

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TÍTULOS PÚBLICOS E OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Rafael Lagarrigue Dale

No. Matrícula 0016881-7

Orientador: Fabrício Mello

Junho de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TÍTULOS PÚBLICOS E OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Rafael Lagarrigue Dale

No. Matrícula 0016881-7

Orientador: Fabrício Mello

Junho de 2004

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Índice

1. Introdução	5
2. Dívida Pública	8
Composição da dívida pública.....	8
A importância das LTN's e LFT's para a dívida pública	11
3. Política Monetária	15
Política Monetária x Inflação	15
Evolução recente da inflação.....	17
Ação do Copom para atingir as metas de inflação	21
4. Títulos Públicos e Fundos de Investimento.....	24
Letras do Tesouro Nacional e Letras Financeiras do Tesouro	24
Simulação de um Fundo de Renda Fixa	28
Bibliografia.....	37
Anexo I – Portaria LTN.....	39
Anexo II – Portaria LFT	41
Anexo III – Decreto N° 3.859.....	45

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Composição da DPMFi (após swap).....	10
Gráfico 2 - IPCA – 1980 - 2004	16
Gráfico 3 - IPCA Julho 2002 – dezembro 2003	18
Gráfico 4 - Taxa Dólar 2002 - 2003	19
Gráfico 5 - Volatilidade Dólar (60 d.u.).....	20
Gráfico 6 - Evolução Expectativas IPCA 2003	20
Gráfico 7 - Evolução dos Títulos.....	28
Gráfico 8 - Volatilidade LTN (venc. 07/01/2004).....	29
Gráfico 9 - Evolução das LFT`s	30
Gráfico 10 - Ágio das LFT`s	30
Gráfico 11 - Evolução dos Gestores.....	33
Gráfico 12 - Performance Gestor A.....	34
Gráfico 13 - Performance Gestor B.....	34
Gráfico 14 - Performance Gestor C.....	35
Gráfico 15 - Volatilidade dos Gestores	35

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Títulos Públicos.....	24
Tabela 2 – Indicadores dos Títulos Públicos.....	32
Tabela 3 – Composição da Carteira	33

1. Introdução

Fundo de investimento é um condomínio que agrega recursos de diversos investidores com a intenção de formar uma carteira de grande valor. Estes investidores contratam os serviços de um profissional para ser o gestor e de uma entidade financeira para atuar como administrador, custodiante e distribuidor, geralmente um grande banco de varejo.

O gestor é um especialista do mercado financeiro que, através de uma equipe de profissionais altamente especializados, em constante sintonia com o mercado financeiro, determina quais são os títulos que compõem a carteira de investimento do fundo e como este irá operar.

O administrador se encarrega de executar todos os cálculos necessários, como valor da cota, resgates e aplicações. O valor da cota serve como referência para se efetuar a conversão dos recursos em cotas e vice-versa, a variação entre a cota de aplicação e a cota de saque corresponde ao ganho ou perda de capital.

Os Fundos de Investimento são uma forma simples de investir em um mercado financeiro, onde a complexidade e a diversidade aumentam a cada dia. Independente do valor aplicado, os investidores recebem o mesmo tratamento, rentabilidade, informações e, principalmente, a mesma assessoria na administração da carteira que um grande investidor receberia. Esta forma de investimento permite que pequenos investidores se beneficiem de inúmeras vantagens, tais como:

Gestão Profissional – os fundos são geridos por profissionais especializados que acompanham constantemente os diversos mercados.

Diversificação de Riscos – o grande volume de recursos permite o investimento em diversos mercados, setores e empresas, tornando-se menos sensível a movimentos de um determinado ativo.

Liquidez – como os fundos possuem recursos alocados em vários ativos diferentes é mais fácil a transformação de ativos em capital.

Redução de Custos – os custos referentes à administração e negociação do fundo são divididos entre todos os cotistas reduzindo-se assim o custo dos investimentos.

Economia de Escala – devido ao grande volume de recursos os fundos de investimentos possuem a capacidade de realizar operações mais elaboradas e mais dispendiosas.

Os profissionais envolvidos no processo são remunerados através da cobrança da taxa de administração, cobrada diariamente como um percentual sobre o patrimônio do fundo, que varia de fundo para fundo dependendo do tipo de fundo e da aplicação inicial exigida para ingressar no fundo, geralmente quanto maior a aplicação inicial menor será a taxa cobrada.

Os Fundos de Investimento podem ser abertos, fechados ou exclusivos. Os abertos admitem a participação de qualquer investidor, enquanto que os fundos exclusivos são restritos a apenas a um conjunto pré-determinados de participantes que são definidos pela instituição administradora do fundo. Já os fundos fechados não admitem a entrada de novos cotistas.

A indústria de fundos do Brasil no presente momento conta com cerca 30 categorias, mas isto está em transição. A CVM que regulara a indústria daqui para frente (anteriormente o Banco Central) colocou em audiência pública, no dia 17 de março de 2004, a minuta com a proposta de nova legislação de fundos de investimento. O documento traz mudanças significativas para os investidores e agentes do mercado, tais como: redução para apenas nove categorias de fundos (art. 102), mudança no conceito de investidor qualificado (art. 121) entre outras medidas para aumentar a transparência na indústria de fundos do mercado.

As nove categorias criadas são: Curto Prazo, Renda Fixa, Ações, Commodities, Dívida Externa, Multimercado, Previdenciários e Exclusivos. Outro ponto polêmico é o artigo 70 em que apenas fundos com aplicação inicial acima de R\$ 100 mil e com movimentação de R\$ mil poderão cobrar taxa de performance (cobrança cobrada pelos administradores sobre o que exceder o benchmark). Os investidores qualificados que até então eram aqueles com R\$ 250 mil investidos passara para R\$ 1 milhão, o que vai diminuir o número deste tipo de investidor no mercado brasileiro. A diminuição para 10% do patrimônio líquido do fundo o volume de operações compromissadas permitidas em carteira (art. 100) e para 10% da carteira em títulos de emissão do próprio grupo administrador (CDBs e outros títulos; art. 97), o que muitos acham que é uma forma de forçar o alongamento da dívida pública.

A CVM deixa claro no edital que o objetivo da nova regulamentação é de assegurar aos investidores e ao mercado o acesso a informações e dados sobre os fundos para o investidor reconhecer o tipo de fundo e seu grau de risco.

“O objetivo da presente norma é estabelecer um marco regulatório que crie as condições para o desenvolvimento competitivo da indústria e a ampliação da base de recursos disponíveis para financiar o desenvolvimento sustentável da economia nacional utilizando um instrumento sofisticado, porém acessível a todos os investidores.”

Os fundos de curto prazo, renda fixa e todos que se comparam com o CDI lastream suas carteiras com títulos públicos para garantir um retorno muito perto do CDI. Desta forma, os títulos públicos por serem considerados os de menor risco do mercado são utilizados como a base da carteira o que garante a grande aceitação dos títulos públicos no mercado e sua importância para a economia em geral, como veremos nos capítulos seguintes.

A monografia está dividida em quatro capítulos. Depois desta breve introdução, o texto apresenta a relação da dívida pública e os títulos públicos, no capítulo seguinte, comenta as características da política monetária e a inflação mais precisamente o sistema de metas para inflação. No quarto capítulo, demonstro como é o funcionamento de um fundo de renda fixa. Por último as conclusões da monografia.

2. Dívida Pública

Composição da Dívida Pública

A partir do início do Plano Real, a questão da administração da dívida pública mobiliária federal (DPMF) tem despertado crescente interesse no Brasil. Devido ao longo período de inflação crônica, a dívida pública existente no início do Plano Real era caracterizada por curtíssimos prazos de vencimento e alto grau de indexação – requisitos indispensáveis para rolagem da dívida em condições de alta inflação. Com a estabilização dos preços que o Plano Real propiciou passou-se a se colocar em questão que tipos de títulos a emitir: prefixados, indexados a índices de preços, à taxa de câmbio, ou à taxa de juros, e também a questão da maturidade (i.e. prazo ao vencimento) ideal dos títulos públicos, uma vez que decisões relacionadas à composição da dívida podem levar a variações substanciais nas despesas de juros do governo.

De acordo com o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2003, que define os objetivos do gerenciamento da dívida pública, os pontos chave para o ano em questão eram: alongamento dos prazos médios de emissão dos títulos públicos, o gradual declínio do percentual de dívida a vencer em 12 meses e a ampliação de títulos prefixados e indexados a índices de preços na composição da dívida.

Para alcançar tais objetivos o Tesouro Nacional pode implementar medidas por duas frentes, uma pelo lado da oferta e outra pelo lado da demanda. No lado da oferta de títulos públicos o Tesouro Nacional como sendo exclusivo fornecedor primário desses ativos, deu maior prioridade a emissões concentradas e de prazos mais longos (LTN e LFT), procurou-se também reduzir a indexação da dívida fazendo-se pela primeira vez o uso de títulos prefixados com pagamento de cupom com prazo de quatro anos. Destaca-se também a implantação de um novo sistema de dealers, com dois grupos: o de Dealers Primários, que lidam com as ofertas primárias e operações de money market, e o de Dealers Especialistas, voltados para operações no mercado secundário.

No lado da demanda o Tesouro Nacional não possui tanta autonomia, sendo necessário coordenar-se com investidores e demais agentes suas ações. Desta forma, diversas

ações foram tomadas para promover o aumento da base de investidores e o estímulo a negociação no mercado secundário. Destaca-se a aproximação, através de diversas reuniões, do Tesouro Nacional com entidades abertas e fechadas de previdência complementar, tradicionais demandantes de títulos públicos de prazos mais longos, ajudando a aceitação do programa de emissão de títulos indexados ao IPCA (NTN-B), e na implementação de um programa regular de resgates antecipados desses títulos e daqueles indexados ao IGP-M (NTN-C), para estimular a liquidez desses títulos de longo prazo. A venda de títulos públicos pela internet também se destacou em 2003, com aumento nas vendas e no número de investidores cadastrados no programa Tesouro Direto.

A composição da dívida e o alongamento dos prazos em 2003 tiveram uma consistente melhora. O percentual da dívida vincendo em 12 meses caiu de 41,1% para 35,3%, enquanto a participação dos títulos prefixados, quase desprezível no começo do ano, alcançou 12,5%. A ação coordenada, entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, para que não se vender títulos cambiais no mercado secundário contribuíram de forma significativa para que os objetivos de redução da exposição cambial da dívida pública fossem atingidos. Dentro da mesma estratégia, o Banco Central continuou a privilegiar os swaps como instrumento de política cambial os quais, também tiveram sua taxa de rolagem diminuída ao longo do ano como reflexo da melhora do ambiente macroeconômico. As emissões externas pautaram-se pela prudência, sem desperdícios de oportunidades vantajosas e consistentes, desta forma o BC captou aproximadamente US\$ 1,5 bilhões acima a meta para 2003 devido a boas oportunidades no mercado internacional.

A participação relativa de títulos públicos prefixados no volume total da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) cresceu de 2,2% no final de 2002 para 12,5% um ano após. Cabe ainda ressaltar a redução dos prêmios pagos ao longo do ano nos leilões de LTN. A elevação da participação de papéis indexados a índices de preços permitiu diminuir a participação de papéis indexados a taxa SELIC¹ ou ao câmbio. No decorrer do ano de 2003, a dívida indexada a índices de preços passou de R\$ 78 bilhões (12,5%) para R\$ 99,1 bilhões (13,6%). Esta variação pode ser explicada graças a forte queda da participação da dívida indexada ao câmbio e não a SELIC, uma vez que a dívida cambial recuou de 37% no final de

1 Taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento de um dia.

2002 para 22,1% no final de 2003 enquanto, que os títulos indexados a SELIC tiveram sua participação ampliada de 46,2% para 50,1% no mesmo período. Esta redução do passivo cambial pode ser explicada pela valorização do Real, bem como do resgate líquido dos títulos cambiais ocorridos no ano de 2003.

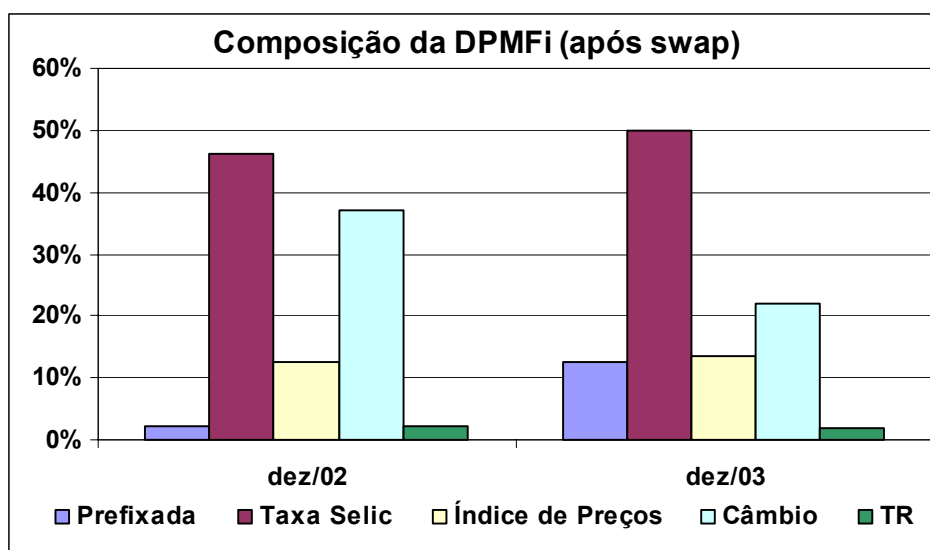


Gráfico 1

Em 2003, o estoque da Dívida Pública Federal cresceu nominalmente 8,1%, passando de R\$ 893,3 bilhões no final de 2002 para R\$ 965,8 bilhões no final de 2003 dentro das faixas estabelecidas pelo PAF 2003. Enquanto que a DPMFi cresceu nominalmente 17,4% para R\$ 731,4 bilhões no final de 2003, resultado também dentro das metas estabelecidas pelo PAF 2003. Metade deste crescimento pode ser explicado pelo aumento da demanda doméstica por títulos públicos que levou a uma redução do volume de operações de mercado aberto efetuadas pelo BC. Em contrapartida a Dívida Pública Federal Externa (DPFe) recuou 13,2% de R\$ 270,1 bilhões em dezembro de 2002 para R\$ 234,4 bilhões em dezembro de 2003, em sua maioria devido à valorização do câmbio no ano em questão.

Importância das LTN`s e LFT`s para a dívida pública

Em 31 de dezembro de 1964, a Lei 4.595 outorgou ao Banco Central o instrumento de política monetária, através de operações de compra e venda de títulos públicos federais conhecido como operações de mercado aberto. Antes disso, a credibilidade da dívida pública estava seriamente comprometida pois, estava associada a atrasos nos pagamentos e perda real de valor dos títulos, já que não existia mecanismos de correção monetária. Neste momento, o governo abusava da emissão de moeda para cobrir seus déficits orçamentários, gerando contínua inflação. Desta forma a demanda por títulos públicos era praticamente inexistente e restrita a situações em que a legislação tornava obrigatória a aquisição dos mesmos por entidades e instituições financeiras.

Em 16 de julho de 1964 foi promulgada a Lei 4.357 que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) instituindo a correção monetária, com o intuito de estimular a poupança doméstica e resgatar a credibilidade dos títulos públicos. As ORTNs estavam protegidas da inflação e ainda dispunham de pagamentos de cupons semestrais de juros que conseqüentemente reduziu o prazo de retorno do capital investido (menor “duration”²). A pontualidade nos resgates aliado a atraentes taxas reais de juros contribuíram para criar uma consistente demanda voluntária (em 1964 as emissões de ORTNs eram de Cr\$41 milhões e em 1969 de Cr\$5 bilhões).

Em 1973 as emissões de ORTNs foram suspensas e tiveram início as emissões de Letras do Tesouro Nacional (LTN), criadas pelo Decreto-Lei 1.079, de 21 de janeiro de 1970, por terem características simples as LTNs eram mais apropriadas para as negociações em um mercado aberto e em um curto espaço de tempo adquiriram alto grau de negociabilidade, ajudando a consolidar o mercado de títulos públicos no Brasil.

No início das atividades do BC, a condução da política monetária baseava-se na concessão de empréstimos de desconto (assistência financeira de liquidez) e na exigência de recolhimentos compulsórios. Com a evolução do mercado de títulos públicos, as operações de mercado aberto foram introduzidas, passando a ser um instrumento largamente utilizado em

² A duration de um título de dívida mede o tempo médio ponderado pelos pagamentos que, o credor terá de esperar para recebe-los. Ex: um título que não paga juros, apenas o principal na data de vencimento tem duration igual ao número de dias até seu vencimento.

intervenções que buscam eliminar desequilíbrios de curto prazo no mercado de reservas bancárias. A eficiência das operações de mercado aberto está diretamente relacionada ao dinamismo do mercado secundário de dívida pública que foi fortalecido na década de 70.

Desta forma, temos três instrumentos de política monetária que o BC pode utilizar para fazer variar a oferta de moeda e as taxas de juros: as operações de mercado aberto, que afetam a base monetária; mudanças na taxa de empréstimos de redesconto, que afetam a base monetária e a taxa de juros; e as mudanças nas exigências de reservas compulsórias, que afetam o multiplicador monetário.

As operações de mercado aberto são o mais importante instrumento de política monetária porque são os principais determinantes das mudanças nas taxas de juros e na base monetária. As compras em mercado aberto expandem a base monetária, elevando a oferta de moeda em poder do público e conseqüentemente reduzindo a taxa de juros de curto prazo. As vendas em mercado aberto contrai a base monetária, diminuindo a oferta de moeda em poder do público e conseqüentemente aumentando a taxa de juros de curto prazo.

Existem dois tipos de operações de mercado aberto: as operações dinâmicas, que tem por objetivo alterar o nível de reservas e a base monetária, e as operações defensivas que procuram compensar movimentos pontuais no nível de reservas e da base monetária. O BC realiza as operações de mercado aberto através da compra ou venda de títulos públicos, que possui em carteira, pois esses títulos possuem grande liquidez e volume de negociação.

As exigências de reservas bancárias sobre depósitos a vista afetam a oferta de moeda, através da mudança do multiplicador monetário. Um aumento na alíquota de depósitos compulsórios diminui o poder de criação de moeda dos bancos e, conseqüentemente contrai a oferta de moeda que leva a um aumento da taxa de juros da economia. A principal vantagem de se usar as exigências de reservas para controlar a oferta de moeda é que este instrumento afeta todos os bancos igualmente, em contrapartida tem um forte efeito sobre a oferta de moeda, de modo que pequenas variações na oferta de moeda são difíceis de se planejar variando a alíquota de depósitos compulsórios. Outro problema na variação da alíquota é que pode causar problemas de iliquidez de alguns bancos que não possuam reservas excedentes.

O empréstimo de redesconto serve para o BC desempenhar o papel de emprestador de última instância, que significa que os bancos podem contar com este empréstimo para se financiarem, quando não tiverem capacidade de cumprir com o nível de reservas compulsórias

necessárias. A grande vantagem deste instrumento é o de dar tranquilidade ao mercado financeiro quanto à liquidez das instituições financeiras. O empréstimo de redesconto é o último recurso a ser utilizado pelos bancos, pois envolvem custos: o dos juros representado pela taxa de redesconto, o custo de especulação que poderia surgir sobre a saúde do banco caso o mercado descobrisse a ajuda financeira, o custo de uma probabilidade maior de ter seu pedido recusado no futuro devido a idas freqüentes à janela de redesconto, e o custo de ter de passar por uma auditoria do BC sobre sua saúde financeira. Além disso, possui pouca eficácia quanto à condução da política monetária pois o BC não detém controle algum sobre o volume de empréstimos de redescontos.

Dentre as três políticas monetárias explicadas à cima as operações de mercado aberto apresentam inúmeras vantagens sobre as demais pois:

- As variações na oferta monetária feita através da compra ou venda de títulos públicos pelo BC ocorrem por iniciativa própria do BC que detém controle total sobre os volumes negociados, o que não ocorre nas operações de redesconto, que os bancos são quem decidem quando e quanto tomar emprestado através do redesconto.
- As operações de mercado aberto são muito precisas e eficientes, uma compra ou venda de títulos consegue a mudança desejada na base monetária com muita rapidez.
- As operações de mercado aberto são facilmente revertidas sem causar danos ou instabilidades no mercado financeiro.
- Não possuem nenhum tipo de burocracia para colocá-las em prática dando agilidade nas decisões do BC sobre a base monetária, o nível de reservas e a taxa de juros.

Desta forma podemos concluir que dentre os instrumentos de política monetária, as operações de mercado aberto são as mais eficientes e precisas, e para colocá-la em prática o BC necessita apenas realizar a compra ou venda de títulos para alterar a oferta de moeda e a taxa de juros de curto prazo. Assim sendo, os títulos públicos desempenham importante papel para a condução da política monetária e a administração da dívida pública através da manutenção da atratividade dos papéis do governo. De modo que a política consiga alcançar

seus objetivos: alto nível de emprego, crescimento econômico, estabilidade de preços, estabilidade da taxa de juros, estabilidade do mercado financeiro e estabilidade do mercado de câmbio estrangeiro.

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), administrado pela ANDIMA (Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto) é utilizado pelas instituições financeiras credenciadas para liquidação de seus negócios de forma imediata. As instituições após acertarem seus negócios envolvendo títulos públicos, transferem essas operações via terminal, ao SELIC, o computador por sua vez transfere o registro do título para o banco comprador do mesmo e faz o crédito na conta do banco vendedor, garantindo a validade da operação.

3. Política Monetária

Política Monetária x Inflação

O sistema de metas de inflação começou a ser discutido no início da década de 90 nos meios acadêmicos internacionais. Este modelo serve basicamente para coordenar as expectativas sobre inflação dos agentes econômicos em geral e especialmente do mercado financeiro, e ainda provê transparência para a condução da política monetária. Neste sistema o principal compromisso é com a estabilidade dos preços dos ativos reais, para isso o Banco Central fixa metas de médio prazo para a inflação e atua baseado em projeções de inflação realizadas através de modelos econométricos. A credibilidade da autoridade monetária é de extrema importância para o sucesso do sistema, desta forma desvios em relação a meta não são desejáveis. Entretanto não há como escapar de desvios, uma vez que o processo de previsão de inflação é resultante de parâmetros do modelo que podem mudar com o tempo ou devido a choques externos que estão além do controle do BC.

O primeiro país a adotar o sistema de metas para inflação foi a Nova Zelândia em 1990. Além de vincular o compromisso de estabilidade de preços ampliou a independência do Reserve Bank da Nova Zelândia, tornando-o de menos independente a um dos mais independentes dentre os bancos centrais dos países desenvolvidos. A lei estipulava que o ministro da fazenda e o presidente do Federal Reserve deveriam tornar público os objetivos de política monetária estabelecendo metas para que o desempenho da política monetária fosse avaliado. Posteriormente outros países aderiram ao sistema de metas para a inflação, como Canadá e Reino Unido.

No Brasil o sistema de metas para inflação foi introduzido em julho de 1999, seis meses após o fim do sistema de bandas cambiais e a adoção do câmbio flexível, visando encontrar uma nova âncora nominal em um período de temores de uma nova espiral inflacionária. O regime de metas de inflação conseguiu evitar este temor, com o IPCA de 1999 fechando em 8,9 %, ligeiramente acima da meta central, mas dentro do intervalo de tolerância admitido pelo BC. No ano seguinte o IPCA situou-se na meta de 6,0 %.

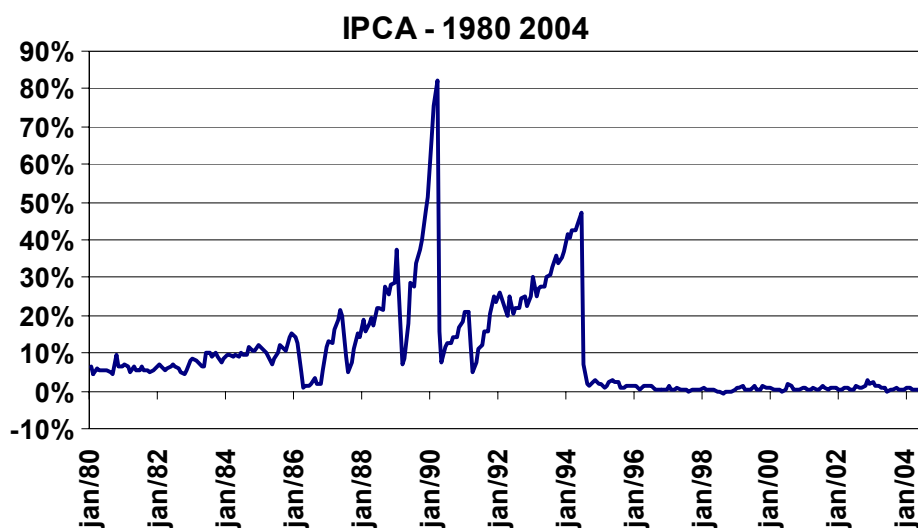


Gráfico 2

As metas de inflação são estipuladas pelo Comitê de Política Monetária COPOM³ em reuniões mensais. Os objetivos do COPOM são: implementar a política monetária, definir a meta da taxa Selic e seu eventual viés⁴, e analisar o Relatório de Inflação⁵. Desde 2000 as reuniões do COPOM ocorrem mensalmente, dividindo-se em dois dias. O COPOM é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil que inclui: o presidente, os diretores de política monetária, política econômica, estudos especiais, assuntos internacionais, normas e organização do sistema financeiro, fiscalização, liquidações e desestatização, e administração. No primeiro dia de reunião participam também os chefes dos

3 O Copom foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo Federal Open Market Committee (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo Central Bank Council, do Banco Central da Alemanha. Em junho de 1998, o Banco da Inglaterra também instituiu o seu Monetary Policy Committee (MPC), assim como o Banco Central Europeu, desde a criação da moeda única em janeiro de 1999. Atualmente, uma vasta gama de autoridades monetárias em todo o mundo adota uma prática semelhante, facilitando o processo decisório, a transparência e a comunicação com o público em geral.

4 Prerrogativa dada ao presidente do BC para alterar, na direção do viés, a meta para a taxa SELIC a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

5 Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (COPOM)

seguintes departamentos: departamento econômico (DEPEC), departamento de operações das reservas internacionais (DEPIN), departamento de operações bancárias e de sistema de pagamentos (DEBAN), departamento de operações do mercado aberto (DEMAB), departamento de estudos e pesquisas (DEPEP), além do gerente-executivo da gerência-executiva de relacionamento com investidores (GERIN), além de três consultores e o secretário-executivo da diretoria, o assessor de imprensa, o assessor especial e, sempre que convocados, outros chefes de departamento convidados a discorrer sobre assuntos de suas áreas.

No primeiro dia de reunião são apresentadas diversas análises de conjuntura econômica e no dia seguinte os membros acima citados fazem análises e projeções para a inflação e apresentam alternativas para a taxa de juros. No fim da reunião é feita votação das propostas e a decisão final, meta para a taxa Selic e viés, é informada para imprensa e expedido um comunicado através do sistema de informações do BC (SISBACEN). Na quinta-feira da semana posterior as 8h30 é publicada a ata da reunião, e trimestralmente é publicado o Relatório de Inflação, que analisa detalhadamente a conjuntura econômica e financeira do País e as projeções para a taxa de inflação.

A evolução recente da inflação brasileira

A história mais interessante a ser contada sobre inflação brasileira não é a do ano de 2003, mas a do ano de 2002, especialmente a forte aceleração da inflação no segundo semestre e como isto contaminou a inflação de 2003. A causalidade foi a seguinte: crise de confiança devido às eleições presidenciais que levaram a uma desvalorização cambial, contaminando o índice de preços ao atacado (IPA) pelos itens comercializáveis, depois transferência atenuada para o índice de preços ao consumidor (IPC).

O ano de 2003 foi extremamente favorável para o Brasil. A atuação do governo Lula superou todas as expectativas, com grandes realizações como choque de austeridade fiscal (com superávit de 4,25% do PIB), a aprovação da reforma previdenciária e a atuação firme do Banco Central, garantindo uma inflação de um dígito em 2003 e a redução da volatilidade da taxa de câmbio, gráfico 5.

O cenário externo foi muito favorável, com dois fatores fundamentais para o bom desempenho do país: a desvalorização do dólar em relação a outras moedas internacionais (euro, yen, etc) e o baixo nível das taxas de juros nas economias desenvolvidas do hemisfério norte, que aumentou extraordinariamente a liquidez mundial. Ambos os fatores contribuíram significativamente para que o governo obtivesse êxito na redução do endividamento indexado ao dólar que passou de R\$ 230,6 bilhões no final de 2002 para R\$ 161,4 bilhões no final de 2003, e a recomposição das reservas internacionais que aumentaram de US\$ 37 bilhões em dezembro de 2002 para US\$ 49 bilhões em dezembro de 2003 (30%), ainda que timidamente, sem que fosse exercida pressão sobre a taxa de câmbio. Além disso, o forte fluxo de recursos externos permitiu que o risco país⁶ fosse reduzido de maneira expressiva e que a bolsa brasileira apresentasse grande recuperação, encerrando 2003 com uma valorização de 97%.

Em 2003, a taxa de inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 9,3%, no primeiro trimestre de 2003 o IPCA acumulou 5,13%, ou 55% da variação anual. Mesmo com uma forte inflação no primeiro trimestre, a inflação acumulada no ano fechou apenas 0,8% acima da meta ajustada de 8,5%.

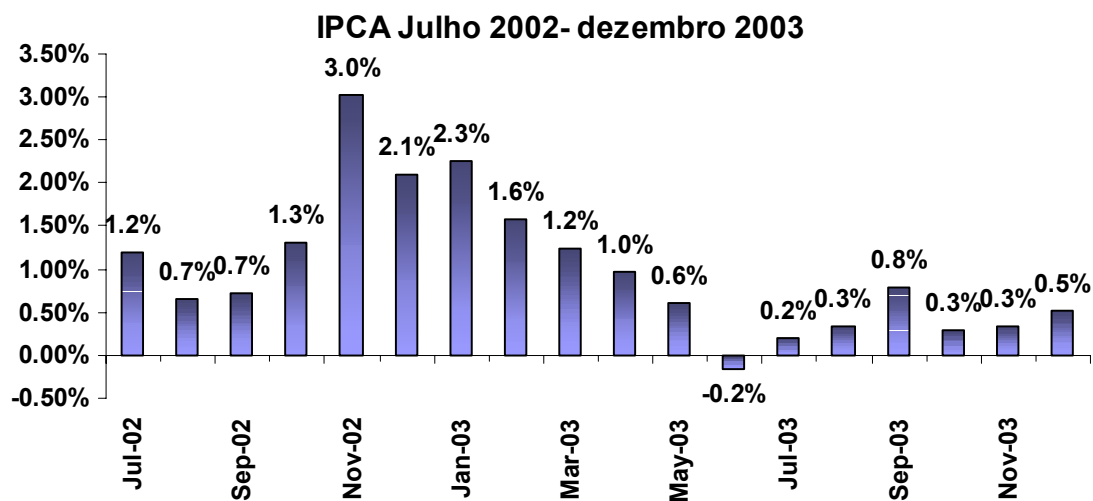


Gráfico 3

⁶ Risco País é apurado pelo JP Morgan através do EMBI+ (Emerging Market Bond Index Plus) que é um índice de benchmark para os bônus soberanos de países emergentes como Brasil, Argentina, Marrocos, Rússia e outros. O EMBI+ leva em consideração a liquidez e volume dos títulos e é usado para comparar a performance de diferentes países emergentes.

A meta central de 4,0%, com intervalo de tolerância de 2,5% acima ou abaixo, estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para o ano de 2003, foi ajustada para 8,5% na Carta Aberta do Banco Central no dia 21 de janeiro de 2003⁷. Este ajuste foi necessário devido a grande incerteza gerada no processo eleitoral no final do ano de 2002 gerou uma grande desvalorização cambial, como pode ser observada no gráfico 4, exercendo forte pressão sobre os preços.



Gráfico 4

A concentração da inflação no primeiro trimestre de 2003 pode ser explicada devido ao aumento do grau de inércia inflacionária. Este aumento se deu devido a forte deterioração das expectativas de inflação, forte desvalorização cambial (cerca de 67%) e elevada inflação

⁷ “38. Em suma, o regime macroeconômico de metas para inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal tem demonstrado ser capaz de absorver fortes choques sobre a economia. A elevada depreciação cambial, a evolução dos preços administrados por contrato e monitorados e a deterioração das expectativas fizeram com que a inflação de 2002 atingisse 12,5% (dos quais, mais da metade ocorreu no último trimestre), valor bastante acima do intervalo superior da meta. A política monetária nos próximos dois anos será calibrada para que a inflação convirja para as metas ajustadas, de 8,5% em 2003 e de 5,5% em 2004. Dessa forma, o Banco Central perseguirá uma trajetória de inflação que leve a uma redução importante da inflação neste ano e atinja o intervalo de tolerância da meta em 2004.”

no segundo semestre de 2002. No início de 2003, o governo buscou reafirmar o comprometimento da política monetária com o regime de metas e da política fiscal, com a obtenção de superávits primários que sustentassem a dívida pública. Desta forma, conseguiu-se reverter o quadro de crise de confiança e houve reversão da depreciação cambial, como se pode observar no gráfico 4, ainda que a um patamar 25% superior ao anterior a crise. Logo, a inércia inflacionária foi se dissipando fazendo com que as expectativas de inflação recuassem para mais próximo das metas, como se pode observar no gráfico 6

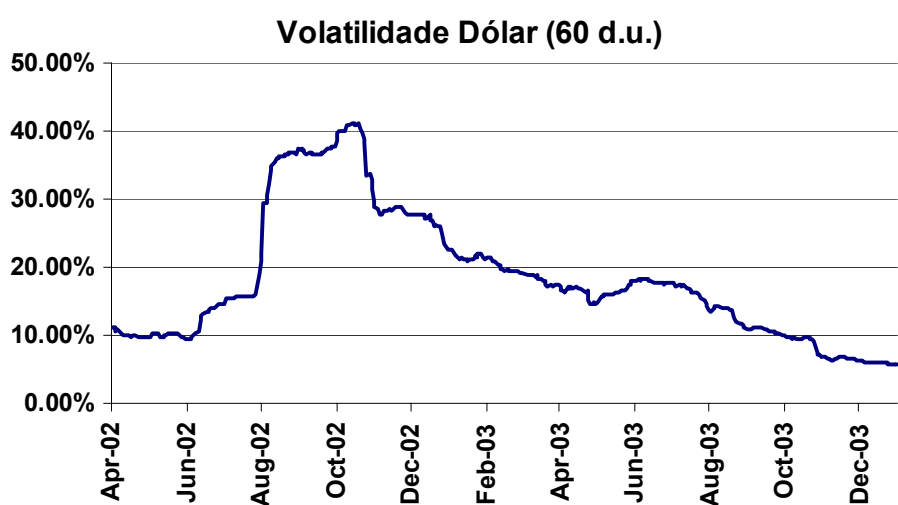


Gráfico 5

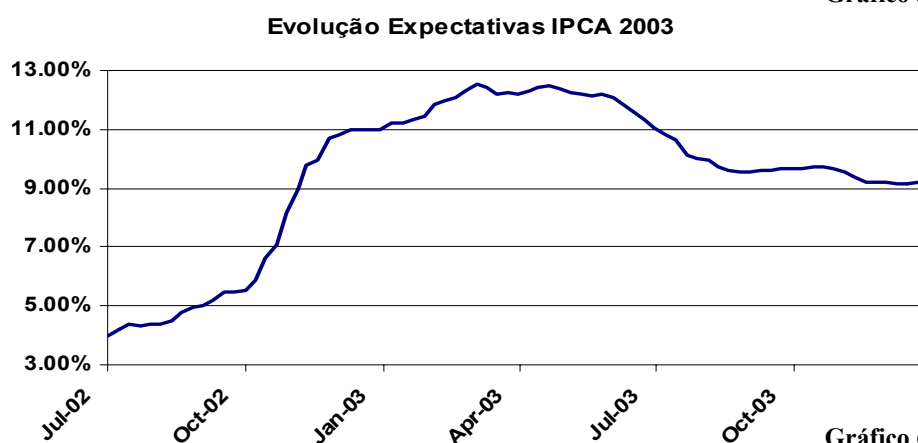


Gráfico 6

Os últimos três trimestres de 2003 foram marcados pela recuperação da confiança nas perspectivas da economia e pela volta a normalidade macroeconômica. Em junho, o IPCA chegou a registrar deflação de 0,15% acumulando 2,49% no segundo semestre, que

corresponde a um valor anualizado de 5,04%. Ao final de 2003 as expectativas de inflação para 2004 e 2005 eram de 6,0% e 5,0% respectivamente e as metas fixadas pelo CMN de 5,5% e 4,5%, apresentando um desvio de apenas 0,5% para os dois anos.

O resultado da inflação de 2003 reduziu ainda mais o poder de compra dos brasileiros (o rendimento médio real recuou 13%) na medida em que foi corroído especialmente pela variação dos preços administrados que, aumentaram 13,20% e os preços livres 7,79%. Levantando certa dúvida quanto à condução da política monetária, já que os preços que mais subiram foram exatamente aqueles que estão fora do alcance da política monetária. Os itens dos preços administrados que mais contribuíram para o índice foram ônibus (1,23%), energia elétrica (0,91%) e telefone (0,64%), correspondendo com cerca de 74% da contribuição total dos preços administrados.

Ação do COPOM para atingir as metas

A atuação do Banco Central tem como objetivo avaliar o comportamento futuro da inflação e sua convergência para as metas, levando em consideração outros indicadores macroeconômicos como a perda de produto, nível de desemprego e outros.

No ano de 2003, a política monetária concentrou-se em reverter à crise de confiança, gerada pelo processo eleitoral no final de 2002, em que uma eventual vitória do partido dos trabalhadores (PT) poderia desencadear um processo de “default”, similar ao ocorrido na Argentina poucos anos antes. As metas de inflação a serem perseguidas, estipuladas na Carta Aberta de 2003, 8,5% em 2003 e 5,5% em 2004 foram obtidas a partir da soma de três componentes: I- as metas pré-estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), II- impactos inerciais da inflação do ano anterior e III- o efeito dos choques dos preços administrados.

A magnitude dos choques que atingiram a economia brasileira no final do ano de 2002 forçou o BC a optar por uma redução mais lenta dos níveis de inflação, já que uma redução brusca causaria grande perda de produto, esta redução caracterizou-se em perseguir uma trajetória de inflação que levasse a uma redução importante em 2003 e fizesse a inflação convergir para o intervalo de tolerância da meta de dois anos, ou seja, para a meta de 2004.

No início do ano de 2003 os agentes econômicos estavam incertos quanto à condução da política monetária do governo Lula, que sempre foi contra a política de juros altos praticados por anos e anos. Logo na primeira reunião do COPOM, foi decidido o aumento de 0,5 p.p para 25,5% a.a, contrariando o discurso de candidatura do presidente e gerando insatisfação de diversas bases. De acordo com ata da reunião de fevereiro: “o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic em 1,0 p.p., para 26,5% a.a. A Diretoria Colegiada do Banco Central decidiu também, por unanimidade, elevar a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista de 45% para 60%, de forma a contribuir para o recuo mais acentuado da inflação nos próximos meses e diversificar os instrumentos de política monetária”. Nos meses seguintes o BC manteve a taxa de juros inalterada até a reunião de junho quando a taxa baixou 0,5 ponto percentual e deu início ao o que o BC caracterizou como ciclo de redução gradativa da taxa de juros. O primeiro trimestre de 2003 pode ser caracterizado pela atuação do Governo para consolidar os compromissos com a austeridade fiscal, o regime de metas de inflação e o aprimoramento institucional. Isto foi concretizado com o aumento da meta para o superávit primário de 3,75% em 2002 para 4,25% do PIB em 2003, elevação da SELIC para 26,5% a.a. e a retomada das reformas previdenciária e tributária. Ainda assim a inércia inflacionária herdada do ano anterior devido principalmente, da desvalorização cambial do segundo semestre de 2002, mantinha a expectativa de inflação acima das metas (Gráfico expectativas), e o núcleo do IPCA mantinha-se elevado indicando aumento generalizado dos preços. No cenário externo, a guerra de curta duração no Iraque confirmou um cenário relativamente favorável ao Brasil, apenas com um impacto pontual sobre o preço do petróleo. No ambiente interno o encaminhamento das reformas suscitou receios em marcos quanto à capacidade de formação de consenso para a aprovação das propostas.

De acordo com o BC a política monetária somente poderia ser flexibilizada quando houvesse convergência das expectativas para as metas, o que ocorreu por volta de junho quando dando autonomia para o BC iniciar o processo de redução gradativa dos juros com uma redução de 0,5 ponto percentual levando a SELIC para 26,0% a.a. Vale ressaltar que no segundo trimestre observou-se um aumento na taxa de rolagem da dívida privada em relação ao primeiro trimestre, aliado ao fluxo de câmbio positivo levando o Real a se valorizar. A manutenção dos juros em 26,5% aliados ao câmbio favorável e o menor impacto da inércia

inflacionária permitiu um recuo mais acentuado do nível de preços, neste momento a curva futura de juros já possuía inclinação negativa sinalizando futuras reduções na taxa básica de juros.

O terceiro trimestre consolidou o recuo das expectativas para inflação, aprovação das reformas e bons resultados da balança comercial, consolidando a credibilidade do Governo e dando espaço para o BC cortar a SELIC em 6,0 p.p. levando-a de 26,0% para 20% a.a. Na reunião de julho o COPOM reduziu a SELIC em 1,5 ponto percentual levando-a para 24,5% a.a., nível inferior ao do início do ano (25% a.a.). Neste momento o dólar, que apresentava desvalorização frente ao real no ano de 16%, passou a oscilar em torno de um patamar de R\$ 2,90 por dólar até o final do ano, desta forma o BC pôde preocupar-se apenas com o comportamento da inflação, que parecia estar bem comportada possibilitando novos cortes na taxa básica de juros. Na reunião de agosto o BC surpreendeu o mercado com um corte de 2,5%, muito acima das expectativas, levando os juros para 22,0% a.a. de acordo com as projeções do BC para o IPCA de 2004 estavam abaixo da meta de 5,5% e isto proporcionou o corte desta magnitude. Em setembro um novo corte de 2,0% levou a SELIC para 20,0% a.a. Contudo, a convergência da inflação, retração econômica, câmbio estável e risco Brasil em queda levaram o BC a cortar a SELIC em 600 pontos base no terceiro trimestre de 2003. Este movimento de queda da SELIC iniciado em junho começou a dar reflexos na produção industrial e no investimento doméstico.

No quarto trimestre não houve surpresas, o IPCA apresentou variações comportadas acumulando 1,15% no trimestre e totalizando 9,3 % no ano, a expectativa para o IPCA de 2004 manteve-se praticamente inalterada em torno de 6,0 %. O mercado especulava apenas na magnitude dos cortes, uma vez que o corte em si era de conhecimento de todos, assim sendo o BC cortou a SELIC em 1,0 %, 1,5 % e 1,0 % em outubro, novembro e dezembro respectivamente, totalizando 350 pontos base e encerrando o ano em 16,5% a.a., 950 pontos base abaixo da mesma um ano antes.

4. Títulos Públicos

Letras do Tesouro Nacional (LTN) e Letras Financeiras do Tesouro (LFT)

Os títulos públicos que compõem a dívida pública mobiliária federal interna possuem diferentes tipos de rentabilidade como as LTN's que são títulos prefixados, as LFT's que rendem de acordo com a taxa SELIC, as NTN-C que são indexadas ao IGP-M da Fundação Getúlio Vargas ou as NTN-D indexadas ao dólar.

TÍTULO	SIGLA	RENTABILIDADE	TIPO	PRAZO
Letra do Tesouro Nacional	LTN	Desconto	Prefixado	Mínimo de 28 dias
Letra Financeira do Tesouro	LFT	SELIC	Taxa Flutuante	Mínimo de 28 dias
Nota do Tesouro Nacional Série C	NTN-C	IGP-M + Juros	Pós-fixado	Mínimo de 12 meses
Nota do Tesouro Nacional Série H	NTN-H	TR + Juros	Pós-fixado	Mínimo de 3 meses
Nota do Tesouro Nacional Série D	NTN-D	Variação Câmbial + Juros	Pós-fixado	Mínimo de 3 meses
Nota do Tesouro Nacional Série S	NTN-S	Desconto + SELIC	Taxa Flutuante	Mínimo de 28 dias

Tabela 1

A taxa SELIC é obtida através do cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais no SELIC como operações compromissadas. As operações compromissadas são operações de compra (venda) de títulos públicos com o compromisso de revenda (recompra) no dia seguinte, essas operações são disponíveis apenas para as instituições financeiras habilitadas (bancos comerciais, de investimento, corretoras e distribuidoras de valores). A taxa média ajustada é calculada através da seguinte fórmula:

$$SELIC = \left[\left(\frac{\sum_{j=1}^n L_j * V_j}{\sum_{j=1}^n V_j} \right)^{252} - 1 \right] * 100 \% a.a. \quad \text{Equação 1}$$

onde:

L_j = fator diário correspondente à taxa da j -ésima operação.

V_j = valor financeiro correspondente à taxa da j -ésima operação.

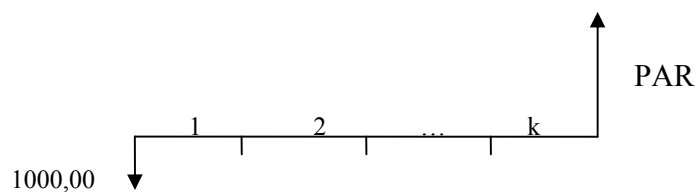
n = número de operações

Da amostra é excluída operações atípicas como: em distribuições simétricas, 2,5% das operações com os maiores fatores e 2,5% das operações com os menores fatores (exclusão da cauda); no caso de distribuição assimétrica positiva, 5% das operações com o maior fator; e quando negativa, 5% das operações de menor fator.

Portanto a taxa SELIC representa a taxa de juros efetivamente observada no mercado, uma vez que refletem as condições instantâneas de liquidez do mercado monetário, oferta versus demanda de recursos.

As LFT's são títulos pos-fixados que possuem rendimento diário indexado a taxa SELIC com a função de prover recursos necessários à cobertura de déficit orçamentário, ou para realização de operação de crédito por antecipação da receita orçamentária. As LFT's atualmente possuem a mesma data-base (1º de julho de 2000) não importando o vencimento, ou seja, o valor ao par de duas LFT's de diferentes vencimentos é o mesmo, na prática o que vai diferenciá-las será o ágio ou deságio de cada LFT. O prazo máximo de colocação é de 15 anos, sem pagamento de juros, e a rentabilidade pode ser decomposta em taxa SELIC + ágio ou deságio de acordo com a fórmula abaixo.

Cálculo do PU ao par da LFT:



$$PAR = \prod_{j=1}^k (1 + I_j) * 1000 \quad \text{Equação 2}$$

onde:

I_j = taxa SELIC diária em %a.a do j-ésimo dia.

k = número de dias entre a data base e a data que se deseja saber o valor ao par da LFT.

Calculo do PU ao par da LFT:

$$D = \left[\left(\frac{PAR}{PU} \right)^{\frac{252}{\Delta DIA}} \right] - 1 \quad \text{Equação 3}$$

onde:

D = valor do deságio em % a.a.

PAR = valor da LFT ao par.

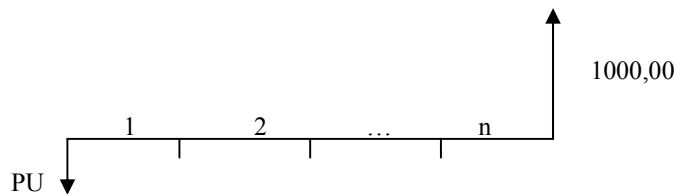
PU = valor de negociação da LFT

ΔDIA = total de dias úteis entre a data de hoje e a data de vencimento

As LFT'S, como todos os demais títulos públicos, são ofertados via leilão público que, antes de cada leilão é publicada uma portaria que descreve as características do leilão em questão. Em anexo Portaria nº 446, de 13 de setembro de 2002, que mostra a data e hora em que as propostas devem ser feitas, características da compra que define a quantidades de títulos ofertados, a data da emissão, prazo dos títulos ofertados, a data-base e valor nominal nesta data (comum para todas LFT's).

As LTN's são títulos pré-fixados ou seja sabe-se de antemão quanto este título valerá na data de vencimento (sempre 1000) emitidos pelo Tesouro Nacional para a cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação de receita, a rentabilidade destes títulos esta definida no deságio sobre o valor de face de cada título, de forma que é comum que as LTN's sejam cotadas pelo valor do deságio e não pelo valor financeiro em si.

Cálculo do preço da LTN:



$$PU = \frac{1000}{(1 + R)^{\Delta DIA}} \quad \text{Equação 4}$$

onde:

PU = preço de aquisição

R = o retorno até o vencimento em % a.d.

Δ DIA = total de dias úteis entre a data de hoje e a data de vencimento

Utilizando a taxa anualizada temos:

$$PU = \frac{1000}{(1 + YTM)^{\frac{\Delta DIA}{252}}} \quad \text{Equação 5}$$

onde:

YTM = a taxa interna de retorno em %a.a.

Igualmente ao processo de colocação em mercado das LFT's, também há uma portaria para as LTN's. Em anexo a portaria n°505, de 7 de outubro de 2002 com informações semelhantes a portaria das LFT's.

Derivando a equação 4 em relação a “ Δ DIA”

$$\frac{\partial PU}{\partial \Delta DIA} = (-\Delta DIA) \frac{1000}{(1 + R)^{\Delta DIA + 1}} < 0 \quad \text{Equação 6}$$

Logo podemos observar que quanto mais longo o prazo da LTN menor será seu preço PU.

As LFT's e as LTN'S são títulos largamente utilizados como lastro para carteiras de fundos DI e renda fixa, muito populares no Brasil devido a elevadas taxas de juros e a alta volatilidade dos demais mercados. Os gestores destes fundos estão sempre atentos ao comportamento das taxas de ágio (deságio) de cada título em detrimento das expectativas para a inflação.

Simulação de um Fundo de Renda Fixa

Um fundo de renda fixa é constituído por títulos públicos ou privados de renda fixa. Os títulos privados são comumente deixados de fora destes tipos de fundo por possuírem maior grau de risco (default) e menor liquidez que os títulos públicos. Desta forma farei uma simulação de um fundo de Renda Fixa composto apenas por títulos públicos, LTN e LFT's.

Inicialmente escolhi três papéis que podem compor o fundo. Duas LFT's, uma LFT “curta” com vencimento em 21 de janeiro de 2004 e outra LFT “longa” com vencimento em 18 de janeiro de 2006 e uma LTN com vencimento em 7 de janeiro de 2004. A série histórica destes títulos pode ser observada no gráfico 7. Os valores dos títulos são referentes ao preço de venda de fechamento do dia.

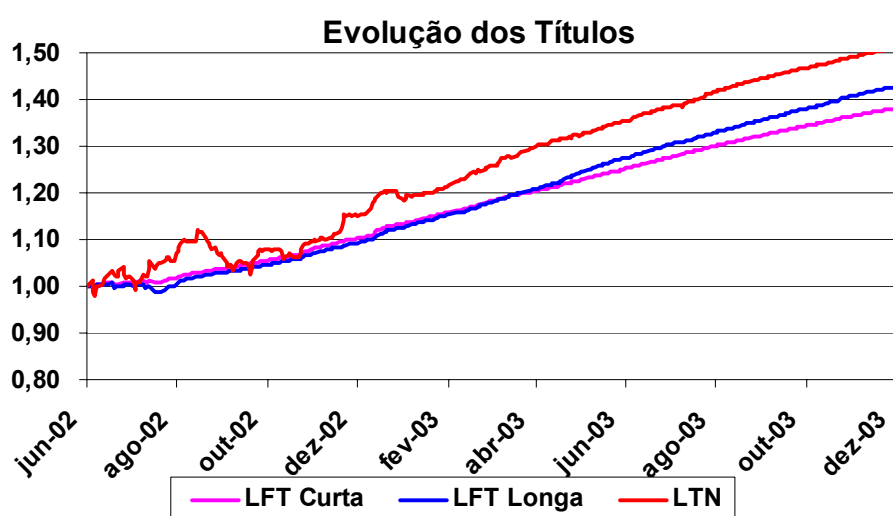


Gráfico 7

Como pode-se observar no gráfico acima, o segundo semestre de 2002 foi muito conturbado, conforme já demonstrado anteriormente. A crise de confiança impactou nos preços das LFT, note como a LFT “curta” oscila menos do que a “longa” devido a “duration” menor do título com vencimento mais próximo. As LTN’s, por serem títulos prefixados, tiveram um comportamento mais volátil, como pode-se observar no gráfico 8. O período caracterizou-se por um forte aumento da volatilidade de todos os ativos brasileiros, uma vez que o receio de perda do controle da inflação levaria o BC a elevar os juros porém, o mercado não sabia se um governo de esquerda permitiria uma ação ortodoxa do BC, assim toda a incerteza foi transferida para o preço dos ativos brasileiros, em uma espécie de ciclo vicioso.

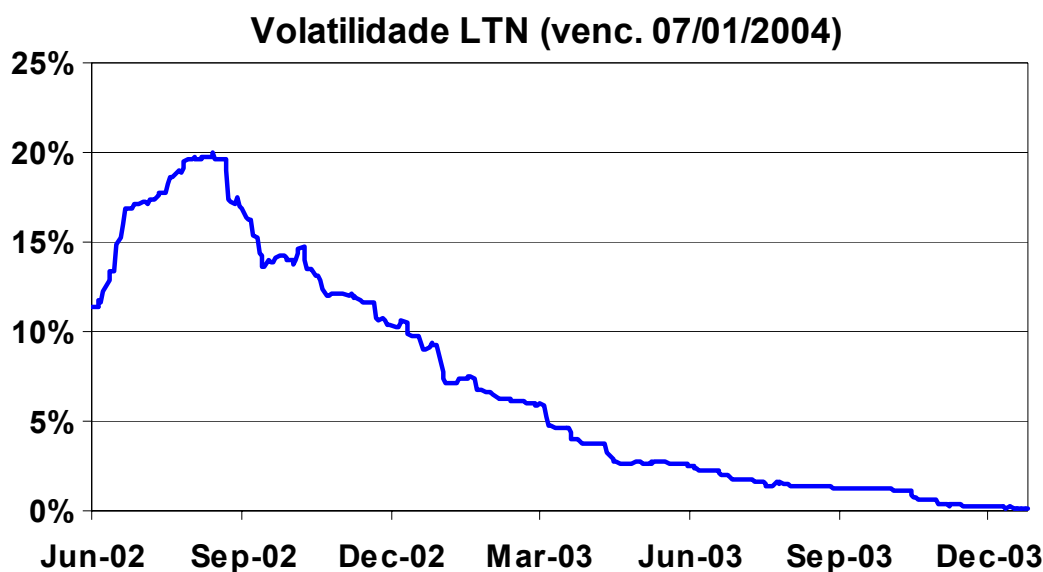


Gráfico 8

Observando a evolução das LFT’s em um período mais longo, pode-se observar como a crise de confiança impactou no mercado de títulos públicos. No Gráfico 9, observa-se que no segundo semestre de 2002 a curva das LFT’s longa e curta se distanciam da curva da “LFT PAR”, ou seja o ágio aumentou devido a perda de credibilidade do governo brasileiro neste período. Logo no início de 2003 a crise de confiança começa a se dissipar fazendo as

curvas das LFT's se reaproximarem da curva da "LFT PAR", ou seja, o governo começou a conquistar sua credibilidade e a afastar o temor de "default", conseqüentemente o ágio começou a diminuir (gráfico 10).

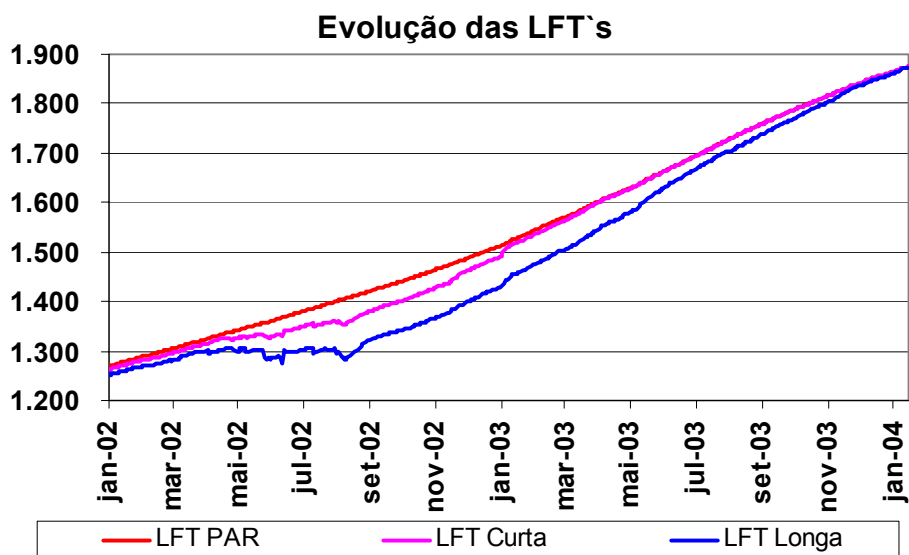


Gráfico 9

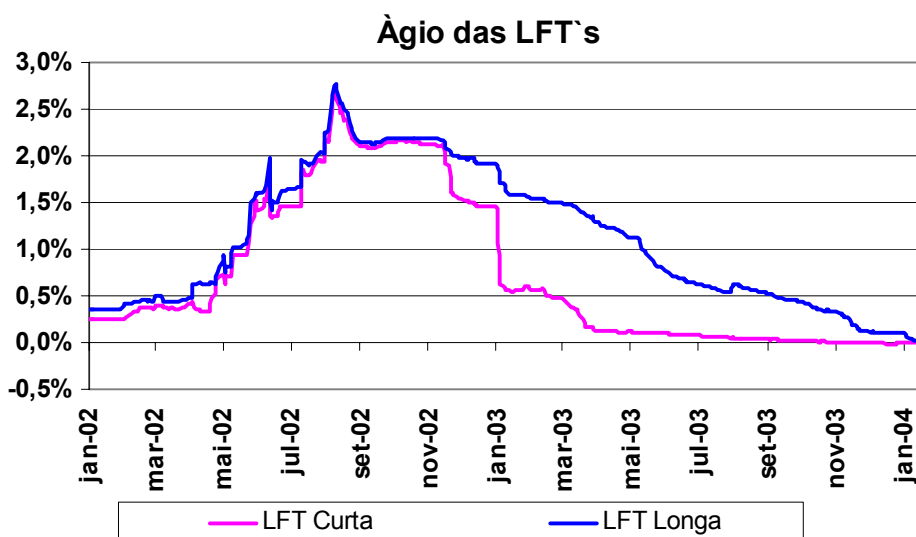


Gráfico 10

A carteira de um Fundo de Investimento possui diversos títulos, ações, derivativos entre outros contratos financeiros. O Patrimônio Líquido do fundo é calculado através da soma do valor de todos os ativos da carteira:

$$PL_t = \sum_{i=1}^n VF_{i,t} \quad \text{Equação 7}$$

$$VF_{i,t} = QT_{i,t} * P_{i,t} \quad \text{Equação 8}$$

onde:

PL = patrimônio líquido do fundo na data “t”

VF = valor financeiro do título “i” na data “t”

QT = quantidade do título “i” na data “t”

P = preço do título “i” na data “t”

A rentabilidade do fundo é expressa a partir da variação da cota do fundo que é calculada de acordo com um número base (normalmente 1 ou 100), usarei o número 1 como a cota no início do fundo, esta cota é acumulada dia à dia de acordo com a seguinte fórmula:

onde:

$$CT_t = CT_{t-1} * \left(\frac{PL_t - C.L._t}{PL_{t-1}} \right) \quad \text{Equação 9}$$

CT_t = cota do fundo na data “t”

PL_t = patrimônio do fundo na data “t”

C.L. _t = captações líquidas do fundo no dia “t”, corresponde à captações menos resgates.

Sabendo-se o valor da cota do fundo (equação 9), uma série com todos os dias realizados é utilizada para calcular a rentabilidade diária “r_t”:

$$r_t = \left(\frac{CT_t}{CT_{t-1}} \right) - 1 \quad \text{Equação 10}$$

A cota do fundo vezes a quantidade de cotas equivale ao patrimônio líquido do fundo. A quantidade de cotas e o patrimônio do fundo podem ser calculados de acordo com as formulas abaixo:

$$QC_t = QC_{t-1} + \left(\frac{C.L._t}{CT_t} \right) \quad \text{Equação 11}$$

$$PL_t = QC_t * CT_t = \sum_{i=1}^n VF_{i,t} \quad \text{Equação 12}$$

onde:

QC = quantidade de cotas na data “t”

A quantidade de títulos na carteira do fundo vai variar de acordo com a estratégia do gestor, e esta quantidade é calculada analogamente a quantidade de cotas do fundo:

$$QT_{i,t} = QT_{i,t-1} + AQL_{i,t} \quad \text{Equação 13}$$

Onde AQL é a quantidade líquida de títulos “i” adquiridos na data “t”

O gestor do fundo escolhe o quanto comprar ou vender de cada título de acordo com sua estratégia, cada título responde diferentemente a uma variável macroeconômica.

Nesta simulação teremos três gestores: A, B e C, cada um utilizando o mesmo volume de recursos. O gestor A sempre prefere uma maior proporção de títulos pós-fixados de prazo reduzido, o gestor B utiliza tanto títulos pós-fixados, de diferentes prazos, como pré-fixados, e o gestor C sempre utiliza os papéis pré-fixados. No dia 1º de julho de 2002, cada gestor investiu R\$ 1.000.000,00 de acordo com suas preferências, resultando em três carteiras distintas:

Título	Venc.	DIAS	P	YTM
LFT Curta	21-Jan-04	396	1,345.78	1.45%
LFT Longa	18-Jan-06	898	1,299.96	1.62%
LTN	7-Jan-04	387	668.42	29.99%

Tabela 2

Títulos	Gestor A		Gestor B		Gestor C	
	VF	QT	VF	QT	VF	QT
LFT Curta	R\$ 1.000.000,00	743	R\$ 333.333,33	248		-
LFT Longa		-	R\$ 333.333,33	256		-
LTN		-	R\$ 333.333,33	499	R\$ 1.000.000,00	1.496

Tabela 3

Com estas alocações iniciais (Tabela 3) observamos o comportamento de cada título ao longo do tempo, e aplicando as fórmulas descritas anteriormente gera-se uma série histórica com as cotas dos fundos dos três gestores, gráfico 11.

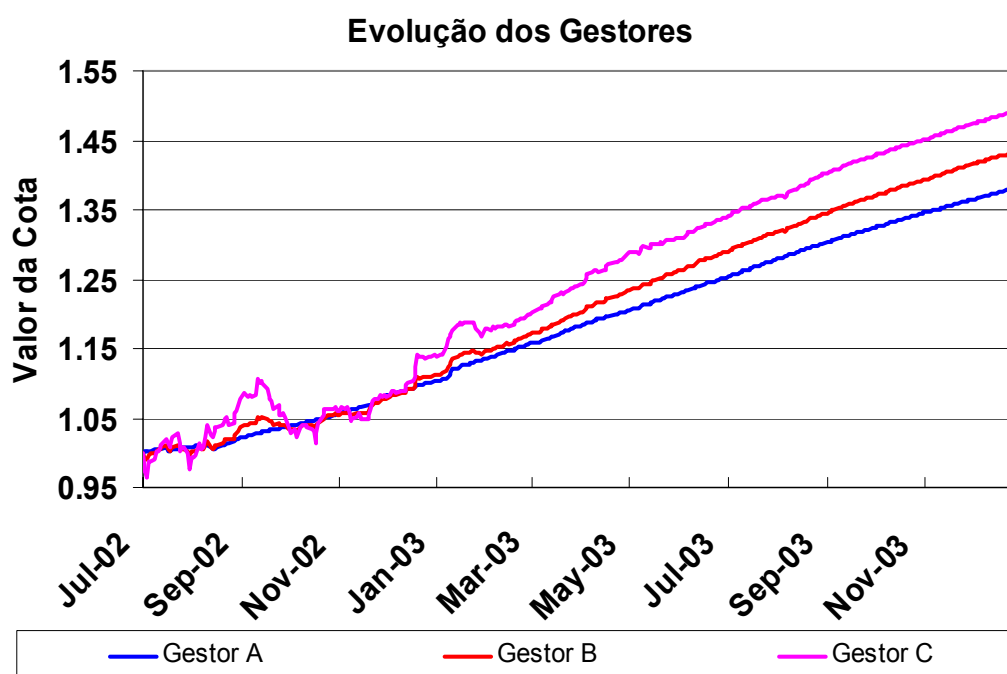


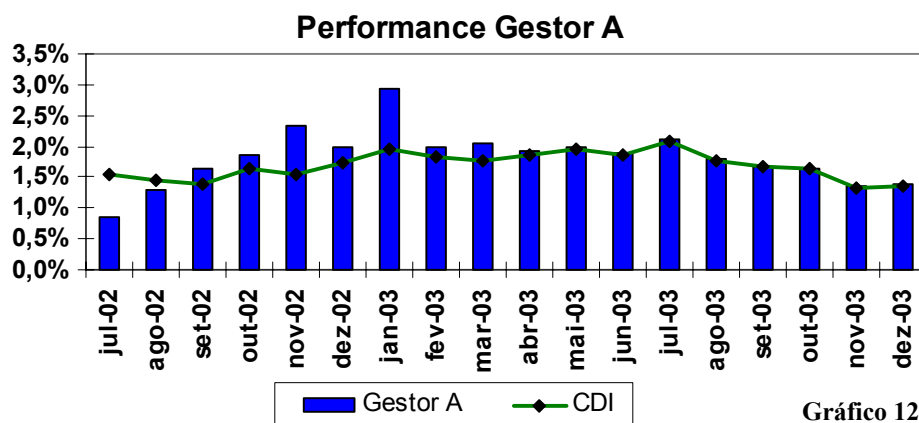
Gráfico 11

O gestor A, que adquiriu apenas LFT's curtas, obteve uma rentabilidade acumulada no final de 2003 de 38,3% (109% do CDI⁸), sendo a pior rentabilidade diária de -0,5% e a melhor de 0,5%. Neste período a volatilidade⁹ do seu fundo se manteve abaixo de 2%a.a., desta forma constata-se que este gestor não correu muitos riscos para conseguir uma

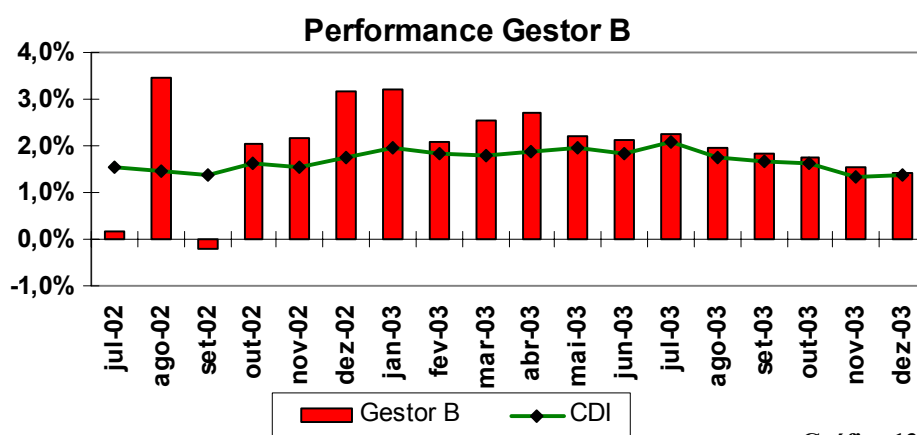
⁸ Nos fundos de renda fixa e de curto prazo, geralmente é adotado como referencial ("benchmark") a taxa do Certificado de Depósitos Interbancários CDI, que é divulgada pela Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados (CETIP)

⁹ A volatilidade é calculada pelo desvio padrão dos retornos da amostra (neste estudo 60 observações), este valor é anualizado multiplicando-o pela raiz quadrada de 252.

rentabilidade acima do CDI, embora por simplificação do exemplo esteja concentrado em apenas um ativo.

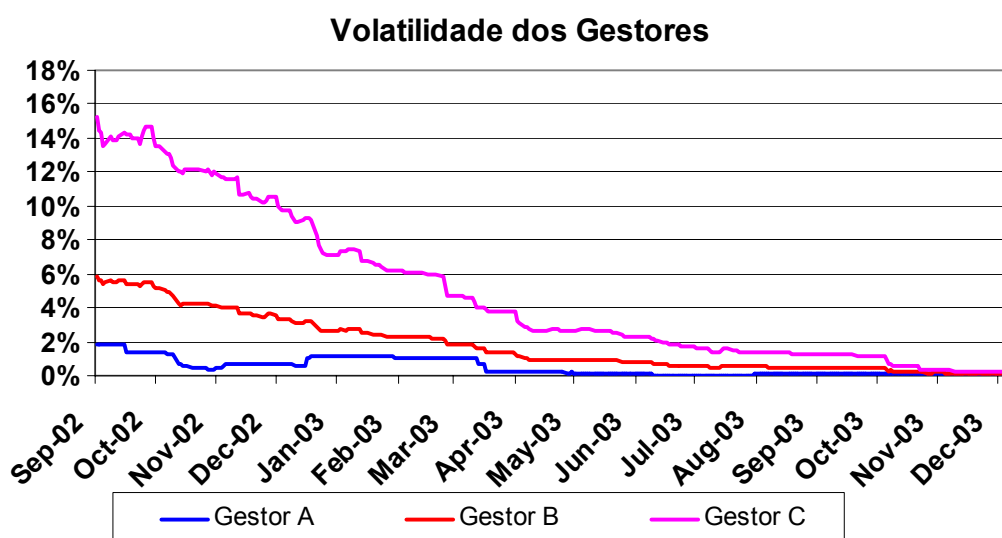
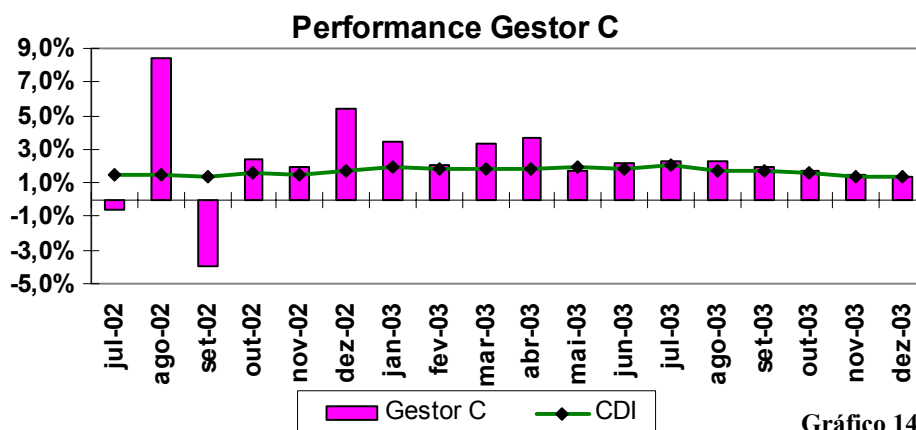


O gestor B que distribuiu igualmente sua dotação inicial entre LFT's curtas, longas e LTN's, obteve uma rentabilidade acumulada no final de 2003 de 43,5% (124% do CDI), sendo sua pior perda diária de -1% e a melhor de $0,8\%$. O gestor B teve sua volatilidade no período declinando de 6% a.a. para um valor perto de zero, ainda assim o gestor B apresentou uma rentabilidade mensal negativa ($-0,2\%$ a.m. set-02).



O gestor C que adquiriu apenas LTN's obteve uma rentabilidade acumulada no final de 2003 de 49,3% (140% do CDI), com uma perda diária máxima de $-2,6\%$ e o melhor

retorno diário de 2,3%. A volatilidade do gestor C foi de mais de 15%a.a. declinando para um valor muito pequeno. Embora tenha sido o gestor com melhor rentabilidade acumulada, foi também o que correu maiores riscos tendo dois meses negativos em seu histórico. No mês de setembro de 2002 obteve perdas de -3,9% (-283% CDI).



Pode-se concluir que os três gestores tiveram as volatilidades de seus fundos declinando ao longo do tempo, isto pode se explicado pelo método de cálculo da volatilidade que utiliza apenas as 60 ultimas amostras, desta forma quando se adiciona uma amostra outra é retirada. Os primeiros dias dos fundos foram os mais conturbados por isso que a volatilidade começa alta e vai diminuindo, caso os fundos tivessem um histórico maior pode-se observar

que o que ocorreu neste período foi algo passageiro, constata-se isto analisando o gráfico da volatilidade do dólar. Outro fato que pode explicar este comportamento é que conforme os títulos vão chegando perto de seu vencimento sua “duration” vai diminuindo e conseqüentemente sua volatilidade.

Os três gestores passaram por um período de ganhos relativamente fáceis, uma vez que a visão pessimista quanto ao Brasil no final do ano de 2002 foi um tanto exagerada e a correção deste exagero favoreceu os ganhos fáceis por todo o ano de 2003. Entretanto pode-se observar que o gestor C em períodos de crise seu fundo não se comporta como um fundo de renda fixa, tendo uma volatilidade muito alta para este tipo de fundo que geralmente não lhe é permitida dependendo do estatuto do fundo, e em períodos de tranqüilidade tem um bom resultado, ou seja, falta segurança para o investidor. De outra forma, os dois outros gestores obtiveram um bom resultado com um nível de risco aceitável, o investidor obteria perdas pontuais nos momentos mais difíceis, mas teria bons ganhos nos demais momentos.

As séries históricas são informações realizadas e não devem ser utilizadas como única fonte de informação. Entretanto estas informações são muito úteis para se saber um pouco mais sobre a pessoa encarregada de gerir o fundo, uma vez que elas representam o ocorrido no passado, como ele se comporta em determinado momento ou como aproveita as chances de ganho com risco calculado. Caso o gestor de um fundo venha a mudar a série histórica perde completamente seu valor e deve ser descartada como fonte de informação.

Bibliografia

- Blanchard, Oliver, (1997) Macroeconomia: Teoria e Política Econômica. Editora Campos
- Rangel, A.S., Santos, J.C.S. e Bueno, R.L.S., (2003) Matemática dos Mercados Financeiros. Editora Atlas.
- Hull, Jonh C., (1999) Options, Futures, & Other Derivatives. 4ª edição. Prentice Hall.
- Figueiredo, Antonio C., (2002) Introdução aos Derivativos. Editora Pioneira Thomson Learning
- Mankiw, N. Gregory, (1997) Macroeconomia. Editora LTC
- Araújo, Carlos H. V., Notas técnicas Banco Central do Brasil, Número 12. Janeiro de 2002” Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais.
- CVM. Edital de audiência pública – Constituição, Administração, Funcionamento e Divulgação de Informações de Fundos de Investimento.
- Tesouro Nacional, Relatório Anual de Dívida Pública 2003
- Tesouro Nacional, Relatório de Dívida Pública - Dezembro de 2003
- Tesouro Nacional, Relatório de Dívida Pública - Dezembro de 2002
- Banco Central do Brasil, Carta Aberta 2004
- Banco Central do Brasil, Carta Aberta 2003
- Banco Central do Brasil, Atas do COPOM 2002/2003
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Março 2002
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Junho 2002
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Setembro 2002
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Dezembro 2002
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Março 2003
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Junho 2003
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Setembro 2003
- Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação Dezembro 2003

- Sites: Secretaria do Tesouro Nacional, Andima, CVM, Valor Econômico, IBGE

Anexo I – Portaria LTN

MINISTÉRIO DA FAZENDA
SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

PORTARIA Nº505 , DE 07 DE OUTUBRO DE 2002.

O SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL, no uso de suas atribuições, e tendo em vista as condições gerais da oferta de títulos públicos previstas na Portaria STN nº 341, de 14 de julho de 2000, resolve:

Art. 1º Tornar públicas as condições específicas a serem observadas na oferta pública de Letras do Tesouro Nacional – LTN, cujas características estão definidas no Decreto nº 3.859, de 04 de julho de 2001:

I - data do acolhimento das propostas e do leilão: 08.10.2002;

II - horário para acolhimento das propostas: de 12:00 horas às 13:00 horas;

III - divulgação do resultado do leilão: na data do leilão, a partir das 14:30 horas, por meio do Banco Central do Brasil;

IV - data da emissão: 09.10.2002;

V - data da liquidação financeira: 09.10.2002;

VI – critério de seleção das propostas: serão aceitas todas as propostas com preços iguais ou superiores ao preço mínimo aceito, o qual será aplicado a todas as propostas vencedoras;

VII – sistema eletrônico a ser utilizado: exclusivamente por meio do Sistema Oferta Pública Formal Eletrônica (OFFPUB), nos termos do Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC);

VIII – quantidade para o público: até 500.000 (quinhentos mil) títulos, que serão distribuídos, a critério do Tesouro Nacional, entre os títulos listados abaixo;

IX – quantidade para o Banco Central do Brasil: até 5.000.000 (cinco milhões) de títulos, que serão distribuídos, a critério do Tesouro Nacional, entre os títulos listados abaixo; e

X - características da emissão:

Título	Prazo	Quantidade (em mil)	Valor Nominal (em R\$)	Data do Vencimento	Adquirente
LTN	56 dias	Até 500	1.000,00	04.12.2002	Público
LTN	91 dias	Até 500	1.000,00	08.01.2003	Público
LTN	56 dias	Até 5.000	1.000,00	04.12.2002	BACEN
LTN	91 dias	Até 5.000	1.000,00	08.01.2003	BACEN

Art. 2º Na formulação das propostas deverá ser utilizado preço unitário, com seis casas decimais, sendo que o montante de cada proposta deverá contemplar quantidades múltiplas de cinquenta títulos.

Art. 3º Esta Portaria entra em vigor na data de sua publicação.

EDUARDO REFINETTI GUARDIA

Anexo II – Portaria LFT

MINISTÉRIO DA FAZENDA
SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

PORTARIA Nº 446, DE 13 DE SETEMBRO DE 2002.

O SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL, no uso de suas atribuições, e tendo em vista as condições gerais da oferta de títulos públicos previstas na Portaria STN nº 341, de 14 de julho de 2000, resolve:

Art. 1º Tornar públicas as condições específicas a serem observadas na oferta pública de compra de Letras Financeiras do Tesouro Série B - LFT-B, cujas características estão definidas no Decreto nº 3.859, de 04 de julho de 2001:

I – data de acolhimento das propostas e do leilão: 20.09.2002;

II – horário para acolhimento das propostas: de 9:00 horas às 12:00 horas;

III – divulgação do resultado do leilão: na data do leilão, a partir das 16:00 horas, por meio da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP);

IV – características da compra:

Vencimento	Quantidade (em mil títulos)
Janeiro/2007	Até 166
Fevereiro/2007	Até 156
Março/2007	Até 176
Abril/2007	Até 163
Maior/2007	Até 163
Junho/2007	Até 157
Julho/2007	Até 157
Agosto/2007	Até 142
Setembro/2007	Até 142
Outubro/2007	Até 142
Novembro/2007	Até 142
Dezembro/2007	Até 142
Janeiro/2008	Até 127
Fevereiro/2008	Até 126
Março/2008	Até 122
Abril/2008	Até 121
Maior/2008	Até 121

Junho/2008	Até 8
Julho/2008	Até 1
Agosto/2008	Até 1
Setembro/2008	Até 1
Outubro/2008	Até 1
Novembro/2008	Até 1
Dezembro/2008	Até 24
Dezembro/2013	Até 63
Setembro/2015	Até 87
Outubro/2015	Até 43

V – com vistas à liquidação financeira desta oferta pública, o Tesouro Nacional emitirá LFT com as características descritas a seguir, de acordo com os vencimentos das LFT-B:

- a) data da emissão: 23.09.2002;
- b) data da liquidação financeira: 23.09.2002;
- c) valor nominal na data-base: R\$ 1.000,00;
- d) data-base: 01.07.2000;
- e) cotação: 100%;
- f) prazo de emissão: será utilizada a relação definida abaixo.

Vencimento das LFT-B	LFT	
	Prazo	Data do Vencimento
Janeiro/2007	1.577 dias	17.01.2007
Fevereiro/2007	1.612 dias	21.02.2007
Março/2007	1.640 dias	21.03.2007
Abril/2007	1.668 dias	18.04.2007
Mai/2007	1.696 dias	16.05.2007
Junho/2007	1.731 dias	20.06.2007
Julho/2007	1.759 dias	18.07.2007
Agosto/2007	1.787 dias	15.08.2007
Setembro/2007	1.822 dias	19.09.2007
Outubro/2007	1.850 dias	17.10.2007
Novembro/2007	1.885 dias	21.11.2007
Dezembro/2007	1.913 dias	19.12.2007
Janeiro/2008	1.941 dias	16.01.2008
Fevereiro/2008	1.976 dias	20.02.2008
Março/2008	2.004 dias	19.03.2008
Abril/2008	2.032 dias	16.04.2008
Mai/2008	2.067 dias	21.05.2008
Junho/2008	2.095 dias	18.06.2008
Julho/2008	2.123 dias	16.07.2008

Agosto/2008	2.158 dias	20.08.2008
Setembro/2008	2.186 dias	17.09.2008
Outubro/2008	2.214 dias	15.10.2008
Novembro/2008	2.249 dias	19.11.2008
Dezembro/2008	2.277 dias	17.12.2008
Dezembro/2013	4.104 dias	18.12.2013
Setembro/2015	4.741 dias	16.09.2015
Outubro/2015	4.776 dias	21.10.2015

VI – sistema eletrônico a ser utilizado: exclusivamente por meio do Sistema Integrado de Mercados (SIM), nos termos do Regulamento CETIP;

VII – na formulação das propostas para as LFT-B, necessariamente, deverá ser utilizada cotação percentual igual ou inferior a 100%, com seis casas decimais, e a codificação própria a ser divulgada pela CETIP;

e

VIII – critério de seleção das propostas: melhor preço para o Tesouro Nacional, quando se tratar de título com o mesmo vencimento. A critério do Tesouro Nacional, no caso de títulos com vencimentos distintos.

Art. 2º Na liquidação das propostas aceitas, a transferência das LFT-B para o Tesouro Nacional ocorrerá em 23.09.2002, devendo ser observados os procedimentos de liquidação do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC).

§ 1º O preço da liquidação financeira das LFT-B será o produto da cotação em forma unitária pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base ou data de emissão do título, até 23.09.2002, conforme o caso;

§ 2º Na ocorrência de valores não coincidentes, a diferença entre o valor financeiro das LFT-B ofertadas e a quantidade exata de LFT a ser emitida, cujo valor financeiro seja imediatamente superior ao das LFT-B, deverá ser coberta com recursos em espécie, na liquidação financeira a ocorrer em 23.09.2002, no SELIC.

§ 3º O banco custodiante das LFT no SELIC deverá, obrigatoriamente, ser o banco liquidante do participante na CETIP.

§ 4º Para fins da transferência das LFT-B ao Tesouro Nacional, o horário limite para registro de operações a serem liquidadas no SELIC será às 16:30 horas do dia 23.09.2002.

§ 5º A inobservância do critério previsto no § 4º deste artigo implicará na não aceitação das LFT-B oferecidas ao Tesouro Nacional, ficando as propostas correspondentes automaticamente excluídas do leilão.

Art. 3º As instituições financeiras que tiverem suas propostas aceitas, total ou parcialmente, deverão promover a atualização de suas contas de custódia, impreterivelmente até às 17:00 horas do dia 23.09.2002, no SELIC. O não cumprimento do disposto neste artigo implicará na perda de direito de utilização das LFT-B e da aquisição de LFT.

Art. 4º Esta Portaria entra em vigor na data de sua publicação.

EDUARDO REFINETTI GUARDIA

Anexo III – Decreto Nº 3.859

DECRETO Nº 3.859, DE 4 DE JULHO DE 2001

DOU de 5.7.2000

Estabelece as características dos Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto na Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, e na Lei nº 9.711, de 20 de novembro de 1998,

DECRETA:

Art. 1º As Letras do Tesouro Nacional - LTN terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: definido pelo deságio sobre o valor nominal;

V - resgate: pelo valor nominal, na data de vencimento.

Art. 2º As Letras Financeiras do Tesouro-LFT terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, calculada sobre o valor nominal;

V - resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Art. 3º As Letras Financeiras do Tesouro destinadas ao cumprimento dos contratos de assunção pela União das dívidas de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal, nos termos da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, bem como das operações relativas à redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária nos termos da Medida Provisória nº 2.192-68, de 28 de junho de 2001, poderão ser emitidas em duas séries distintas: Letras Financeiras do Tesouro Série A - LFT-A e Letras Financeiras do Tesouro Série B - LFT-B.

Parágrafo único. Poderão também ser emitidas Letras Financeiras do Tesouro Série B - LFT-B, para o cumprimento dos contratos de assunção pela União das dívidas de responsabilidade dos Municípios, nos termos da Medida Provisória nº 2.185-33, de 28 de junho de 2001.

Art. 4º A LFT-A terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos;

II - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

III - valor nominal na data-base: R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, acrescida de 0,0245% a.m.;

V - resgate do principal: em até cento e oitenta parcelas mensais e consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao da emissão, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo remanescente, atualizado e capitalizado, na data do vencimento de cada uma das parcelas pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga.

Art. 5º A LFT-B terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos;

II - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

III - valor nominal na data-base: R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil;

V - resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Art. 6º As Notas do Tesouro Nacional - NTN poderão ser emitidas em dez séries distintas: NTN Série A - NTN-A; NTN Série B - NTN-B; NTN Série C - NTN-C; NTN Série D - NTN-D; NTN Série F - NTN-F; NTN Série H - NTN-H; NTN Série I - NTN-I; NTN Série M - NTN-M; NTN Série P - NTN-P; e NTN Série R, Sub-série 2 - NTN-R2.

Art. 7º A NTN-A, a ser utilizada nas operações de troca por "Brazil Investment Bonds - BIB", de acordo com o inciso III do art. 1º da Lei nº 10.179, de 2001, e pelos demais títulos emitidos em decorrência de acordos de reestruturação da dívida externa brasileira, e para fins de substituição das Notas do Tesouro Nacional Série L - NTN-L, existentes junto ao Banco Central do Brasil, até o limite da obrigação decorrente do "Multi-Year Deposit Facility Agreement - MYDFA", conforme disposto no art. 6º da Medida Provisória nº 2.179-34, de 28 de junho de 2001, será emitida em nove sub-séries distintas: NTN-A₁, NTN-A₃, NTN-A₄, NTN-A₅, NTN-A₆, NTN-A₇, NTN-A₈, NTN-A₉ e NTN-A₁₀.

§ 1º A NTN-A₁, a ser utilizada nas operações de troca por "Brazil Investment Bonds - BIB", terá as seguintes características:

I - prazo: até dezesseis anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do BIB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: seis por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do BIB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 2º A NTN-A₃, a ser utilizada nas operações de troca por "Par Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até vinte e sete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do "Par Bond" utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado, da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: cinco inteiros e vinte e cinco centésimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 1999: cinco inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 1999 a 14 de abril de 2000: cinco inteiros e setenta e cinco centésimos por cento ao ano;

d) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: seis por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: 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.

§ 3º A NTN-A₄, a ser utilizada nas operações de troca por "Discount Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até vinte e sete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do "Discount Bond" utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "Discount Bond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 4º A NTN-A₅, a ser utilizada nas operações de troca por "Front Loaded Interest Reduction Bond - FLIRB", terá as seguintes características:

I - prazo: até doze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do FLIRB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado, da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: quatro inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 1999: cinco por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 1999 a 14 de abril de 2000: cinco por cento ao ano;

d) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "FLIRB" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 5º A NTN-A₆, a ser utilizada nas operações de troca por "Front Loaded Interest Reduction Bond With Capitalization - C-Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até dezessete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do C-Bond utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: quatro inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 2000: cinco por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: oito por cento ao ano;

d) a diferença entre as taxas de juros vigentes até 14 de abril de 2000 e a taxa de oito por cento ao ano será capitalizada nas datas de pagamento;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: 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.

§ 6º A NTN-A₇, a ser utilizada nas operações de troca por "Debt Conversion Bond - DCB", terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do DCB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "DCB" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 7º A NTN-A₈, a ser utilizada nas operações de troca por "New Money Bond - NMB", terá as seguintes características:

I - prazo: até doze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do NMB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do NMB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 8º A NTN-A₉, a ser utilizada nas operações de troca por "Eligible Interest Bond - EIBond", terá as seguintes características:

I - prazo: até nove anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do EIBond utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "EIBond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 9º A NTN-A₁₀, a ser emitida para fins de substituição das NTN-L existentes junto ao Banco Central do Brasil, até o limite da obrigação decorrente do "MYDFA", terá as seguintes características:

I - prazo: até nove anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do MYDFA;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

IV - modalidade: nominativa e inegociável;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do MYDFA, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Art.8º A NTN-B terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA do mês anterior, divulgado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, desde a data-base do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art.9º A NTN-C terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação do Índice Geral de Preços - Mercado - IGP-M do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 10. A NTN-D terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 11. A NTN-F terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - rendimento: definido pelo deságio sobre o valor nominal;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate: pelo valor nominal, na data do seu vencimento.

Art. 12. A NTN-H terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - atualização do valor nominal: por índice calculado com base na Taxa Referencial - TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base até a data do vencimento do título;

V - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 13. A NTN-I, a ser utilizada exclusivamente na captação de recursos para o pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços nacionais amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações - PROEX, de que trata a Lei nº 10.184, de 12 de fevereiro de 2001, quando previsto na Lei Orçamentária Anual, terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal;

III - modalidade: nominativa e inegociável, observado o disposto no § 1º deste artigo;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1,00 (um real);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - resgate do principal e pagamento dos juros: até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

§ 1º As NTN-I emitidas a partir de janeiro de 1998 serão negociáveis, mantidas suas demais características.

§ 2º A emissão da NTN-I será realizada após a comprovação pela instituição beneficiária da equalização ou por seu representante legal:

I - nas operações com recursos em moeda estrangeira: do embarque das mercadorias, bem como da liquidação dos contratos de câmbio relativos à totalidade do valor da exportação, na modalidade International Commercial Terms - INCOTERMS negociada;

II - nos financiamentos concedidos com recursos em moeda nacional: do embarque das mercadorias, do crédito em conta corrente bancária titulada pelo exportador dos valores em moeda nacional correspondentes ao montante negociado, bem como da liquidação dos contratos de câmbio de exportação relativos à parcela não financiada.

Art. 14. A NTN-M, a ser adquirida com os recursos decorrentes das capitalizações realizadas ao amparo do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão de Dívida, datado de 29 de novembro de 1993, terá as seguintes características:

I - prazo: quinze anos;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, até o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser 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;

IV - modalidade: nominativa e inegociável;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: em dezessete parcelas semestrais e consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15 de abril de 1994, inclusive.

Parágrafo único. A NTN-M poderá ser utilizada, ao par, como meio de pagamento para aquisição de bens e direitos alienados no âmbito do Programa Nacional de Desestatização - PND, nos termos da Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997.

Art. 15. A NTN-P, a ser emitida para atender ao disposto no inciso II do art. 1º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, terá as seguintes características:

I - prazo: mínimo de quinze anos, a contar da data da liquidação financeira da alienação ocorrida no âmbito do PND;

II - taxa de juros: seis por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa e inegociável, observado o disposto no § 2º deste artigo;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1,00 (um real);

V - atualização do valor nominal: por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base até a data do vencimento do título;

VI - pagamento dos juros: na data do resgate do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do vencimento.

§ 1º Os recursos em moeda corrente provenientes da emissão da NTN-P serão utilizados para amortizar a dívida pública mobiliária federal de emissão do Tesouro Nacional e para custear programas e projetos na área da ciência e tecnologia, da saúde, da defesa nacional, da segurança pública e do meio ambiente, aprovados pelo Presidente da República.

§ 2º Os detentores das NTN-P poderão utilizá-las, ao par, mediante expressa anuência do credor, para:

I - pagamento de dívidas próprias vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal;

II - pagamento de dívidas de terceiros vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda e dos Ministros de Estado sob cuja supervisão se encontrem as entidades envolvidas;

III - transferência, a qualquer título, para entidade integrante da Administração Pública Federal.

§ 3º Observados os privilégios legais, terão preferência, para efeito de pagamento, as dívidas vencidas com o Tesouro Nacional, ou aquelas decorrentes de avais honrados pela União.

§ 4º O disposto no § 2º não se aplica às dívidas de origem tributária para com a Fazenda Nacional.

§ 5º Nas operações a que se refere este artigo, a NTN-P será recebida ao par, valorizada "pro rata" dias úteis.

§ 6º É vedada a utilização das NTN-P como meio de pagamento para aquisição de bens e direitos alienados no âmbito do PND.

§ 7º Os conselhos de administração ou órgãos competentes das sociedades de economia mista, das empresas públicas e de outras entidades da Administração Federal, titulares de ações e bens alienados de acordo com o PND, adotarão as providências necessárias no sentido de que os recursos recebidos em moeda corrente, pela alienação daqueles bens, sejam aplicados na aquisição das NTN-P.

§ 8º Para efeito do disposto no parágrafo anterior, os recursos em moeda corrente recebidos pelos alienantes de ações, bens e direitos no âmbito do PND serão atualizados pela taxa de remuneração das aplicações realizadas, por intermédio do Banco Central do Brasil, pelas empresas abrangidas pelo Decreto-Lei nº 1.290, de 3 de dezembro de 1973, desde a data da liquidação financeira do respectivo leilão de privatização até a data da aquisição da NTN-P, na forma deste Decreto.

Art. 16. A NTN-R2, a ser utilizada para fins de aquisição por parte das entidades fechadas de previdência privada que tenham por patrocinadoras, exclusivas ou não, empresas públicas, sociedades de economia mista, federais ou estaduais, autarquias, inclusive as de natureza especial, e fundações instituídas pelo Poder Público, terá as seguintes características:

I - prazo: dez anos;

II - taxa de juros: doze por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - pagamento de juros: mensalmente;

VII - resgate do principal: em dez parcelas anuais, iguais e sucessivas.

Parágrafo único. Fica facultada a aquisição de NTN-R2 por parte das demais entidades fechadas de previdência privada, bem assim pelas sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada.

Art. 17. Fica criado o Certificado Financeiro do Tesouro - CFT, destinado a atender preferencialmente a operações com finalidades específicas definidas em lei, que poderá ser emitido em oito séries distintas, CFT Série A - CFT-A, CFT Série B - CFT-B, CFT Série C - CFT-C, CFT Série D - CFT-D, CFT Série E - CFT-E e CFT Série F - CFT-F, CFT Série G - CFT-G e CFT Série H - CFT-H, e terá as seguintes características:

I - forma de colocação: direta em favor de interessado específico;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do certificado;

V - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado.

Art. 18. O CFT-A terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal pela variação do Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna - IGP-DI do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do certificado.

Art. 19. O CFT-B terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Parágrafo único. Os CFT-B emitidos como caução a que se refere o § 10 do art. 34 da Lei nº 6.368, de 21 de outubro de 1976, terão como valor nominal múltiplo de R\$ 1,00 (um real).

Art. 20. O CFT-C terá por característica específica o rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Art. 21. O CFT-D terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do último dia imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do certificado.

Art. 22. O CFT-E terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal pela variação do IGP-M do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do certificado.

Parágrafo único. Os CFT-E emitidos em função do art. 7º da Medida Provisória nº 2.094-28, de 13 de junho de 2001, terão como valor nominal múltiplo de R\$ 1,00 (um real).

Art. 23. O CFT-F terá por característica específica o rendimento definido pelo deságio sobre o valor nominal.

Art. 24. O CFT-G terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, divulgado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, desde a data-base do certificado.

Art. 25. O CFT-H terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Art. 26. Os CFT poderão ser emitidos em cinco sub-séries distintas: CFT Sub-série 1 - CFT-1, CFT Sub-série 2 - CFT-2, CFT Sub-série 3 - CFT-3, CFT Sub-série 4 - CFT-4 e CFT Sub-série 5 - CFT-5.

§ 1º O CFT-1 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: na data de resgate do certificado;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 2º O CFT-2 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: anualmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para doze meses, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 3º O CFT-3 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 4º O CFT-4 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: mensalmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para um mês, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 5º O CFT-5 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: periodicamente, nas datas de aniversário do certificado, juntamente com os pagamentos de principal, a partir do primeiro pagamento;

II - pagamento de principal: periodicamente, nas datas de aniversário do certificado, conforme sistema francês de amortização - "Tabela Price".

Art. 27. Fica criado o Certificado do Tesouro Nacional - CTN, destinado a prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo.

§ 1º O CTN poderá ser colocado ao par, com ágio ou deságio, em favor de interessado específico, o qual deverá utilizá-lo para fins de garantia em operações de crédito de que trata a Resolução nº 2.471, de 26 de fevereiro de 1998, do Conselho Monetário Nacional.

§ 2º O valor de face dos títulos a serem adquiridos pelos devedores deve corresponder ao saldo devedor da operação de crédito.

§ 3º Para emissão do título mencionado no **caput**, serão observadas as seguintes condições:

I - limite de emissão: definido pela Secretaria do Tesouro Nacional, observando-se que:

a) as emissões anuais de títulos pelo Tesouro Nacional não poderão ultrapassar o montante correspondente às amortizações de principal dos créditos securitizados indexados a índices gerais de preços, deduzidas do volume de novas securitizações efetuadas no mesmo exercício, mediante o registro de créditos escriturais indexados aos citados índices;

b) para fins de cálculo das emissões permitidas na forma da alínea anterior, não serão computadas as securitizações efetuadas a partir de 1998, e suas respectivas amortizações, realizadas ao amparo das Leis nº 9.364, de 16 de dezembro de 1996, e nº 9.496, de 1997, e das Medidas Provisórias nº 2.192-68, de 2001, e nº 2.162-70, de 28 de junho de 2001;

II - data de emissão: dia primeiro de cada mês;

III - prazo: vinte anos;

IV - forma de colocação: direta;

V - valor nominal : R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - preço unitário: calculado à taxa de desconto de doze por cento ao ano sobre o valor nominal atualizado;

VII - atualização: com base na variação do IGP-M, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, ou outro índice que venha a substituí-lo;

VIII - opção de recompra pelo emissor: com base no preço unitário, devidamente atualizado até a data da recompra, que poderá ser exercida a partir da liberação da garantia;

IX - modalidade: negociável, observando-se que:

a) os títulos serão cedidos à instituição financeira credora da operação de renegociação da dívida, em garantia do principal, com cláusula resolutiva, os quais deverão permanecer bloqueados enquanto constituírem garantia e não houver manifestação do Tesouro Nacional acerca do exercício da opção de recompra;

b) no caso de transferência dos títulos à instituição financeira, em decorrência de execução da garantia, os títulos passarão a ser considerados inegociáveis, mediante substituição do referido ativo pela Secretaria do Tesouro Nacional, especificando esta nova característica;

X - resgate: em parcela única, na data de vencimento do título.

§ 4º No caso de resgate antecipado da dívida, o mutuário, por intermédio da instituição financeira custodiante, deverá solicitar à Secretaria do Tesouro Nacional manifestação acerca do interesse de recompra do CTN. Na hipótese de a recompra não se efetivar pela Secretaria do Tesouro Nacional, o título passa a ser negociável em mercado no prazo de até quinze dias úteis após o recebimento da solicitação de manifestação de recompra especificada no **caput** deste artigo.

Art. 28. Os Certificados da Dívida Pública Mobiliária Federal - Instituto Nacional do Seguro Social - CDP/INSS, a serem emitidos com a finalidade exclusiva de amortização ou quitação de dívidas previdenciárias, nos termos da Lei nº 9.711, de 20 de novembro de 1998, terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa e negociável;

IV - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: mensalmente, por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data da emissão do título;

VI - resgate do principal e pagamento dos juros: em parcela única, na data do resgate do título.

Parágrafo único. Os CDP serão emitidos, adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

I - oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

II - direta, em favor do Instituto Nacional do Seguro Social, nos termos do § 3º do art. 3º da Lei nº 9.711, de 1998.

Art. 29. Os títulos a que se refere este Decreto poderão ser emitidos com data-base que servirá como data de referência para atualização do valor nominal dos referidos títulos.

Art. 30. O Ministro de Estado da Fazenda fica autorizado a:

I - disciplinar as formas de operacionalização para emissão e resgate dos títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional e de registro em sistema centralizado de liquidação e custódia;

II - celebrar convênios, ajustes ou contratos para emissão, colocação e resgate dos títulos referidos neste Decreto.

Art. 31. O Ministro de Estado da Fazenda baixará os demais atos necessários para o fiel cumprimento deste Decreto.

Art. 32. Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 33. Ficam revogados os [Decretos nº 2.941, de 18 de janeiro de 1999](#), e [3.540, de 11 de julho de 2000](#).

Brasília, 4 de julho de 2001; 180º da Independência e 113º da República.

FERNANDO HENRIQUE CARDOSO
Pedro Malan