

# GERÊNCIA DA DÍVIDA PÚBLICA, RISCO CAMBIAL E PAÍS E POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL

**Aluno: Thiago de Almeida Jannuzzi**  
**Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia**

## Introdução

Apesar do enorme mercado para sua dívida, bem como a grande variedade de títulos, a imagem que se tinha no ano de 2002 é de um mercado que ainda não completou a transição do papel que desempenhava no período de hiperinflação, a saber aquele que era o provedor de ativos líquidos que ainda geravam retornos reais positivos. Esta transição até então não terminada deixava o mercado sob stress, ainda mais com o medo crescente de um possível *default* do governo sucessor.

O trabalho analisa alguns aspectos referentes à gestão da dívida pública brasileira. Discute as causas da enorme e crescente dívida pública doméstica no período de governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso. Os maiores responsáveis seriam a grande e arriscada taxa de juros e o reconhecimento de antigas dívidas (dívidas renegociadas pelo estado outras que estavam escondidas). Embora não houvesse razões para supor que o futuro iria replicar o passado, simulações mostram que a manutenção do superávit primário era essencial para manter a trajetória da dívida.

As medidas de risco da dívida pública doméstica mostram que a composição da dívida pública é muito arriscada. Volatilidade cresce precisamente quando a economia se enfraquece, drenando recursos fiscais para servir à dívida precisamente quando eles são pouco abundantes.

O risco de rolamento da dívida é introduzido em um arcabouço de média-variância e a estrutura da maturidade é discutida. O crescente risco foi o custo para melhorar a estrutura da maturidade, isto é, o risco de mercado foi aumentado enquanto o risco de refinanciamento foi reduzido. O surgimento de grandes reduções nos títulos indexados à Selic, requerendo que o Tesouro diminuísse a dívida, parece ser uma medida infeliz. Não apenas a estrutura da dívida é arriscada pela perspectiva do mercado de risco, mas também o Tesouro está cada vez mais pressionado a diminuir a dívida, assim aumentando o risco de financiamento, pois a percepção que o risco de crédito vinha aumentado.

A relação entre política monetária e gerência da dívida é de suma importância. Isso porque retoma as origens dos problemas no mercado da dívida brasileira e explica como essas duas políticas funcionam no Brasil. Mostra que as reservas servem para muitos propósitos e por causa disso, elas permanecerão por um longo tempo. Além disso, a análise das dificuldades de rolar a dívida para um prazo mais longo também é de grande relevância.

## Desenvolvimento

Durante o período 1995-2001 a dívida pública doméstica indexada à títulos mais do que quadruplicou em termos reais (porcentagem do PIB). Decompomos a dinâmica da dívida doméstica federal indexada à títulos, buscando as razões macroeconômicas do grande crescimento no período supracitado. Quantificamos as fontes da expansão e contração da dívida federal indexada à títulos.

A tabela 1.1 mostra as causas da expansão e contração da dívida pública federal indexada à títulos (em termos **nominais**). O fator mais importante para o crescimento da

dívida foi o pagamento de juros (61,04% da variação total de R\$535.343,38), seguido pela acumulação de dívidas do estado (32,60%). Esses dois itens, sozinhos, foram responsáveis por cerca de 93,64% da variação total da dívida brasileira.

A tabela 1.2 mostra as causas da expansão e contração da dívida pública federal (como porcentagem do PIB). A análise em termos reais é a mais relevante para dada situação econômica. A parcela relacionada à taxa de juros cresceu ainda mais em termos reais: somente o pagamento de juros (32,43% do PIB) excedeu a variação total da dívida líquida (20,19% do PIB) e foi quase igual à variação total da dívida doméstica federal indexada à títulos (36,13% do PIB). Se computássemos a taxa de juros real implícita na dívida líquida, dividindo os pagamentos de juros nominais pelo estoque da dívida precedente, chegamos à seguinte figura:

**Excesso de juros na Dívida Líquida**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
$I(t)/D(t-1)$	28,45%	25,28%	15,99%	32,43%	38,43%	17,37%	18,82%
$Y(t)/Y(t-1)$	1,3401	1,1982	1,1091	1,0292	1,1311	1,0923	1,0841
$(1+I(t)/D(t-1))/(Y(t)/Y(t-1))$	-4,22%	4,55%	4,58%	28,68%	22,38%	7,45%	9,60%

A linha  $I(t)/D(t-1)$  contém a taxa de juros nominal implícita na dívida líquida, obtida pela divisão dos pagamentos de juros nominais no ano  $t$  pelo estoque da dívida no fim do ano anterior. Subtraindo desta taxa nominal de juros a taxa de crescimento do PIB ( $Y(t)/Y(t-1)$ ), obtemos uma medida do excesso de taxa nominal em relação ao crescimento nominal do PIB, o que é a variável relevante para se perceber o quão importante o pagamento de juros é na relação de crescimento da dívida e do PIB. Note que estas taxas de juros implícitas medem uma média retardada das taxas correntes do mercado. O tamanho do atraso depende da média do prazo restante da dívida, e sua composição. Para a dívida nominal, um aumento na taxa de juros apenas destaca a figura a cima quando os títulos existentes no momento que a taxa de juros cresce começaram a vencer, e outros novos são emitidos com uma taxa de juros ainda mais elevada. No entanto, se a dívida é indexada à taxa de juros ou a algum outro índice positivamente correlacionado a ela, então o efeito de um aumento na taxa de juros é, se não imediato, próximo.

Tendo isso em vista, interpretamos as figuras. O excesso de juros implícito foi negativo ou baixo até 1997, e deu um salto após o começo do período de crise daquele ano com a crise Asiática. 1998 e 1999 foram anos de enormes taxas de juros, ambos por causa da enorme taxa de juros, e por causa da desvalorização, que impactou a dívida atrelada ao dólar. Em 2000, a taxa de juros implícita caiu, e em 2001 ela subiu um pouco. Dado que o ano de 2001 também foi um ano de crise, com sucessivas altas na taxa de juros no Brasil (a taxa básica de juros foi elevada de 15,25% em Janeiro para 19% em Julho), pudemos concluir que no regime de câmbio flutuante, crises internacionais têm grande impacto no crescimento da dívida.

O reconhecimento de dívidas existentes (esqueletos) adicionou até 12,87% do PIB, com o seu pico ocorrendo durante o período 1999-2001. O ideal seria que esses esqueletos já estivessem sido descobertos. No entanto, más surpresas ainda aparecem frequentemente, e isso seria uma excelente medida se o governo fizesse um exaustivo trabalho de descobrir os esqueletos para fazer saber ao mercado quais serão os choques negativos no futuro. Mais importante, ele deveria assegurar que novos esqueletos não estão sendo produzidos. A lei de responsabilidade fiscal é o maior impedimento contra a criação de dívida não financiável. Porém, o incentivo de algumas autoridades públicas em desrespeitar a lei é sempre impressionante, como pode ser visto pelo rápido crescimento dos planos de pensão estaduais e

municipais. É claramente provável que por causa desses planos de pensão insuficientemente financiados apareçam mais aposentados, e assim um novo esqueleto aparecerá.

Os rendimentos provenientes de privatizações somaram apenas um pouco menos que a metade do reconhecimento de dívidas existentes (6,095% do PIB). Tanto quanto as privatizações, o desempenho do período 1999-2001 em comparação com os quatro anos anteriores não é bom, refletindo a redução geral nas reformas econômicas que marcaram o segundo mandato de FHC.

A acumulação de recursos (16,24% do PIB) foi quase completamente esclarecida pelo aumento dos recursos domésticos (16,02%), muito dos quais possui grande risco de crédito. A dívida estatal que foi renegociada constituiu o pico dos recursos domésticos (14,09% do PIB). Reservas Estrangeiras foram mantidas quase constantes como porcentagem do PIB, tornando assim toda a Acumulação de Recursos muito menos atrativa como indicador de solvência.

Outras obrigações também permanecem razoavelmente estáveis, enquanto a dívida externa cresceu 2,12% do PIB. Este aumento reflete basicamente a mudança na taxa real de juros depois da desvalorização de 1999, e não um aumento da dívida externa em dólares.

Consequentemente, a imagem que surge da análise do alto crescimento da dívida doméstica atrelada à títulos é aquele onde as receitas de privatizações são insuficientes para neutralizar a aparência de déficits fiscais atrasados, na forma de renegociação dessas dívidas e outras obrigações (esqueletos), bem como o alto pagamento de juros. Essas imagens reforçam a importância de se prevenir a criação de novos esqueletos que podem assombrar a dívida no futuro, e de abaixar as ainda muito altas taxas de juros.

Analizamos alguns casos pertencentes aos de transição de política monetária e gerência da dívida pública. Em todos os países, ambas as políticas estão relacionadas. Porém, mais ainda no Brasil, por causa de seu processo de substituição de moeda doméstica que caracterizou a megainflação dos anos 80 e primeira metade dos anos 90.

A substituição regular de moeda foi evitada através da provisão de depósitos bancários regulares que foram protegidos da inflação. Esses depósitos, que foram considerados como dinheiro e tinham liquidez diária foram garantidos pela dívida do governo. A política monetária tornou-se completamente passiva pois ela não poderia arriscar o mecanismo de substituição de moeda doméstica aumentando a taxa de juros. Embora essa relação tenha mudado substancialmente após o Plano Real, algumas características do mecanismo de operação financeira dos dias correntes do ano de 2002 foram herdadas desse período.

Como já analisado, o Brasil podia reter um demanda razoavelmente estável por sua moeda no período de megainflação pela provisão de substitutos da moeda (doméstica) protegidos da erosão da inflação. Nesses anos, a política monetária do Banco Central se restringiu a prover uma positiva e não muito volátil taxa real de juros. Intermediários financeiros carregavam títulos do governo e forneciam clientes do mercado de moeda que foram amplamente percebidos como protegidos da inflação, ao contrário da moeda regular. O Banco Central estava para aumentar a taxa de juros a fim de segurar a inflação, isso geraria substitutos da moeda nacional protegidos da inflação. Não surpreendentemente, a política monetária foi completamente acomodativa pois a inflação subia até que foi parada com sucesso pelo Plano Real de Julho de 1994.

Desde que a política monetária foi *de facto* impossibilitada de atingir seu principal objetivo, isto é, o de lutar contra a inflação através do controle da taxa de juros, os gestores da dívida elaboraram os títulos atrelados à taxa Selic para salvar o prêmio de volatilidade que apareceu nos leilões de títulos. Em outras palavras, instituições financeiras iriam adquirir dívida nacional de curto prazo com um relevante desconto por causa do risco da taxa de juros. Note que o risco da taxa de juros durante o período de megainflação é essencialmente ligado aos saltos nas expectativas de inflação, que eram muito maiores que as mudanças na taxa de

juros. Com títulos indexados à Selic, o risco da taxa de juros foi eliminado, e o governo poderia vender os títulos a um preço mais alto.

Entretanto, com títulos ligados à Selic, a política monetária se torna completamente alheia a qualquer efeito riqueza. A taxa de juros talvez suba ou caia, e o valor presente da dívida indexada à taxa Selic permanecerá constante. Apesar de tudo, se a taxa de juros doméstica estava para cair muito, violando os limites impostos pela condição de paridade dos juros, uma saída de capitais aconteceria, desde que a taxa de juros doméstica já não serve mais como um nível confiável.

Após o Plano Real, os intermediários financeiros permaneceram ligados aos títulos do governo cujos preços tinham uma volatilidade muito perto de zero. Até 1997 (ver figura 1), o alargamento da dívida nominal aconteceu, só sendo interrompido pela crise Asiática. Aumentos de mais de 2000 pontos base na taxa básica de juros ocorreram algumas vezes até 1999. Embora no regime de taxa flutuante a taxa de câmbio também servia como pára-raios, desse modo diminuindo a volatilidade dos juros, o alargamento da dívida nominal ainda tinha que chegar aos dois anos de maturidade que foram negociadas num leilão logo antes da crise Asiática.

Os intermediários financeiros costumavam procurar a taxa Selic para ter não ter risco de mercado e assim eles podiam prover fundos do mercado de moeda cujos rendimentos seguem o nível básico da taxa de juros (a taxa Selic). Bem recentemente, porém, dada a introdução de regras estritas forçando o fundo industrial a observar as práticas de mercado, assim como a incerteza advinda do processo eleitoral (o presidente seguinte iria se ocupar da dívida pública?), até mesmo a dívida atrelada à Selic vinha sendo transacionada com um grande desconto (as vezes a cima dos 200 pontos base). Este desconto reflete juntamente liquidez e (mais) risco de crédito, e estava causando perdas para muitos fundos de mercado, os forçando a oferecer a seus clientes rendimentos negativos. Rendimentos negativos eram considerados uma excomunhão no fundo industrial, e ainda era incerto que este novo tipo de relação – onde os agentes já não têm um paraíso (ou pelo menos o sentimento de) completo de salvação da liquidez e do risco de crédito – irá exigir.

Reservas compulsórias sempre foram enormes durante o período de megainflação, e ainda eram um pouco grande. A figura 20 mostra a evolução da demanda por reservas, bem como a relação do total de reservas compulsórias por M4. Quando o Plano real começou, em Julho de 1994, as reservas compulsórias cresceram por causa do medo que o aumento na demanda por moeda poderia ser confundido com impressão de moeda inflacionária, e para deter a expansão do excesso de crédito que poderia por em risco a fase inicial do plano. Conforme o plano começou a obter mais e mais sucesso, as reservas compulsórias foram ainda mais aumentadas para prevenir um crescimento excessivo da demanda agregada. Até mesmo uma reserva compulsória de 15% em empréstimos bancários foi imposta.

Altas reservas compulsórias servem não apenas como retrocesso contra a excessiva expansão do crédito – sempre um perigo em um país com uma baixa relação crédito/PIB como o Brasil (menos de 30%) -, mas também para um muito conveniente e barato modo de transformar a dívida (parte das reservas compulsórias são depositadas em títulos do governo) Desde que o sistema de metas para inflação foi adotado como instrumento de política monetária em Maio de 1999, o Banco Central tem tentado abaixar as exigências de reserva. No entanto, no último ano, para proteger os bancos da especulação no mercado da taxa de câmbio (comprando dólares), o Banco Central decidiu aumentar as reservas compulsórias em depósitos ao longo do tempo. Em 2002, fez de novo em Junho, com o mesmo objetivo de deter o aumento da taxa de câmbio. Entretanto, esta ferramenta ainda vem sendo utilizada por diversos outros propósitos.

Nesta época, com a introdução de um novo sistema de pagamentos, as grandes reservas compulsórias se mostraram muito úteis. Isto porque o Banco Central permitiu aos bancos usar

suas reservas compulsórias durante o dia de realização de transações, desse modo fornecendo bastante liquidez extra para compensar a liquidez extra necessária que surge da passagem do sistema de pagamentos líquidos para um sistema de pagamentos bruto em tempo real.

Resumindo, parece que as grandes reservas compulsórias que foram herdadas dos anos de megainflação irão se mostrar muito difícil de serem reduzidas ao baixo nível do ano de 2002 em países da OECD.

## Conclusão

A gerência da dívida pública é talvez um dos mais importantes fatores de análise na agenda política, bem como o programa econômico do próximo presidente da República. Isso se deve ao enorme tamanho da dívida (por volta de 50% do PIB), assim como as elevadíssimas taxas de juros brasileiras. Esses dois fatores juntos ameaçam por a dívida em um patamar insustentável.

No trabalho analisamos diversos aspectos referentes à gerência da dívida. Estudamos as causas da extremamente grande e crescente dívida pública doméstica durante o governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso. Os dados mostram que o pagamento de juros foram os maiores culpados do crescimento da dívida. Esqueletos descobertos também foram importantes.

O resumo macroeconômico por trás dos dados é o seguinte: nos primeiros anos do Plano Real, a postura fiscal era um pouco frouxa e por isso a política monetária era utilizada para prevenir o aumento da demanda agregada que ameaçava o principal objetivo do plano, a baixa inflação. Durante esse período, muito capital estrangeiro entrou forçando o governo a impor barreiras à entrada de capitais no país e, com isso, evitando a apreciação do Real.

Essa relação mudou após a crise Asiática. A taxa de juros teve que ser elevada para evitar a fuga de capitais, que ameaçaria o controle da taxa de câmbio e, por isso, também ameaçava a estabilidade da inflação.

Esta situação foi preponderante até o início de 1999, quando o Real passou a flutuar e o novo regime de política monetária foi criado com base no novo paradigma mundial de metas para a inflação. Desde 1998.3, uma nova, e muito rígida, postura fiscal foi posta em prática, com ambiciosas metas para o superávit primário. No entanto, a composição da dívida, que chega a aproximadamente 50% indexada a taxas de juros de curto prazo e um quarto à taxa de câmbio, mantendo o alto crescimento da dívida em face de choques externos que causam a depreciação de nossa moeda e que requerem altas taxas de juros para assegurar que o sistema de metas para inflação não seja abandonado.

Analisamos o risco de rolagem da dívida em um contexto de análise de média-variância. Ela mostrou que as decisões com respeito à composição da dívida que foram tomadas em Maio de 1998 poderiam ser interpretadas como choques que inclinaram o *trade-off* do governo entre risco de mercado e risco de rolagem da dívida. Os dados até Abril de 2002 mostram que a maturidade da dívida vem sendo gradualmente alongada. O crescente risco foi o custo desse alongamento, isto é, o risco de mercado aumentou enquanto que o risco de renegociação da dívida diminuiu. Em 2002, a redução de títulos indexados à Selic, fazendo o Tesouro reduzir a dívida parece ser uma medida infeliz. Não apenas a estrutura da dívida é extremamente arriscada pelo ponto de vista do mercado como também o Tesouro está cada vez mais pressionado a reduzir a dívida, o que por sua vez aumenta o risco de refinanciamento, por causa da percepção de aumento do risco de crédito.

Finalmente, consideramos alguns pontos importantes de política monetária e gerência de risco. Mostramos que mesmo que a megainflação tenha ocorrido oito anos antes do período estudado, alguns de seus efeitos ainda estão presentes, como pode ser visto na demanda doméstica pela dívida pública.

Revimos também diversos papéis das reservas compulsórias. A conclusão geral à qual chegamos foi que as altas reservas compulsórias quase sempre ajudam a autoridade monetária a atingir alguns objetivos que não tinham nada a ver com as reservas compulsórias. Por exemplo, reservas compulsórias eram utilizadas para conter a expansão de crédito, especulação em mercados estrangeiros de câmbio, e para prover limites intradiários para bancos operarem no novo sistema de pagamentos brutos em tempo real. Por esse valor escolhido, é provável que o nível de reservas compulsórias seja mantido por muito mais tempo.

### **Referências**

[1] GARCIA, Márcio Gomes Pinto. Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions.

TABLE I.1. FEDERAL DEBT USES: 1995 - 2001

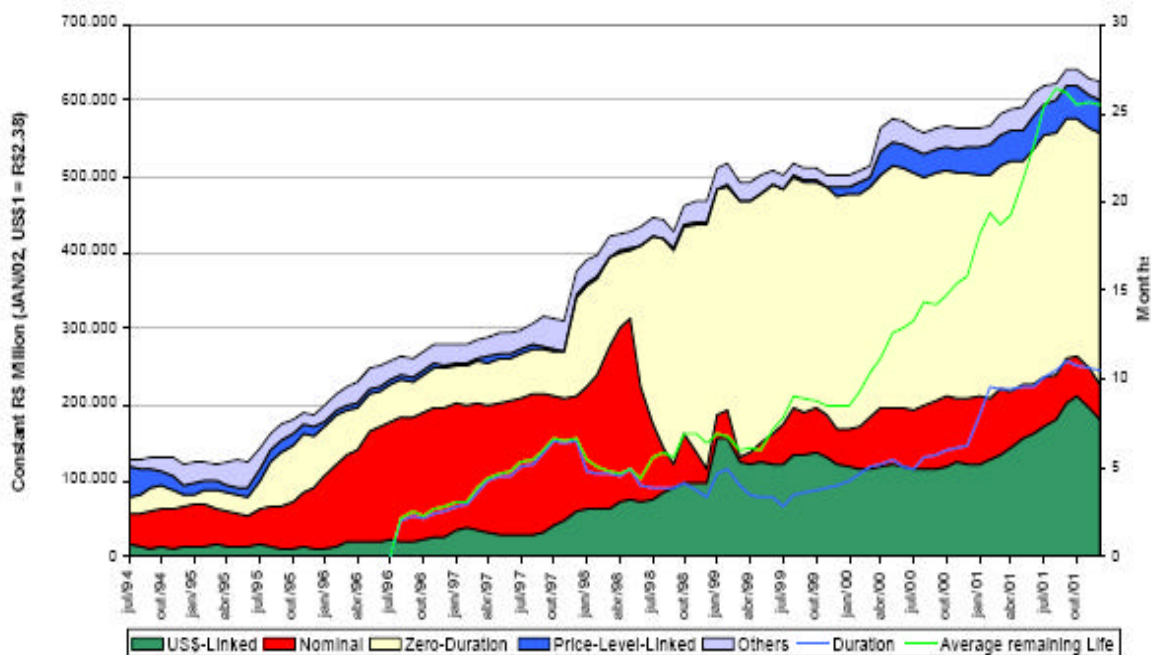
In R\$ Million	Dec/94	Dec/95	Dec/96	Dec/97	Dec/98	Dec/99	Dec/00	Dec/01	Variation	Percentage Share
<b>Federal Net Debt (= Central Bank)</b>	<b>65,836.21</b>	<b>90,406.30</b>	<b>126,413.28</b>	<b>167,741.82</b>	<b>231,267.74</b>	<b>316,221.69</b>	<b>352,567.13</b>	<b>411,771.95</b>	<b>345,935.75</b>	<b>64.67%</b>
Interest Payments (Federal Government + CB)	16,727.60	22,653.13	20,537.19	20,537.19	54,402.28	66,881.41	54,926.30	66,434.53	326,762.64	61.04%
Primary Deficit (Federal Government + CB)	-3,335.75	-2,907.57	-2,907.57	2,374.56	-5,041.51	-22,672.11	-20,430.69	-21,979.78	-73,992.75	-13.82%
Nominal Deficit minus Net Debt Variation of the States and Municipalities	1,661.52	214.31	3,823.79	3,823.79	3,402.93	-9,292.19	8,383.79	-19,984.34	-6,722.63	-1.26%
Nominal Deficit minus Net Debt Variation of the State Owned Enterprises	-773.34	2,655.03	26,592.35	26,592.35	5,808.53	-6,514.65	-3,433.79	-1,398.69	23,135.24	4.32%
Balance Sheet Adjustment Variation	16,142.14	2,646.83	17,813.92	17,813.92	43,524.52	17,537.27	36,714.00	36,714.00	134,378.68	25.10%
Privatization Adjustment Variation	1,144.00	16,645.14	12,860.27	12,860.27	8,973.03	20,238.56	580.50	60,642.50	60,642.50	11.37%
Adjustment not Computed by the Central Bank	8,264.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8,264.69	1.54%
<b>Assets</b>	<b>106,558.55</b>	<b>147,888.21</b>	<b>192,459.55</b>	<b>257,349.80</b>	<b>270,151.58</b>	<b>343,336.99</b>	<b>377,796.92</b>	<b>462,963.12</b>	<b>356,404.57</b>	<b>66.57%</b>
1. Domestic	73,806.29	97,534.72	130,029.31	199,145.60	216,332.39	278,352.22	313,246.24	379,736.69	305,932.40	57.15%
1.1. FAT	12,600.00	17,726.00	20,466.00	23,291.23	27,676.93	33,405.29	51,092.01	60,977.45	48,177.25	9.00%
1.2. CB's credits to financial institutions	20,561.00	34,577.00	67,646.00	66,920.00	48,490.18	40,812.82	37,341.00	2,573.00	1,012.00	0.19%
1.3. Federal Government's credits (Law 8727/93)	6,276.27	10,011.03	11,469.69	12,998.61	3,849.18	4,651.06	4,754.65	19,246.02	10,569.75	2.05%
1.4. Debt Renegotiations with the States	0.00	0.00	0.00	49,480.37	66,612.46	131,540.35	154,630.36	174,501.56	174,501.56	32.60%
1.5. Others	32,169.01	36,218.69	30,455.62	44,455.39	49,501.74	67,742.81	69,226.21	103,440.86	71,271.85	13.31%
2. Foreign Reserves	32,752.26	50,353.49	62,430.25	58,204.20	53,619.19	64,986.76	64,550.68	83,224.43	50,472.17	9.43%
<b>Other Debts (-)</b>	<b>112,139.76</b>	<b>131,628.51</b>	<b>147,965.84</b>	<b>172,806.07</b>	<b>178,795.81</b>	<b>245,193.50</b>	<b>241,554.98</b>	<b>279,136.69</b>	<b>173,141.55</b>	<b>32.34%</b>
1. Domestic	46,946.67	57,551.66	72,656.44	97,113.73	66,164.38	57,042.92	91,609.77	92,659.91	42,335.02	7.91%
1.1 Monetary Base	17,665.00	21,691.00	19,796.00	31,828.00	39,223.00	48,430.00	47,679.00	53,247.00	32,039.00	5.98%
1.2. Others	29,261.67	35,860.66	53,062.44	65,285.73	46,941.38	48,612.92	43,930.77	39,412.91	10,296.02	1.92%
2. Foreign	65,193.09	74,066.83	75,107.40	75,692.34	92,631.44	148,150.58	149,945.20	186,476.78	130,806.53	24.43%
<b>TOTAL</b>	<b>60,255.00</b>	<b>106,666.00</b>	<b>172,907.00</b>	<b>252,285.55</b>	<b>322,623.50</b>	<b>414,367.18</b>	<b>489,209.07</b>	<b>595,598.38</b>	<b>535,343.38</b>	<b>100.00%</b>

**TABLE 1.2. FEDERAL DEBT USES: 1995 - 2001**

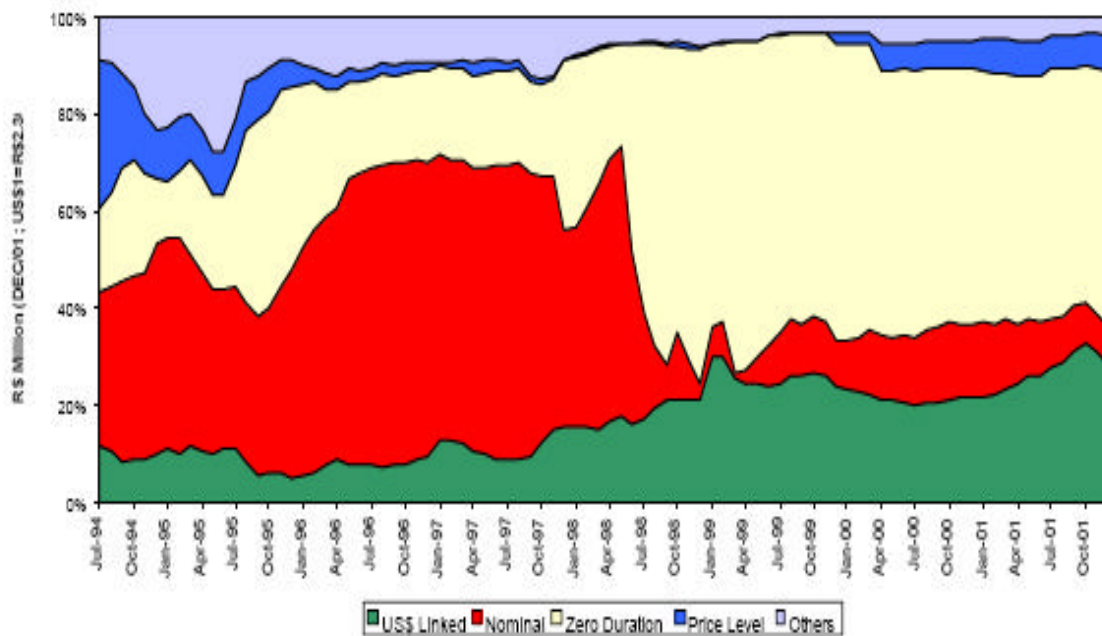
In Percent of GDP	Dec/94	Dec/95	Dec/96	Dec/97	Dec/98	Dec/99	Dec/00	Dec/01	Variation	Percent Variation
<b>Federal Net Debt (+ Central Bank)</b>	<b>13.06%</b>	<b>13.37%</b>	<b>15.85%</b>	<b>18.67%</b>	<b>25.01%</b>	<b>30.23%</b>	<b>30.85%</b>	<b>33.24%</b>	<b>20.19%</b>	<b>154.56%</b>
Interest Payments (Federal Government + CB)		2.77%	2.82%	2.29%	5.88%	8.50%	4.81%	5.35%	32.43%	
Primary Deficit (Federal Government + CB)		-0.49%	-0.36%	0.26%	-0.55%	-2.17%	-1.79%	-1.77%	-6.86%	
Nominal Deficit minus Net Debt Variation of the States and Municipalities		0.25%	0.03%	0.43%	0.37%	-0.89%	0.73%	-1.61%	-0.70%	
Nominal Deficit minus Net Debt Variation of the State		-0.11%	0.35%	2.96%	2.96%	-0.62%	-0.30%	-0.11%	2.79%	
<b>Owned Enterprises</b>										
Balance Sheet Adjustment Variation		0.00%	1.99%	0.29%	1.93%	4.16%	1.54%	2.95%	12.87%	
Privatization Adjustment Variation		0.00%	0.14%	1.85%	1.39%	0.86%	1.77%	0.08%	6.05%	
Adjustment not Computed by the Central Bank		1.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.22%	
<b>Assets</b>	<b>21.14%</b>	<b>21.87%</b>	<b>23.76%</b>	<b>28.64%</b>	<b>29.22%</b>	<b>32.83%</b>	<b>33.07%</b>	<b>37.38%</b>	<b>16.24%</b>	<b>76.85%</b>
1. Domestic	14.64%	14.43%	16.05%	22.17%	23.40%	26.61%	27.42%	30.66%	16.02%	
1.1. FAT	2.54%	2.62%	2.53%	2.59%	3.01%	3.19%	4.47%	4.92%	2.38%	
1.2. CB's credits to financial institutions	4.08%	5.11%	8.35%	7.67%	5.24%	3.90%	3.27%	1.74%	-2.34%	
1.3. Federal Government's credits (Law 8727/93)	1.64%	1.48%	1.42%	1.45%	0.42%	0.46%	0.42%	1.55%	-0.09%	
1.4. Debt Renegotiations with the States	0.00%	0.00%	0.00%	5.51%	9.37%	12.86%	13.55%	14.04%	14.04%	
1.5. Others	6.38%	5.21%	3.76%	4.95%	5.35%	6.48%	5.71%	8.35%	1.97%	
2. Foreign Reserves	6.50%	7.45%	7.71%	6.48%	5.82%	6.21%	5.65%	6.72%	0.22%	
<b>Other Debts (-)</b>	<b>22.24%</b>	<b>19.47%</b>	<b>18.27%</b>	<b>19.23%</b>	<b>19.34%</b>	<b>23.44%</b>	<b>21.14%</b>	<b>22.54%</b>	<b>0.29%</b>	<b>1.32%</b>
1. Domestic	9.31%	8.51%	8.99%	10.81%	9.32%	9.28%	8.02%	7.48%	-1.83%	
1.1 Monetary Base	3.51%	3.21%	2.44%	3.54%	4.24%	4.63%	4.17%	4.30%	0.79%	
1.2. Others	5.80%	5.31%	6.55%	7.27%	5.08%	4.65%	3.85%	3.18%	-2.62%	
2. Foreign	12.93%	10.96%	9.27%	8.42%	10.02%	14.16%	13.12%	15.06%	2.12%	
<b>TOTAL</b>	<b>11.95%</b>	<b>15.78%</b>	<b>21.34%</b>	<b>28.08%</b>	<b>34.89%</b>	<b>39.62%</b>	<b>42.82%</b>	<b>48.09%</b>	<b>36.13%</b>	<b>302.34%</b>



**FIGURE 1**  
Federal Bonded Debt: Composition and Average Maturity



**FIGURE 2**  
Federal Bonded Debt: Composition (%)



**FIGURE 20**  
**Reserve Requirements**

