Em 2002, a economia brasileira volta a se recuperar devido ao crescimento acima do esperado da economia americana, resultando em baixos níveis de inflação. Com isso, ocorre uma diminuição da participação na dívida total de títulos indexados a Selic, porém com as eleições no segundo semestre de 2002, o Copom faz sucessivos aumentos na taxa Selic gerando uma maior participação dos títulos indexados a Selic na dívida pública chegando ao final de 2002 em 60,8%.

Figura 4 - Títulos indexados a taxa Selic : 1999 a 2006



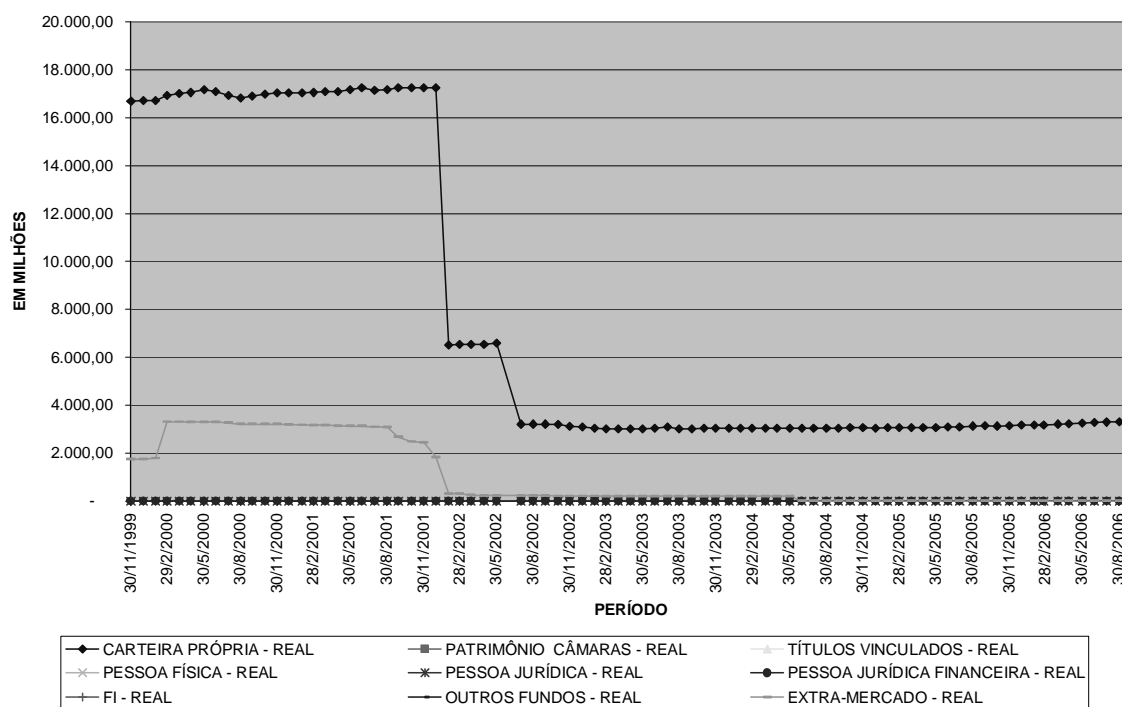
FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

A gradual diminuição da participação dos títulos indexados a Selic que começou em 2005 se deve a condução da política monetária, feita pelo BC. O mercado projetou progressivamente reduções nas taxas de juros, e diminuiu as emissões para 7,6% em novembro, antes em janeiro desse mesmo ano era de 61,7% do total dos títulos emitidos.

Os títulos indexados a variação da taxa de Selic, se comparados a todos os outros, títulos indexados ao câmbio, títulos prefixados, títulos indexados a TR, títulos indexados ao IPCA e títulos indexados ao IGP-M, são os títulos que detêm a maior participação no mercado aberto ao longo do período, 1999 a 2006.

Os títulos indexados à TR tiveram em janeiro e fevereiro de 2002 uma troca por títulos indexados ao IPCA, estratégia utilizada pelo BC em mudar o perfil da dívida mobiliária nos primeiros meses do ano. O que determinou a queda dos títulos indexados à TR e aumento dos títulos indexados aos preços.

Figura 5 - Títulos indexados a TR : 1999 a 2006

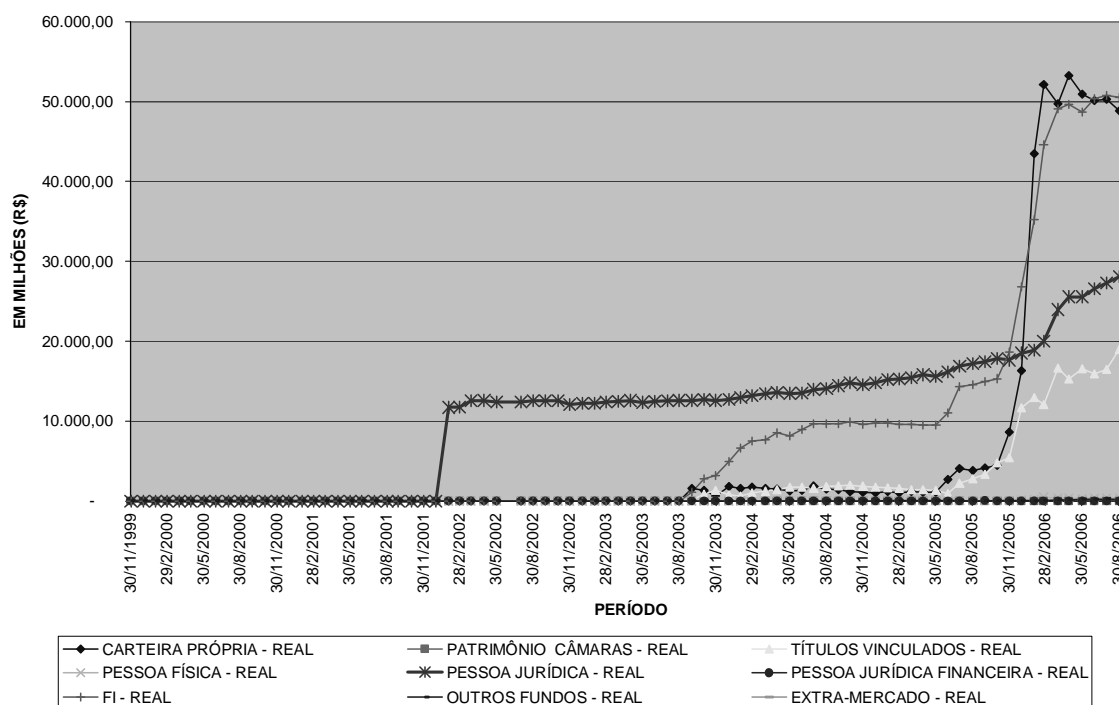


FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Na figura 5, fica bem clara a rápida queda sofrida pelos títulos com rentabilidade da TR no período de janeiro e fevereiro de 2002, passaram de R\$ 17.263,71 milhões em dezembro de 2001 para R\$ 6.518,62 milhões em fevereiro de 2002. Já os títulos indexados ao IPCA tiveram um aumento neste mesmo período, de dezembro de 2001 até fevereiro de 2002, passando de sem nenhuma expressão monetária para R\$ 11.720,18 milhões, como mostra a figura 6.

As pessoas jurídicas foram os principais detentores de títulos atrelados ao IPCA até novembro de 2005, quando os FI e as carteiras próprias passaram a deter mais.

Figura 6 - Títulos indexados ao IPCA : 1999 a 2006

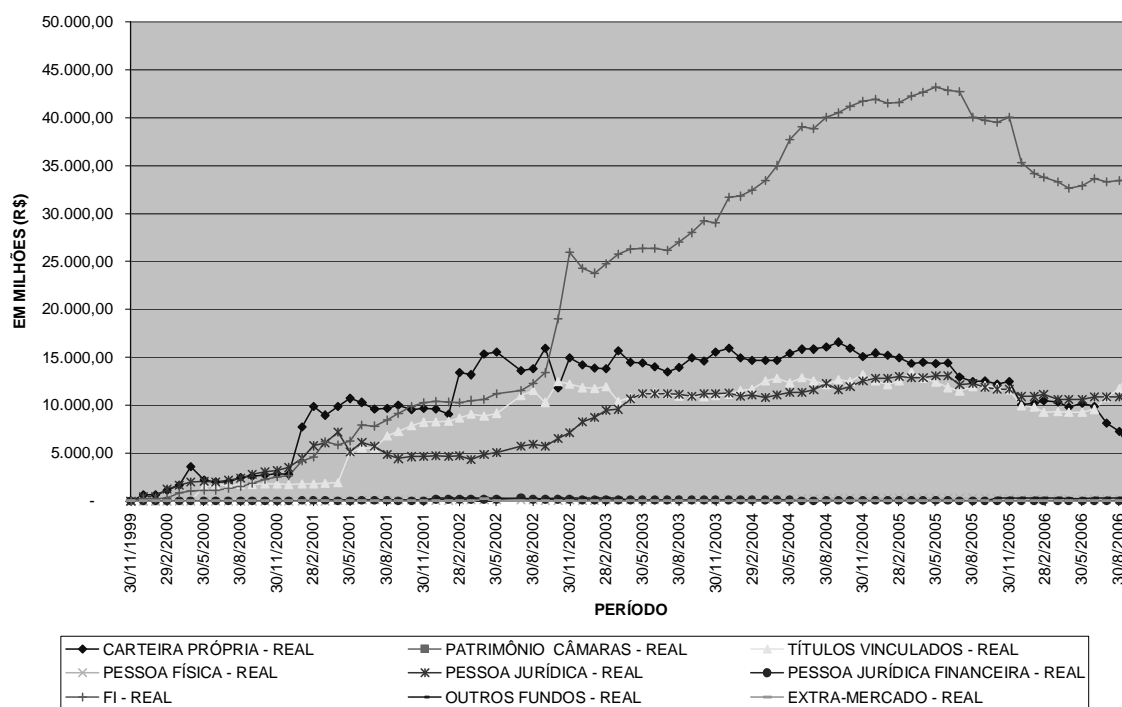


FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Os títulos indexados ao IGP-M voltaram a apresentar crescimento a partir de dezembro de 1999, o que pode estar ligado ao desenvolvimento dos fundos de pensão, instituições estas que são grandes demandantes deste tipo de títulos, já que possuem seus passivos atrelados aos índices de inflação. Também este crescimento estaria ligado à tentativa das autoridades de alongar a dívida, já que estes tipos de indexadores permitem um alongamento dos prazos sem efeitos colaterais nocivos sobre as contas públicas em momentos de crise.

Analisando a figura 7 pode-se perceber que os títulos indexados ao IGP-M a partir de dezembro de 1999, quando voltaram a ser emitidos, até o segundo semestre do ano de 2002 teve uma trajetória ascendente mais discreta. Porém com as expectativas de elevação da taxa de juros e depreciação cambial, causadas pela eleição presidencial, os títulos indexados ao IGP-M teve uma maior participação nas colocações do TN, resultando, como mostra na figura 7, uma mudança na trajetória. Aumentou-se a participação dos FI, que em setembro de 2002 era de R\$ 13.362,39 para em novembro desse mesmo ano R\$ 25.977,30. Essa trajetória ascendente só iria mudar no segundo semestre de 2005, onde passou a ser descendente, devido às sucessivas diminuições da taxa de juros e diminuição da inflação.

Figura 7 - Títulos indexados ao IGP-M : 1999 a 2006



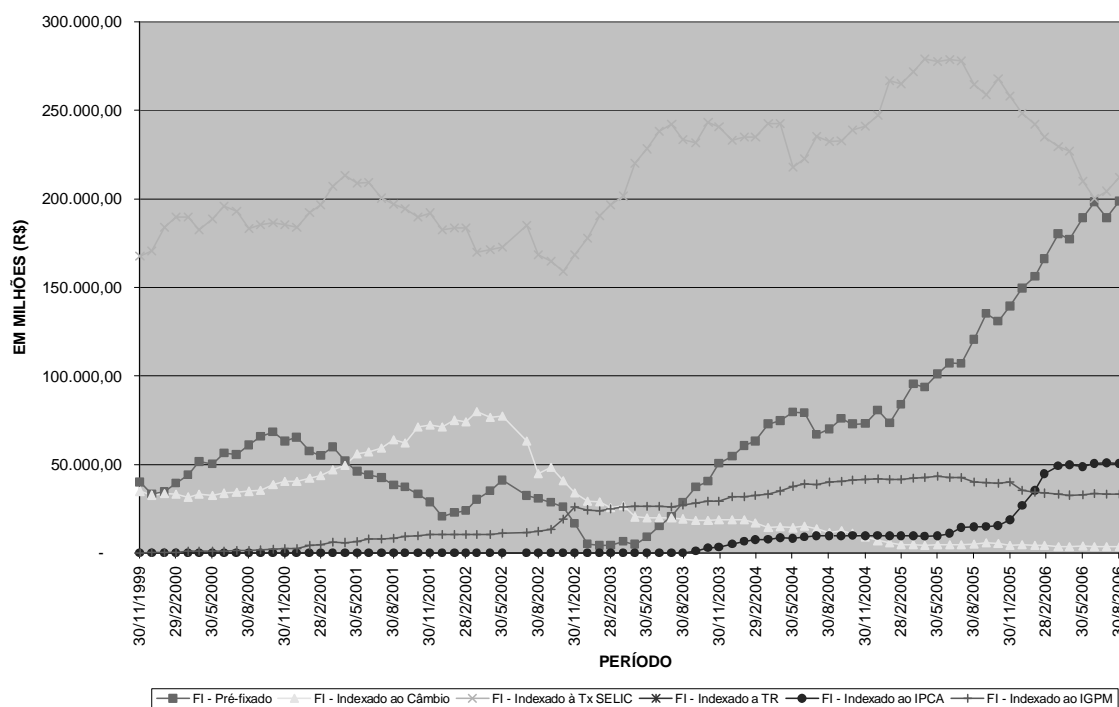
FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

4.2.2 Títulos Federais em Poder do Público por Detentor

Dois grupos de detentores de títulos da dívida mobiliária federal se destacam, os FI e os possuidores de carteira própria, que, somados, detêm a propriedade de 82% da Dívida mobiliária federal.

Os FI são entidades contábeis geridas por bancos comerciais ou banco de investimentos e são propriedades de seus cotistas. Os cotistas de Fundos de Investimentos são formados por pessoas físicas e jurídicas que chegam a milhões dentro de algumas centenas de fundos oferecidos por bancos nacionais. Eles correspondem a 47% da dívida pública mobiliária federal está distribuída em grandes, médios e pequenos investidores dentro dos FIs.

Figura 8 - Fundos de Investimentos (FI) : 1999 a 2006

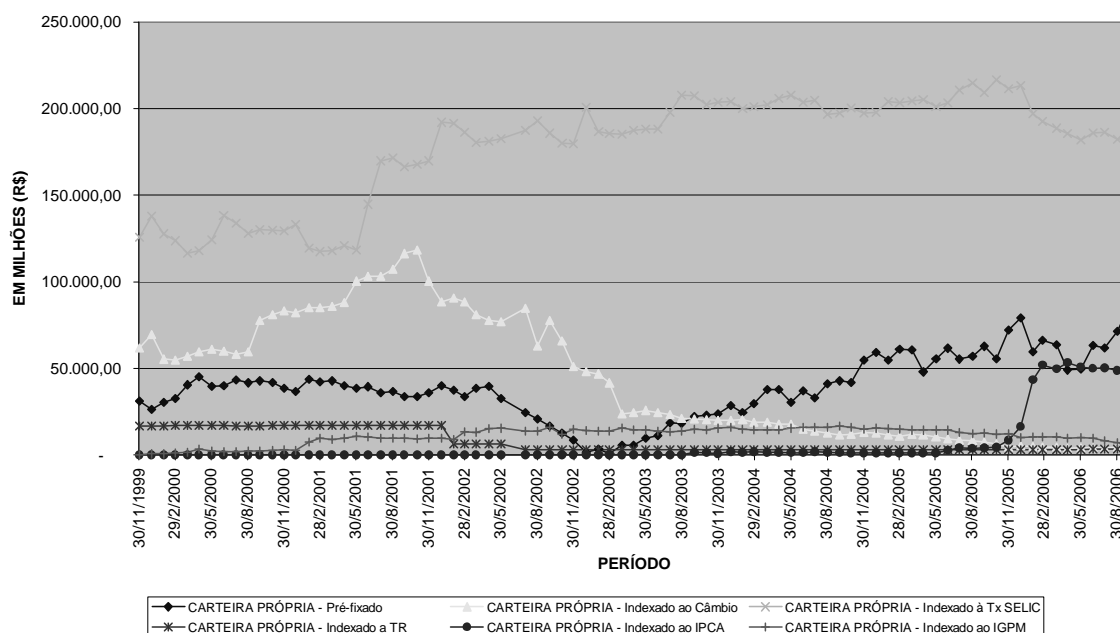


FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Observando a figura 8 verificamos que, desde o começo de 1999 até final de 2006, os títulos indexados pela taxa Selic são os mais adquiridos pelos FI. Mas, na metade do ano de 2005 a trajetória ascendente que existia termina. Os FI passam a preferir os títulos prefixados, passando a ter uma nova trajetória, com relação aos títulos indexados a taxa Selic e os prefixados. Enquanto a trajetória dos títulos prefixados é ascendente, já dos títulos indexados a taxa Selic é descendente. Terminando com as idênticas variações ocorridas nos períodos anteriores com relação a esses dois papéis. No final de 2006 os títulos prefixados participam na composição do FI em R\$ 212.250,00 milhões e os títulos indexados a taxa Selic em R\$ 206.866,00 milhões, totalizando numa diferença de R\$ 5.384,00 milhões, valor muito menor do que ocorria antes da mudança da trajetória desses dois tipos de rentabilidade, que em abril de 2005, era de R\$ 185.521,54 milhões.

Os possuidores de carteira própria de títulos públicos, que correspondem a 35% da dívida mobiliária federal, representam poucas dezenas de entidades bancárias.

Figura 9 - Carteira Própria : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

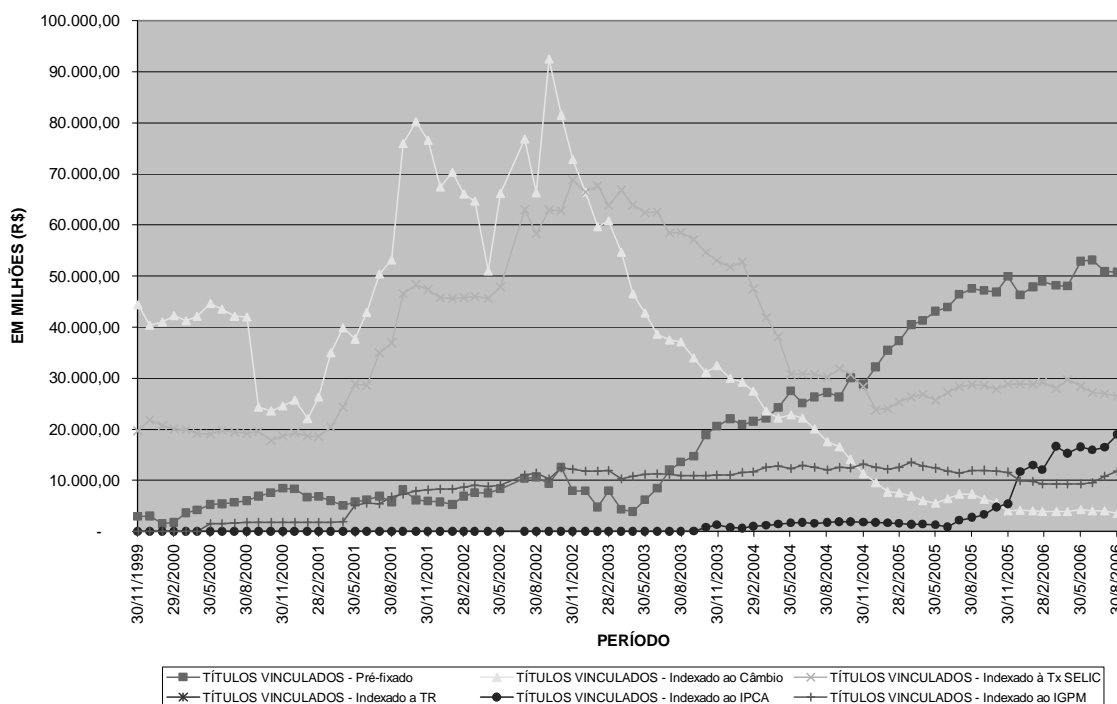
A composição da carteira própria de títulos públicos teve como seu principal título, os títulos indexados pela taxa Selic. Em todo o período, que vai de 1999 até 2006, foi a que teve a maior participação na formação da carteira própria.

Observando a figura 9, confirmamos o que foi dito anteriormente, e também podemos observar que num breve momento, segundo e terceiro trimestre de 2001, a participação na carteira dos títulos indexados ao câmbio quase se equipara a dos títulos indexados pela taxa Selic, devido a desvalorização do Real, que fizeram com que o detentor (carteiras próprias) parassem de preferir títulos indexados a taxa Selic (notamos que nesse período existe uma constância desses papéis) e começassem a apostar em títulos indexados ao câmbio, mas em setembro de 2001 a trajetória ascendente dos títulos atrelados a variação cambial muda de rumo, e vai caindo até chegar ao final de 2006 com R\$ 4.026,00 milhões.

Ainda analisando a figura 9, a trajetória ascendente, depois das eleições, dos títulos prefixados é justificada pela confiança que os investidores, inclusive das carteiras próprias, tinham na economia brasileira. Assim, os títulos prefixados chegam ao final de 2006 sendo o

segundo, na preferência da carteira própria, com R\$ 84.997,00 milhões, seguidos pelos títulos indexados ao IPCA, com R\$ 49.263,00 milhões, durante o mesmo período.

Figura 10 - Títulos Vinculados : 1999 a 2006

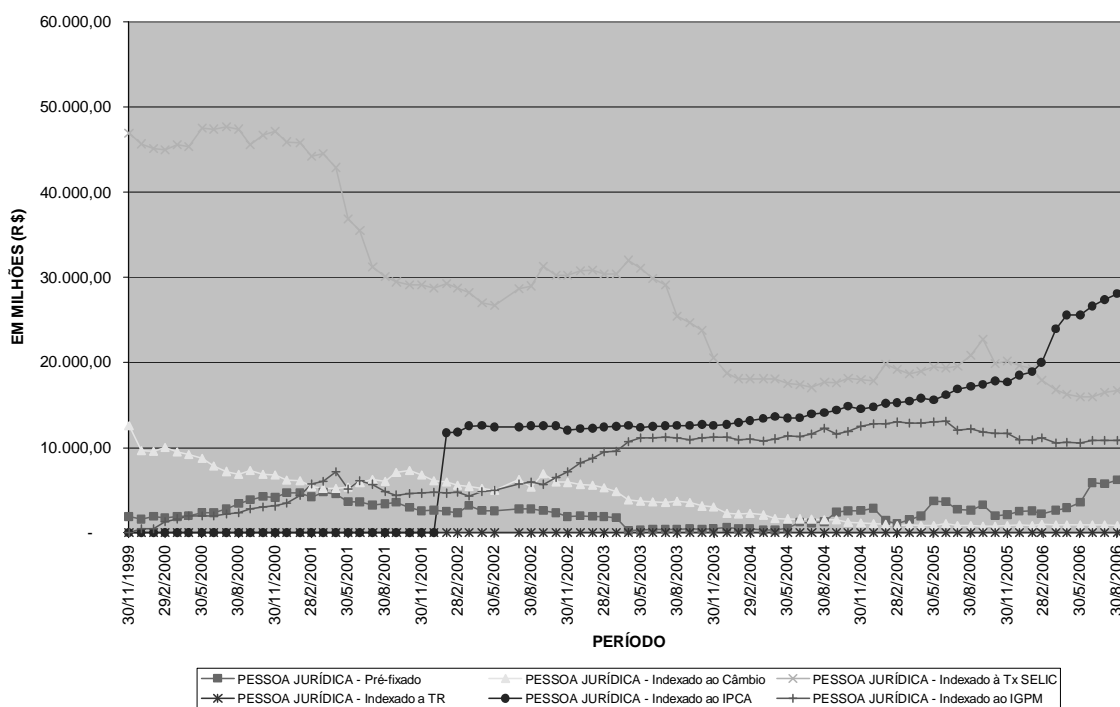


FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Analisando a figura 10, observamos que a carteira para os títulos vinculados está em constante mudança e possuem grandes oscilações.

São três os tipos de indexação, oferecidas pelos títulos da dívida, que alternam como tendo a maior participação na carteira de títulos vinculados. Os títulos indexados ao câmbio são os que mais têm participação na carteira no período de final de 1999 até novembro de 2002, quando os títulos indexados a Selic passam a ter maior participação, que também tem sua participação superada em novembro de 2004, pelos títulos prefixados, estes que vão chegar ao final do período participando com 43,56% do total da carteira de títulos vinculados.

Figura 11 - Pessoa Jurídica não Financeira : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

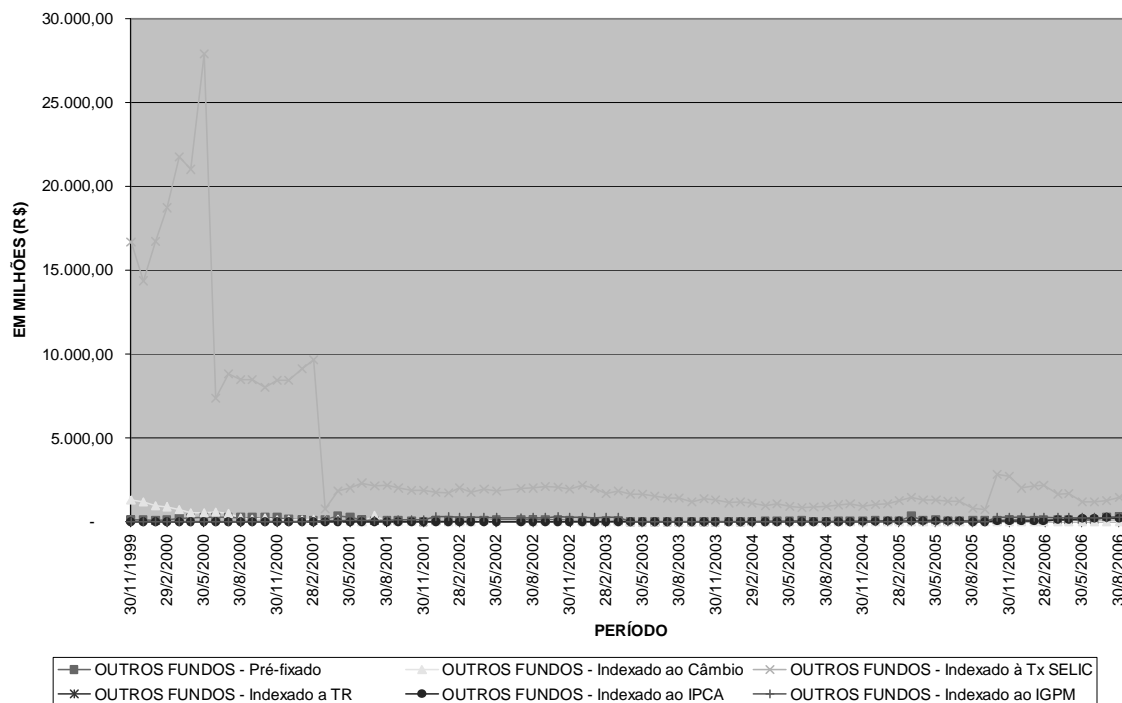
Ao longo do período de 1999 até 2006 o comportamento dos títulos indexados a taxa Selic e títulos indexados ao câmbio são de uma trajetória descendente na composição da carteira de pessoa jurídica não financeira. Porém, ao contrário dessa trajetória os títulos indexados a índices de preços, IPCA e IGP-M, têm uma trajetória ascendente, Como mostra a figura 11.

Em dezembro de 2001, aproveitando da estratégia do BC de trocar títulos indexados a TR por títulos indexados ao IPCA, os títulos indexados ao IPCA são adquiridos para fazer parte da carteira das pessoas jurídicas não financeiras, a partir desse momento, esses papéis tiveram uma trajetória ascendente, chegando ao final de 2006 como sendo o título com maior participação na formação da carteira, com R\$ 29.133,00 milhões. Já os títulos indexados ao IGP-M, tiveram uma trajetória ascendente também, mas não tão significativa quanto ao dos títulos indexados ao IPCA.

Existem outros três detentores de títulos públicos federais que são: Outros Fundos, Pessoa Jurídica Financeira e Pessoa Física. Porém como mostra nas figuras 12, 13 e 14 são detentores que possuem em sua carteira um percentual pequeno do total de títulos federais em

poder do público. E têm em comum, ao decorrer do período (1999 a 2006) a diminuição ainda maior da participação dos títulos em suas carteiras. Chegando ao final de 2006, considerando os três detentores, com menos de 1% do total de títulos federais em poder do público.

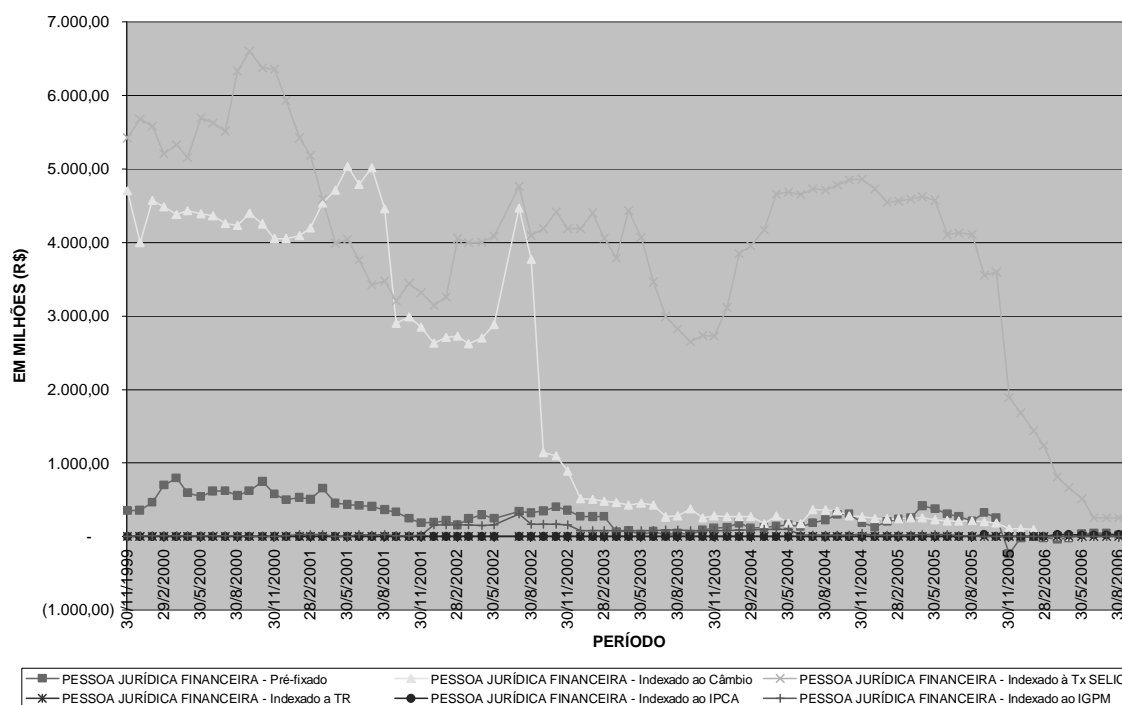
Figura 12 - Outros Fundos : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

Com relação aos outros fundos, sua carteira é formada quase em sua totalidade, por títulos indexados a taxa Selic. Como mostra a figura 12, os títulos indexados a Selic, num primeiro momento, de 1999 até maio de 2000, têm uma elevação. Após essa trajetória ascendente acontece uma queda brusca que permanece até final de 2006, diminuindo de R\$ 27.917,73 em maio de 2000, para chegar ao final de 2006 com R\$ 1.598,00 milhões.

Figura 13 - Pessoa Jurídica Financeira : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

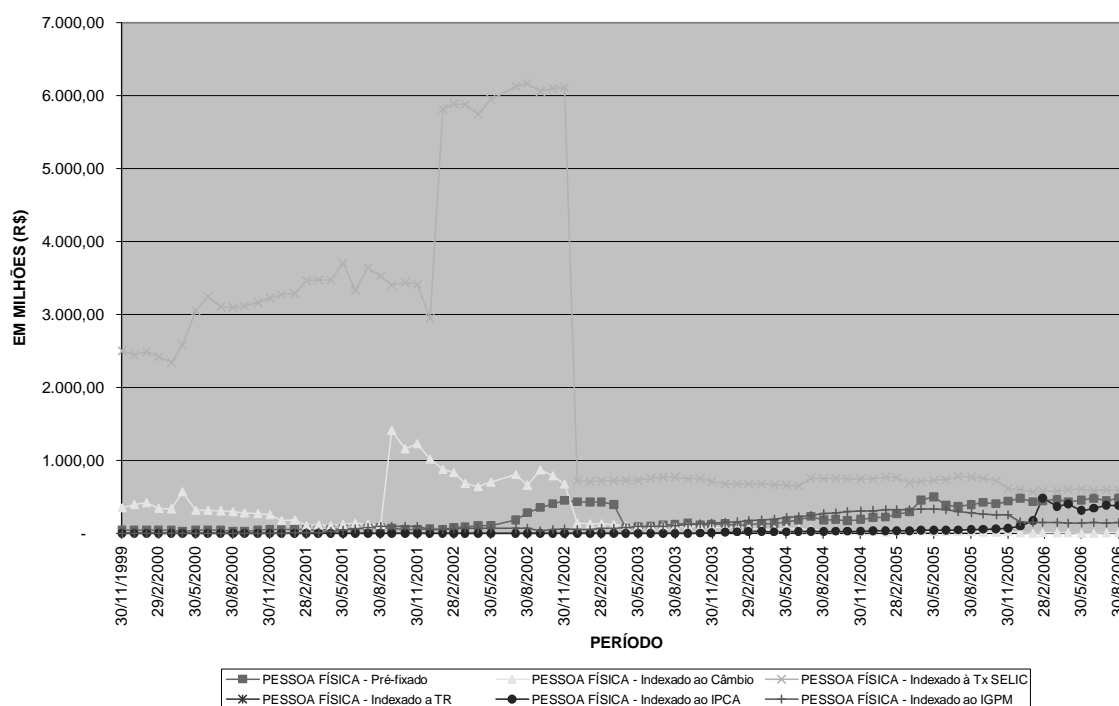
A carteira das pessoas jurídicas financeiras detém como principal ativo os títulos indexados a taxa Selic. Contudo, como já qualificado anteriormente, a tendência descendente da participação em títulos públicos, faz com que os títulos indexados a Selic cheguem ao final de 2006 com uma pequena participação no total de títulos em poder do público, de R\$ 250,00 milhões.

Dê forma idêntica aos dois últimos detentores apresentados anteriormente, a carteira de pessoa física tem como principal ativo os títulos indexados a Selic. Possuem o mesmo desfecho no período, chegam ao final de 2006 com uma pequena participação no total de títulos em poder do público, de R\$ 599,00 milhões.

Porém, a trajetória descendente da diminuição na participação do total dos títulos da dívida em poder do público é diferente das apresentadas anteriormente. Como mostra a figura 14, em novembro de 2002, momento de especulações sobre as eleições, há uma queda brusca dos títulos indexados a Selic dentro da carteira, passando de R\$ 6.112,15 milhões, em novembro de 2002 para R\$ 725,17 milhões em dezembro de 2002. Em apenas um mês a retirada desse ativo da carteira foi muito rápida. Como não mostra na figura 14, os títulos indexados a

Selic mostraram-se constantes até final do período. Como mais nenhum outro título da dívida aparece aumentando, podemos concluir que o recurso financeiro até então investido em títulos da dívida foi reinvestido em outro ativo financeiro.

Figura 14 - Pessoa Física : 1999 a 2006



FONTE: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria

4.3 RESULTADOS

Os resultados obtidos, após uma análise gráfica dos dados coletados, permitem afirmar que há um aumento dos títulos federais em poder do público ao longo do período (1999 a 2006). Sendo que, no decorrer dos anos, por causa da influência das variáveis (taxa de juros e taxa de câmbio), os detentores dos títulos vão sempre procurar a rentabilidade oferecida pelo título que lhe garanta maior rentabilidade e menor risco, fazendo com que os gráficos variem bastante.

Assim, os detentores de títulos federais tomam a decisão de investir em algum título, observando as oscilações da economia mundial e nacional, que influenciam as variáveis. Como quando ocorreu no primeiro trimestre de 2001, com a crise Argentina, em que teve reflexo na economia nacional, fazendo que o câmbio desvalorizasse e aumentasse a inflação, como no Brasil se tem meta de inflação e um dos instrumentos para controlá-la, o mais rápido e eficiente, é a taxa Selic, está teve um aumento também para evitar uma fuga do capital externo. Nesse contexto, os títulos indexados ao IGP-M, a variação do câmbio, e a taxa Selic obtiveram um aumento, destaca-se os títulos indexados ao câmbio. Em contrapartida, os títulos prefixados tiveram uma diminuição, por causa do aumento da taxa Selic.

Outro acontecimento marcante é a eleição presidencial no segundo semestre de 2002, tendo um candidato de esquerda na frente das pesquisas e que posteriormente consolida sua vitória, fez com que a desconfiança do mercado internacional fosse muito grande, a incógnita de como Luiz Inácio Lula da Silva iria governar o país teve reflexo no mercado aberto de títulos públicos. Os títulos prefixados tiveram uma diminuição enorme, a maior do período, os títulos indexados ao câmbio, que estavam diminuindo, voltam a aumentar sua participação na dívida interna, no meio de um mercado fragilizado pela desconfiança, os títulos indexados a taxa Selic e aos índices de preços tiveram um aumento também significativo. Mas com medidas tomadas pelo presidente, as incertezas deixam de existir, os títulos indexados ao câmbio começam a cair, essa queda vai até o final de 2006, os títulos prefixados, com sucessivas diminuições na taxa de juros, feitos pelo Copom, voltam a crescer sem terem uma queda se quer até o final de 2006. Os títulos indexados a taxa Selic se mantêm constantes, sem nenhuma grande oscilação, até o final de 2006.

Dois grupos de detentores de títulos da dívida mobiliária federal se destacam: os fundos de investimentos (FI) e os possuidores de carteira própria. Ambos, somados detêm 82% da dívida mobiliária federal. Eles têm em comum a predominância dos títulos indexados a taxa Selic em suas carteiras. Porém no final de 2006 os títulos prefixados ganham espaço nas carteiras, tirando um pouco a participação dos títulos indexados a Selic. Esse movimento é explicado pelo bom desempenho que a economia brasileira apresentou nesse período, levando os investidores mais cautelosos saírem da proteção da rentabilidade da taxa Selic e apostarem nos títulos prefixados, especulando futuras reduções na taxa de juros e ganhos maiores.

A carteira montada pelos títulos vinculados teve, até final do ano de 2002, como principal ativo os títulos indexados ao câmbio. Porém, após as eleições, com a recuperação da credibilidade da economia brasileira, os títulos pós-fixados, que eram a maioria da carteira, passam a diminuir sua participação. A carteira dos títulos vinculados chega ao final de 2006 tendo como maioria de sua composição os títulos prefixados.

Diferente das carteiras apresentadas anteriormente, a carteira de pessoa jurídica não financeira tem uma troca de títulos indexados a taxa Selic por títulos indexados aos índices de preços, sendo que o IPCA, no final de 2006, têm maior participação dentro da carteira do que o IGP-M. Esse detentor, ao fazer essa mudança na escolha da carteira, deixa claro sua intenção de proteção da inflação. Porém, também deve-se comentar que há, do lado do detentor, uma certa desconfiança no comprimento das metas de inflação por parte do governo, pois apostam numa alta da inflação, já que querem tanto ficar protegidos a ela. Comparando-o com os principais detentores (FI e carteira própria) analisam de forma diferente a economia brasileira, enquanto a maioria (os principais detentores detêm 82% do total da dívida mobiliária federal) prefere ficar com títulos indexados a taxa Selic, achando que possui menor risco e maior rentabilidade, tem a preferência em títulos indexados pelo IPCA.

Os detentores outros fundos, pessoa jurídica financeira e pessoa física, têm em comum possuir em suas carteiras, em todo o período, como principal título, os que são indexados a taxa Selic, e também possuem outra familiaridade, chegam ao final de 2006 com uma redução de recursos investidos em títulos federais. Passam a desconfiar desse investimento, se é o mais rentável e mais seguro, por isso vão procurar outro ativo financeiro para investir.

CONCLUSÃO

O objetivo central deste trabalho foi avaliar os diversos detentores de títulos federais em poder do público negociados no mercado aberto brasileiro no período de novembro de 1999 até dezembro de 2006, como também, determinar os motivos que levaram a preferência dos investidores em determinado tipo de título público, considerando a rentabilidade que cada um oferece como prêmio.

A partir da análise gráfica dos detentores de títulos federais em poder do público, verificou-se que os fundos de investimentos e as carteiras próprias são os principais detentores de títulos públicos, somando os dois, ao final de 2006 detêm 82% do total de títulos em poder do público. Ambos possuem na composição de suas carteiras a preferência por títulos indexados a taxa Selic e títulos prefixados, estes últimos começaram a ter maior participação depois do segundo semestre de 2003. Com menor participação no total dos títulos públicos, as carteiras dos títulos vinculados e da pessoa jurídica não financeira, detêm em sua composição respectivamente, a preferência por títulos indexados ao câmbio numa parte do período e em outro, títulos prefixados e a preferência de títulos indexados a taxa Selic em grande parte do período e em outro bem mais curto, porém mais atual, a preferência por títulos indexados ao IPCA.

Verificou-se ainda, que os detentores dos títulos federais pessoa jurídica financeira, outros fundos e pessoa física, possuem como semelhança a predominância na composição de suas carteiras os títulos indexados a taxa Selic, e também, têm em comum a diminuição da participação de suas carteiras em títulos públicos. Comparando com o início do período, novembro de 1999 todos chegam ao final do período, dezembro de 2006, detendo uma parcela bem menor de títulos públicos federais. Importante lembrar que a trajetória descendente desses três detentores citados anteriormente no total de títulos públicos em poder do público não é relevante, pois todos detêm uma pequena parcela de títulos, e no geral (considerando todos os detentores de títulos públicos) é claro o crescente aumento dos títulos públicos no poder do público ao longo do período de 1999 até 2006.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARVALHEIRO, Nelson. **A política monetária no Brasil pós-real: Pesquisa & Debate**. São Paulo, 2002.

COSTA, Fernando Nogueira. **Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista**. São Paulo: Makron Books, 1999.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do plano real: fundamentos, impactos e contradições**. São Paulo: Boitempo, 2003.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1998.

MARINHO, Henrique. **Política monetária no Brasil: da teoria à prática**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. Rio de Janeiro: LCT, 2000.

SHAPIRO, Edward. **Análise macroeconômica**. São Paulo: Atlas, 1985.

FONTES DE PESQUISA

BACEN. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 1999**. 1999. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel1999cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2000**. 2000. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2000cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2001**. 2001. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/re12001cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2002**. 2002. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/re12002cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2003**. 2003. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/re12003cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2004**. 2004. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/re12004cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2005**. 2005. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/re12005cap2p.pdf> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

BGN. **Títulos Públicos**. Disponível em:
<http://www.bgn.com.br/info_financeiras/info_financeiras_aplicacoes_titulos.php> Acesso em: 12 de maio, 2007.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº48**. 2000a. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº52**. 2001a. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº53**. 2001b. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº55**. 2001d. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº56**. 2002a. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº57**. 2002b. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº58**. 2002c. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº61**. 2003b. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº62**. 2003c. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº63**. 2003d. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº72**. 2006a. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº73**. 2006b. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº74**. 2006c. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.

_____. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº75**. 2006d. Disponível em < <http://www.ipea.gov.br/default.jsp> >. Acesso em: 20 de março, 2007.