

**ALGUMAS RELAÇÕES ENTRE A SELIC-over E O CDI****SOME RELATIONS BETWEEN SELIC-over AND CDI****EDUARDO MEDEIROS RUBIK<sup>1</sup>**  
**KARINE VIVIANE DE ANDRADE DA COSTA<sup>2</sup>**

**RESUMO:** Analisar a relação entre variáveis é comum e ao mesmo tempo importante no mundo das finanças. Duas das mais importantes taxas no mercado financeiro, atualmente, são a Taxa SELIC-over e o CDI. Elas influenciam diretamente na determinação do custo do dinheiro, e, conseqüentemente, na formação de preço de diversos produtos financeiros do mercado. Sendo assim, através de uma pesquisa descritiva, o presente artigo buscou analisar a relação entre as taxas em questão visando facilitar o entendimento de suas conexões. Para tanto, se utilizou de ferramentas estatísticas como: média, desvio-padrão, grau de correlação e elasticidade. Para a elaboração do referencial teórico do trabalho, foram elucidados temas como: moeda escritural, política monetária, mercado interbancário, entre outros. Os resultados obtidos apontam para um elevado grau de correlação positivo entre as variáveis em estudo, além de apresentar uma grande proximidade entre as médias e desvios-padrão das séries. A elasticidade entre as variações, na SELIC-over e no CDI, pode ser considerada unitária. Concluiu-se com o presente artigo que o instrumento (*open market*) utilizado pelo COPOM para regular as taxas do mercado financeiro é eficiente.

**ABSTRACT:** To analyse the relation between variables is common and at the same time it's important to the financial world. At the present, two of the most important rates in the financial market are the SELIC-over Tax and the CDI. They influence straightly in the determination of the the money's cost, and, consequently, in the price formation of several financial products of the market. In this case, through a descriptive research, the present article has the objective to analyse the relation between the rates already mention aiming to make easy the understanding of its connections. To do it, it was used of some statistical tools, like: average, diversion-standard, the correlation and elasticity degree. To prepare the theoretical reference of the work, subjects were elucidated like: escritural coin, monetary politics, interbank market, beside others. The results obtained point to an elevated correlated positive degree between the averages and diversions-standards of the series. The elasticity between the variations, in the SELIC-over and in the CDI, can be considered an unitarian. It was concluded, with the present article, that the instrument (*open market*) used by the COPOM to regulate the rates of the financial market is efficient.

**Palavras-Chave:** SELIC, Certificado de Depósito Interbancário (CDI), Taxas de juros

**Key-Words:** SELIC, Certified of Interbank Deposit (CDI), interest rates.

**Sumário:** Introdução - 1 Referencial Teórico - 1.1 A Moeda Escritural e o Multiplicador Monetário: Uma visão ampla dos movimentos da Moeda na Economia - 1.2 Sistema da Política Monetária - 1.2.1 Instrumentos Clássicos - 1.2.2 Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) - 1.2.3 Metas Intermediárias, Operacionais e Finais - 1.3 As Reservas Bancárias e sua relação com a taxa de Juros -1.3.1 Certificado de Depósito Interbancário (CDI) - 2 Análise e Discussão dos Resultados - 2.1 A Relação entre a SELIC-over e o CDI - 2.2 Uma análise da sensibilidade do CDI em relação às variações na SELIC-over - Conclusão - Referências.

<sup>1</sup>Economista, acadêmico de Matemática – UNIOESTE Campus Cascavel e pós-graduando do programa de MBA em Finanças, na mesma instituição. e-mail: eduardo\_rubik@yahoo.com

<sup>2</sup>Economista, acadêmica do programa de pós-graduação MBA em Finanças – UNIOESTE Campus Cascavel. e-mail: karinevic@hotmail.com

## **INTRODUÇÃO**

Em finanças, investigar a relação entre variáveis é tarefa comum e ao mesmo tempo importante. Muitas vezes, uma variável depende apenas de seus próprios movimentos passadas, porém, algumas vezes dependem também da variação de outros indicadores correlatos.

As taxas SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) e CDI (Certificado de Depósito Interbancário), objetos de estudo deste artigo, são de suma importância no sistema financeiro nacional e estão diretamente relacionadas, tendo em vista que possuem praticamente os mesmos objetivos. A primeira, como será exposta detalhadamente no referencial teórico deste trabalho, é determinada pelo movimento de compra e venda de títulos públicos e a segunda pela negociação de títulos entre instituições financeiras, visando sempre o equilíbrio da conta de reserva dos bancos.

Sabendo da relação entre as variáveis em questão e da importância das mesmas para o mercado financeiro como um todo, se faz necessário analisar como elas se inter-relacionam. Para tanto, serão utilizadas ferramentas estatísticas como média, desvio-padrão e elasticidade. Antes, porém, serão estudados alguns conceitos inerentes à Política Monetária, detalhando conceitos como: reservas bancárias, multiplicador bancário e instrumentos de política monetária, bem como os conceitos teóricos da SELIC e o CDI.

Trata-se de uma pesquisa descritiva, pois se tem como objetivos descrever características e estabelecer relações entre variáveis financeiras. De acordo com (Gil, 1995, p.39), “as pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, ainda, o estabelecimento de relações entre variáveis.” Para o autor, algumas pesquisas vão além da definição de relações entre variáveis e buscam determinar a natureza dessa relação.

Os dados foram coletados na base de dados macroeconômicos, financeiros e regionais do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA), disponibilizados no endereço eletrônico da instituição. Porém, têm como fonte o Banco Central do Brasil. O período a ser analisado se inicia em Janeiro de 2000 e vai até o último mês de 2007. Trata-se de informações mensais, em forma percentual.

## **1 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **1.1 A MOEDA ESCRITURAL E O MULTIPLICADOR MONETÁRIO: UMA VISÃO AMPLADOS MOVIMENTOS DAMOEDANA ECONOMIA**

O objetivo final da Política Monetária é afetar as variáveis reais e nominais da economia, através do controle da quantidade de moeda. Essas variáveis podem ser interpretadas como objetivos, como por exemplo: alto nível de emprego, crescimento

econômico, estabilidade da taxa de câmbio e principalmente, o mais almejado, estabilidade de preços. Assim a condução da Política Monetária deve buscar a compatibilidade entre essas diferentes metas (MISHKIN, 2000).

A quantidade de moeda ofertada, ou base monetária, é estabelecida pelo Banco Central. A demanda pela moeda, por sua vez, é realizada pelos bancos e pelo público que utiliza estas moedas, transformando-as em meios de pagamento ou reservas. Ou seja, os indivíduos usarão uma determinada quantidade de moeda para financiar suas despesas de acordo com o nível real de renda que possuem, e também de acordo com o custo de a possuírem, a taxa de juros. Altas taxas de juros tornam a moeda cara em relação a outros ativos e os indivíduos se esforçarão para não deter mais moeda do que o necessário. Os bancos, por sua vez, demandam moeda para manter reservas e realizar negócios. (DORNBUSCH e FISHER, 1991). Os meios de pagamento, porém, não são criados somente pelo Banco Central, os bancos comerciais também o fazem ao receberem depósitos a vista, as reservas dos agentes econômicos (moeda escritural). Como nem todos os clientes sacam seus depósitos ao mesmo tempo, os bancos criam moeda escritural em quantidade superior às reservas que possuem, fazendo empréstimos com o dinheiro depositado, que geram novos depósitos, e assim sucessivamente. Assim, o depósito inicial permite a realização de outros empréstimos pelos bancos, que são um múltiplo do empréstimo original. A esse impacto gerado nos meios de pagamentos dá-se o nome de multiplicador monetário.

Assim, segundo Carvalho *et all* (p.107, 2000) “os meios de pagamento tornam-se um múltiplo da base monetária. O multiplicador monetário é a razão dos meios de pagamentos/base monetária”

A equação que representa o multiplicador monetário pode ser deduzida da relação entre a base monetária e os meios de pagamento e entre as reservas bancárias e os depósitos á vista:

$$\alpha = \frac{1}{1 - d(1 - e)}$$

Na equação acima, “d” representa a razão depósito á vista/meios de pagamento e “e” a razão encaixes dos bancos/depósitos á vista. Assim, o multiplicador será menor, quando se aumentam as reservas bancárias em relação aos depósitos á vista, isso ocorre, por exemplo, quando aumenta a taxa de depósito compulsório, representada na equação por “e”. Quando a quantidade de depósito á vista aumenta em relação aos meios de pagamentos, o “d” da equação, maior será o multiplicador. Isso ocorre quando, por exemplo, os bancos ofertam mais crédito, aumentando a quantidade de depósitos á vista.

O Banco Central pode atingir diretamente a base monetária, alterando a taxa de depósito compulsório, ou indiretamente quando impõe taxas punitivas nas operações de redesconto e empréstimos de liquidez. Neste caso, segundo Carvalho *et all* (2000, p.111) “os bancos serão mais cautelosos nas políticas creditícias (reduzindo o valor de

“d”) para evitar situações de insuficiência de reservas”. Dessa forma, o multiplicador monetário reflete o poder que os bancos têm de transformar moeda em meios de pagamento. Contudo, o Banco Central como executor da política monetária, consegue ter um controle total sobre a oferta de moeda, já que ele detém o poder de determinar a taxa de reservas bancárias e o controle das políticas de crédito.

## 1.2 SISTEMÁTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA

### 1.2.1 Instrumentos Clássicos

Como vimos, ao executar a Política Monetária, o BACEN intervém na quantidade de moeda ofertada. Segundo Carvalho *et al* (2000, p.120) o Banco Central dispõe de mecanismos ou instrumentos que lhe permitem a operacionalidade da Política Monetária, onde os mais importantes são: o recolhimento compulsório, o redesconto de liquidez, e as operações de mercado aberto (*open market*).

O recolhimento compulsório é um percentual dos depósitos à vista que os bancos recolhem junto ao Banco Central. Através desse mecanismo o BACEN consegue controlar a liquidez na economia no curto prazo, pois com o controle do multiplicador bancário, os bancos terão mais ou menos reservas para fazer negócios, independentemente da demanda de moeda pelo público.

O Redesconto de liquidez é uma assistência financeira concedida pelo Banco Central aos bancos com necessidades de reservas no fechamento dos seus caixas no final do dia. Essa assistência pode ser feita via empréstimos com garantias, ou por meio de desconto de títulos definidos pelo Banco Central, a taxas previamente determinadas. Alterando as taxas do redesconto o Banco Central controla a liquidez na economia, estimulando ou não os bancos a demandarem empréstimos.

Por último, as operações de Mercado Aberto são o instrumento mais ágil da política monetária. O Banco Central atua negociando títulos públicos no mercado, determinando assim as mudanças nas taxas de juros e na base monetária. Em uma política monetária expansionista o Banco Central recompra títulos já emitidos, aumentando a base monetária e reduzindo a taxa de juros de curto prazo. Ao contrário, em uma política restritiva, o Banco Central emite títulos, reduzindo a liquidez da economia, promovendo assim a elevação das taxas de juros de curto prazo.

As operações de *open market* são o mecanismo mais utilizado pelos Bancos Centrais, pois têm uma maior eficácia no controle da liquidez e da taxa de juros de curto prazo, comparado ao recolhimento compulsório e ao redesconto de liquidez. Através dessas operações o Banco Central mantém a taxa de juros de curto prazo nos níveis desejados, controlando a quantidade de moeda no mercado. Sistemáticamente, o Banco Central atua comprando títulos do Tesouro Nacional, injetando moeda na economia e reduzindo a taxa de juros, e inversamente, vendendo títulos, retirando moeda de circulação e aumentando a taxa de juros (OLIVEIRA E PACHECO, 2006).

### 1.2.2 Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC)

As operações de compra e venda de títulos, realizadas pelo Banco Central, são feitas em leilões formais ou informais. Os formais são realizados com instituições financeiras credenciadas, chamadas de *dealers*. Estas operações são compromissadas, onde o BACEN assume o compromisso de recomprar os títulos em um prazo definido. Já nos leilões informais, conhecidos como *go-arounds*, as operações são definitivas, onde não há acordo de recompra. Carvalho (2007, p.152) esclarece que “as operações definitivas são particularmente indicadas quando o Banco Central quer fazer uma retirada de reservas do mercado de forma mais permanente”, indicando assim políticas restritivas de longo prazo.

Todas as transações efetuadas com esses títulos são registradas em um sistema denominado Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), que faz a liquidação, transferência e custódia dos mesmos.

O COPOM define a taxa que deve ser praticada neste mercado, periodicamente, divulgando uma meta anual chamada de taxa SELIC-Meta. Contudo, essa taxa é apenas um balizador dessas negociações, ou seja, as condições de oferta e demanda por títulos nas operações de mercado aberto é que determinam a taxa efetiva dos negócios realizados. Esta taxa efetivamente negociada no mercado é definida como taxa SELIC-over. Essa taxa é determinada pela média ponderada do volume de negócios realizados durante o dia entre as instituições financeiras e o Banco Central, e é representada na forma anual.

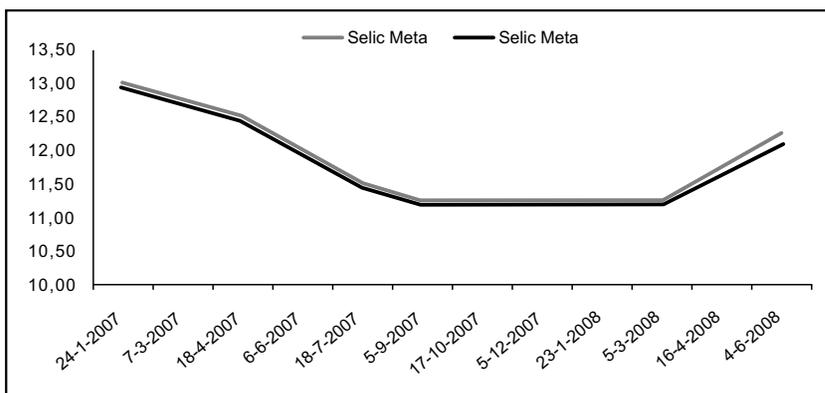


Gráfico 2.1 - Relação entre a Taxa SELIC - Meta e a SELIC-over  
Fonte: Dados do BACEN, 2008

Contudo, a SELIC-over é sempre muito próxima da taxa SELIC-Meta, pois o Banco Central mantém as negociações em um nível compatível com a taxa definida como meta pelo COPOM. O gráfico 2.1 mostra a relação entre a SELIC-Meta, definida pelo COPOM, e taxa SELIC-over, definida pelo mercado.

As taxas SELIC-Meta e SELIC-over, representam então, as taxas básicas de juros

do sistema financeiro nacional, impactando em todas as demais taxas do mercado. O custo de capital geral da economia toma como referência estas taxas, que remuneram os ativos mais seguros do país, os títulos emitidos pelo Governo Central.

### 1.2.3 Metas intermediárias, operacionais e finais.

O Banco Central utiliza-se desses mecanismos para atingir indiretamente seus objetivos finais de política monetária, como crescimento econômico, estabilidade de preços, alto nível de emprego, entre outros. No Brasil, essa política é baseada no “sistema de metas de inflação”, onde o objetivo prioritário é a estabilidade de preços. Essa política foi instituída no país a partir de junho de 1999, pois a política monetária deixou de ser determinada pela variação da taxa de câmbio, que passou a ser flexível. O Banco Central, executor da política, definiu as metas de inflação no médio prazo, e se compromete a traçar estratégias adequadas para perseguir essas metas.

Porém, os efeitos causados por esses instrumentos não têm efeito imediato, ou seja, há um intervalo de tempo entre a implementação da política e os seus efeitos na economia. Diante desse fato, o Banco Central adota estratégias que estão entre seus instrumentos e seus objetivos finais. Carvalho *et al* (2000, p.120) explica que após a definição dos objetivos finais sejam eles crescimento econômico ou estabilidade de preços, os bancos centrais escolhem as variáveis alvo (que podem ser agregados monetários ou taxa de juros), chamadas metas intermediárias. Como essas metas também não são afetadas diretamente pelos instrumentos de política monetária, os bancos centrais escolhem um outro conjunto de variáveis como alvo, chamado metas operacionais, que irão afetar as metas intermediárias.

De uma forma mais real, no caso da economia brasileira, onde o objetivo final da política monetária é a estabilidade de preços (metas de inflação), o Banco Central estabelece metas intermediárias (taxas de juros de curto prazo) que serão afetadas pelas metas operacionais (controle da base monetária), através do mecanismo de compra e venda de títulos, as operações de mercado aberto. O quadro 1, demonstra a estrutura analítica da operacionalidade da política monetária, no caso da economia brasileira.

<b>Instrumento de Política</b>	<b>Metas Operacionais</b>	<b>Metas Intermediárias</b>	<b>Metas finais de política</b>
<b>Operações de Mercado Aberto</b>	<b>Taxa de juros de curto prazo</b>	<b>Base monetária</b>	<b>Inflação</b>

Quadro 2.1 - Estrutura da Política Monetária  
Fonte: Adaptado de Carvalho et al., 2000

Para Mishkin (2000, p.288) “o banco central usa essa estratégia porque é mais fácil atingir um objetivo visando alcançar uma meta intermediária do que mirar

diretamente o objetivo final". Dessa forma as metas intermediárias e finais funcionam como indicadores para verificar se suas políticas estão na direção certa.

### 1.3 AS RESERVAS BANCÁRIAS E SUA RELAÇÃO COM A TAXA DE JUROS

O controle da taxa de juros de curto prazo constitui-se em uma importante meta intermediária. Para tanto, o Banco Central efetua um rígido controle da base monetária, mais especificamente das reservas bancárias.

Da mesma forma que pessoas físicas, jurídicas e mesmo os governos possuem contas nos bancos, os próprios bancos possuem uma conta corrente no Banco Central, denominada conta de reservas dos bancos comerciais. Todas as transações comerciais efetuadas pelos bancos são registradas em sua conta de reservas. O Banco Central efetua lançamentos a débito ou a crédito quando os bancos perdem ou ganham reservas, respectivamente. As transações dos agentes econômicos também impactam nas reservas dos bancos, os saques feitos pelos clientes geram débitos na conta de reservas, e os depósitos, ao contrário, geram um lançamento a crédito. Podem ainda ocorrer simples transferências de reservas entre os bancos, quando, por exemplo, um cliente deposita um cheque em um banco com o qual não mantém conta corrente e o Banco Central faz a transferência de reservas entre as duas instituições.

Ocorre que os bancos fecham seus caixas diariamente, e os mesmos precisam estar zerados. Eventualmente haverá bancos com reservas excedentes e outros deficitários. Segundo Contijo (2007, p.10) ter um excesso de reservas é uma situação indesejada para os bancos, pois geram um custo de oportunidade, já que os recursos junto à conta no Banco Central não são remunerados. Diante disso, os bancos superavitários optam por alocar as sobras em títulos públicos.

Na situação em que o banco está deficitário, ou seja, há necessidade de suprimento para o fechamento do caixa, o mesmo deverá buscar no mercado empréstimos para zerar seu saldo na conta de reservas. Uma das alternativas é o redesconto de liquidez, concedido pelo Banco Central, que muitas vezes pode apresentar taxas elevadas e punitivas, visando forçar os bancos a controlar melhor suas finanças, o que torna a utilização desta opção somente em último caso. Assim, ele recorre ao mercado interbancário para ajustar esse desequilíbrio. Nesse mercado, os bancos superavitários transferem reservas aos bancos deficitários em operações compromissadas de um dia (*overnight*), onde o banco tomador dos recursos se compromete a recomprar o título no dia seguinte.

#### 1.3.1 Certificado de Depósito Interbancário (CDI)

A troca de reservas entre bancos ocorre no mercado interbancário, negociando-se títulos privados. Estes negócios utilizam uma taxa de juros muito

próxima da taxa que remunera os títulos públicos federais, a SELIC-over e depende também da oferta e demanda de recursos entre os bancos.

A taxa média das transações efetuadas em um dia no mercado interbancário é denominada taxa *DI-over*. Essa taxa, assim como a SELIC-over, funciona como referência para as operações dos agentes econômicos com os intermediários financeiros, ou seja, os agentes esperam que seu capital financeiro e/ou não financeiro, seja remunerado pela taxa que remunera os certificados negociados neste mercado.

Caso ocorra um diferencial significativo entre as taxas, haverá transferência de capital de outros mercados, para o mercado interbancário, induzindo os intermediários a elevarem as taxas passivas próximo à taxa básica.

Contijo (2007, p.12) faz uma importante observação: “no longo prazo, a remuneração das ações e do capital não-financeiro deve ser pelo menos igual à que qualquer investidor obtém no mercado” assim, a taxa básica de juros é um balizador do sistema financeiro, representando o custo de oportunidade do capital em geral.

As taxas, CDI e SELIC-over, representam dessa forma as taxas de referência da economia, pois ambas possuem as mesmas finalidades. Negociações entre os bancos e o Banco Central para o gerenciamento da conta de reservas e para a regular a liquidez da economia, respectivamente. Operações estas, lastreadas em títulos públicos.

## 2 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 2.1 ARELAÇÃO ENTRE A SELIC-OVER E O CDI

Para relacionar as variáveis SELIC-over e CDI, é necessário ampliar o entendimento da relação entre os bancos superavitários e deficitários. Todos os dias, no sistema financeiro nacional, quando os bancos fecham seus caixas, podem ocorrer duas situações: ou a quantidade de dinheiro que saiu da instituição financeira é maior que sua captação ou a quantidade de dinheiro que entrou na instituição financeira é maior que a quantidade de suas aplicações. Para equilibrar a conta caixa, os bancos recorrem ao mercado interbancário de títulos, onde são negociados os CDI's ou ao mercado aberto de títulos públicos (*open market*).



Figura 3.1 - Relação entre bancos  
Fonte: Elaboração dos autores.

Para maximizar a renda do dinheiro excedente, o banco superavitário deve direcioná-lo para a aquisição de títulos. Uma das opções é a compra de títulos públicos, teoricamente livres de risco, que remuneram o dinheiro à taxa SELIC-over. Outra opção é a compra de títulos emitidos por outros bancos, os Certificados de Depósito Interbancários (CDI), os quais possuem certo grau de risco, pois, são garantidos pelas próprias instituições financeiras que os emitem.

Aos bancos deficitários cabe a tarefa de vender títulos públicos no mercado secundário, que eventualmente possuam em tesouraria, ou emitir, como mencionado antes, Certificados de Depósito Interbancários (CDI) para captar recursos a fim de equilibrar seu caixa.

Tendo em vista que os títulos públicos e o CDI têm a mesma finalidade, como visto no referencial teórico deste trabalho, divergindo apenas no que tange as garantias praticadas, suas taxas sempre estão muito próximas. Por isso, possuem correlação positiva quase perfeita, como a tabela 3.1 demonstra.

	<i>SELIC-over</i>	<i>CDI</i>
<b>SELIC-over</b>	<b>1</b>	
<b>CDI</b>	<b>0,999917</b>	<b>1</b>

Tabela 3.1 - Grau de Correlação SELIC-over e CDI  
Fonte: Elaboração dos autores, Dados: BACEN

Os valores médios das taxas em questão estão relacionados na tabela 3.2, onde se percebe a proximidade entre as mesmas, divergindo, na maioria das vezes, apenas na casa dos milésimos.

A tabela abaixo mostra um fato interessante. Contrariando a Teoria das Finanças, onde títulos com maiores riscos devem apresentar maiores retornos, percebe-se para o período em questão, que o CDI apenas superou a rentabilidade da SELIC-over no ano de 2002. Ou seja, o título com maior risco apresentou os menores retornos.

Período	SELIC (%)		CDI (%)	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
2000	1,3489	0,1050	1,3434	0,1033
2001	1,3306	0,1601	1,3287	0,1628
2002	1,4635	0,1379	1,4642	0,1380
2003	1,8037	0,2261	1,8003	0,2263
2004	1,2512	0,0986	1,2465	0,0991
2005	1,4884	0,1136	1,4833	0,1131
2006	1,1576	0,1457	1,1536	0,1455
2007	0,9372	0,0888	0,9325	0,0888

Tabela 3.2 - Taxa Média Mensal: SELIC-over e CDI  
Fonte: Elaboração dos autores, Dados: BACEN

Como consequência de valores médios muito próximos, as oscilações dos indicadores em análise ficaram em torno dos mesmos valores. Vale ressaltar que o ano de 2003 apresentou o maior valor para o desvio-padrão, no período em análise, tanto para a SELIC-over quanto para o CDI. Ou seja, foi o ano em que as taxas mensais mais variaram em torno da média.

Além de apresentar o maior desvio-padrão, o ano de 2003 apresentou também o maior valor médio para os indicadores. Isso reflete a resposta do Banco Central à rápida aceleração dos preços que ocorria na época.

## 2.2 UMA ANÁLISE DA SENSIBILIDADE DO CDI EM RELAÇÃO ÀS VARIAÇÕES NA SELIC-over

Como analisado no referencial teórico deste trabalho, um dos fatores que determinam a SELIC-over é a sua meta, que por sua vez, é determinada pelo COPOM. Ou seja, as taxas praticadas no Sistema SELIC, onde se negociam os títulos públicos, visam sempre atingir a SELIC-Meta. De maneira análoga, o CDI, busca acompanhar as variações da SELIC-over. Movimento representado esquematicamente na figura 4.1:

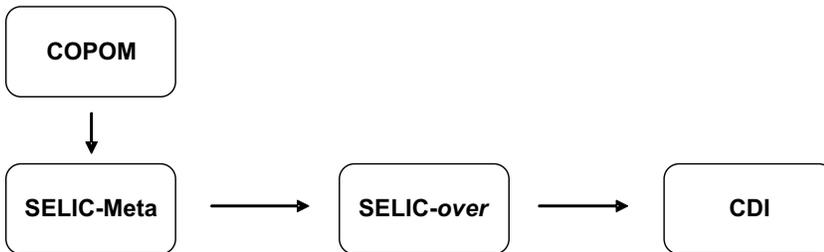


Figura 4.1 - Esquema de influências  
Fonte: Elaboração dos autores.

Visto isso, se faz necessário analisar o grau de elasticidade entre as taxas que estão sendo analisadas neste trabalho. Ou seja, quantificar o grau de sensibilidade da variável CDI face a mudanças na variável SELIC-over, utilizando a relação matemática abaixo descrita:

$$\varepsilon_{selic} = \frac{\% \Delta CDI}{\% \Delta SELIC}$$

Para o período em análise a  $\% \Delta CDI$   $((P_1 - P_{70}) / P_{70})$  é igual a 0,7171, enquanto que para a  $\% \Delta SELIC$ , para o mesmo período, é igual a 0,7233. Sendo assim,

$$\varepsilon_{selic} = \frac{0,7171}{0,7233} = 0,9913$$

Esse resultado conduz à seguinte conclusão: para uma variação de 1% na taxa SELIC-over, o CDI varia 0,99%. Ou seja, pode-se dizer que a taxa de variação entre as variáveis é unitária, considerando os arredondamentos.

O resultado obtido com o cálculo da elasticidade demonstra a efetividade das decisões da Política Monetária conduzida pelo COPOM. Uma vez determinada à meta a ser atingida nas negociações de títulos públicos o governo influencia diretamente nas taxas praticadas no mercado aberto, onde se comercializam títulos públicos, e indiretamente na formação das taxas de diversos produtos financeiros comercializados no mercado nacional, visto que, o grau de correlação ente a SELIC-over a o CDI é praticamente perfeito.

## CONCLUSÃO

O COPOM, ao definir uma meta para a Taxa SELIC, influencia diretamente nas taxas em que são negociados os títulos públicos, no sistema SELIC, e indiretamente na Taxa CDI, que baliza as transferências de recursos entre bancos. Sabendo que estas taxas são consideradas componentes principais da estrutura de custos das instituições financeiras, conclui-se que as decisões do Comitê de Política Monetária influenciam nas taxas praticadas no mercado financeiro. Essa conclusão é amparada no cálculo da elasticidade entre a SELIC-over e o CDI, que apresentou um índice de 0,9913.

Apesar de apresentarem os mesmos objetivos, as Taxas SELIC e CDI apresentam garantias diferentes. A primeira é considerada, no mercado financeiro, uma taxa livre de risco (*Risk Free*), pois, é garantida pelo governo. Já a garantia praticada nos CDI's é privada. Ou seja, o banco emissor é o único responsável pela liquidação dos certificados. Isso conduziria qualquer pessoa a pensar que o CDI, por apresentar maior risco, apresenta também maior retorno. Porém, não foi o que aconteceu no período analisado. A Taxa SELIC, além de apresentar o menor risco, apresentou o maior retorno médio, em comparação com o CDI.

---

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Indicadores de Conjuntura**. Disponível em <<http://www.bacen.gov.br>> Acesso em: 20 jul. 2008.

CARVALHO, F. J. C. *et all*. **Economia Monetária e Financeira, Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2000.

CONTIJO, C. **Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária: Uma Abordagem Teórica**. Texto para discussão n. 321. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 57p., 2007.

DORNBUSCH E FISHER. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Mcgraw Hill, 1991.  
GIL, Antonio Carlos. **Técnicas de Pesquisa em Economia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MISHKIN, F. S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. Rio de Janeiro: Ed. Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 5º ed., 2000.

OLIVEIRA, G. e PACHECO, M. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Ed. Fundamento Educacional, 2006.

---

*Artigo recebido em: Agosto/2008*

*Aceito em: Novembro/2008*