

ESTUDO ESPECIAL • OUTUBRO DE 2017 • Nº 3

AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL¹

Josué Alfredo Pellegrini²

RESUMO

Este estudo avalia as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, tendo em vista a relevância que essas operações assumiram enquanto componente da dívida pública. Inicialmente, descrevem-se as compromissadas sob três perspectivas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública. Em seguida, analisam-se os fatores que levaram ao acentuado aumento do saldo dessas operações a partir do final de 2005. A importância do aumento das reservas internacionais é bastante conhecida, mas busca-se enfatizar a importância de outros fatores, notadamente a atuação do Tesouro Nacional no período. Com base na atuação dos principais atores envolvidos, conclui-se que o aumento das compromissadas não foi inevitável, mas resultou de decisões tomadas em cada esfera de atuação. Um dos problemas considerados no tratamento das compromissadas é que ficam à margem da gestão da dívida mobiliária federal, apesar da relevância que assumiram como componente da dívida pública. O estudo analisa também as perspectivas de evolução das compromissadas e os desafios existentes caso haja a opção pela redução programada do saldo dessas operações. Por fim, consideram-se ainda as consequências para as compromissadas da eventual autorização para que o Banco Central emita títulos próprios ou receba depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras.

¹Os estudos da IFI destinam-se a tratar de temas específicos, em maior profundidade. O terceiro tema escolhido enquadra-se na Resolução nº 42/2016, art. 1º, inciso III, que fixa como uma das funções da IFI a avaliação dos impactos fiscais das políticas sob responsabilidade dos poderes da República, o que inclui Tesouro Nacional e Banco Central.

² Consultor Legislativo do Senado Federal, cedido à IFI para compor sua equipe de analistas.

COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL

PRESIDENTE

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

1º VICE-PRESIDENTE

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

2º VICE-PRESIDENTE

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

1º SECRETÁRIO

Senador José Pimentel (PT-CE)

2º SECRETÁRIO

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

3º SECRETÁRIO

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

4º SECRETÁRIO

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

SUPLENTES DE SECRETÁRIO

1º SUPLENTE

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

2º SUPLENTE

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

3º SUPLENTE

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

4º SUPLENTE

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

Secretário-Geral da Mesa

Luiz Fernando Bandeira de Mello

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Diretores-Adjuntos

Gabriel Leal de Barros | Rodrigo Octávio Orair

Analistas

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Layout: SECOM/COMAP

Sumário

I – As três faces das compromissadas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública	4
I.1 - Operações compromissadas como transação financeira	4
I.2 - Operações compromissadas como instrumento de política monetária.....	6
I.2.1 – Experiência internacional	8
I.3 - Operações compromissadas como dívida pública	9
I.3.1 – Evolução das compromissadas.....	11
II – Fatores Determinantes I: acúmulo de reservas internacionais, compulsórios e juros	14
II.1 – Compulsórios.....	16
II.2 – Reservas internacionais e operações de <i>swap</i> cambial	17
II.3 – Juros	19
III – Fatores Determinantes II: o impacto da atuação do Tesouro Nacional.....	21
III.1 – Conta única do Tesouro.....	21
III.2 – Títulos públicos.....	23
IV – O aumento do saldo das compromissadas não foi inevitável.....	28
IV.1- A atuação do Tesouro Nacional.....	28
IV.2 – A Atuação do Banco Central	30
V – Gestão apartada da dívida pública.....	32
VI – Situação atual.....	35
VII - Títulos de emissão do Banco Central e depósitos voluntários no Banco Central.....	38
VIII - Considerações finais	40
Bibliografia	42

Introdução

As operações compromissadas realizadas pelo Banco Central consistem em importante instrumento de política monetária, utilizadas em outros países também. Entretanto, o saldo dessas operações subiu bastante desde 2006. Em 2008, passou a ser incluído no cômputo do indicador oficial de dívida pública. Em agosto de 2017, o saldo chegou a R\$ 1,16 trilhão, o equivalente a 17,9% do PIB e a 24,3% da dívida bruta. Tais números não são usuais na experiência internacional. Surpreende o prazo dessas operações, pois 94% do saldo existente estava contratado com prazo de até três meses. Já o prazo restante até o vencimento era de dezenove dias úteis, na média dos últimos doze meses. Em que pese a sua relevância, as compromissadas não estão incluídas na gestão da dívida pública federal, de competência da Secretaria do Tesouro Nacional.

Diante da contundência dos números, este estudo se propõe a compreender melhor as compromissadas. Na primeira parte, analisam-se essas operações em suas três faces: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública. A segunda e a terceira tratam dos fatores determinantes do acentuado aumento do saldo das compromissadas do final de 2005 até agosto de 2017, último mês com dados disponíveis. Os fatores são analisados em duas partes, para que o papel do Tesouro Nacional³, dada sua relevância, seja considerado separadamente dos demais fatores. A quarta parte investiga se o aumento do saldo foi inevitável ou se resultou de decisões tomadas, notadamente pelo Tesouro Nacional, mas também pelo próprio Banco Central. A quinta parte aborda o que se denomina gestão apartada das compromissadas, vale dizer, essas operações ficaram à margem da gestão da dívida pública federal à cargo da Secretaria do Tesouro Nacional, em que pese representarem quase um quarto da dívida pública. A sexta parte analisa a situação atual das compromissadas, considerando-se as perspectivas para sua evolução e desafios a serem enfrentados se houver a opção pela redução programada do saldo dessas operações. A sétima parte trata dos possíveis efeitos sobre as compromissadas decorrentes da autorização para que o Banco Central emita títulos próprios ou receba depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras.

I – As três faces das compromissadas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública

I.1 - Operações compromissadas como transação financeira

Segundo o glossário do Banco Central, operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos⁴. Essas operações são realizadas pelas instituições financeiras entre si, ou entre as instituições financeiras e o Banco Central ou entre as instituições financeiras e pessoas físicas e jurídicas em geral. Os títulos utilizados podem ser públicos ou privados, embora os primeiros predominem amplamente.

³A expressão Tesouro Nacional é empregada neste texto para designar o governo federal, que não inclui o Banco Central. Quando for o caso, será feita referência expressa à Secretaria do Tesouro Nacional, órgão do governo federal cuja atuação é de extrema importância para o Banco Central.

⁴ As operações compromissadas são reguladas pela Resolução do Banco Central nº 3.339, de 2006, e suas alterações posteriores.

A operação compromissada pode ser vista sob duas perspectivas. Se determinada instituição financeira realiza uma operação de venda de títulos com compromisso de recompra, há simultaneamente um empréstimo com garantia do título utilizado na operação, pois a instituição recebe a quantia relativa à venda temporária dos títulos. Ademais, ela paga juros, em geral prefixados no momento que a operação é contratada, juros esses que não guardam relação com o rendimento dos títulos utilizados em garantia. Aliás, os títulos permanecem em propriedade da instituição que vende os títulos, pois eles retornarão para ela na data previamente definida. O que muda em sua contabilidade é o aumento do passivo correspondente ao empréstimo recebido. Já a contraparte concede empréstimo garantido por títulos que não entram em sua contabilidade, ao mesmo tempo que seu ativo aumenta em montante equivalente ao empréstimo cedido, em troca de juros.

Uma das motivações que explicam a realização dessas operações é a distinta situação das partes envolvidas em termos de liquidez, entendida como disponibilidade imediata de recursos. A instituição financeira que faz uma operação de venda de títulos com compromisso de recompra precisa de recursos e usa seus títulos como garantia para obtê-los. Já a contraparte está com sobra de recursos e quer emprestá-los em troca de juros. Essas operações são muito úteis, pois as instituições financeiras, em vista de sua atuação como intermediários de recursos, ora estão com falta, ora com excesso de liquidez. Assim, elas podem tanto suprir a falta, como aplicar o excedente, conforme o momento, por meio dessas transações de curtíssimo prazo.

Entretanto, não basta que haja duas partes em distintas situações. Como as condições de liquidez podem mudar rapidamente, as operações precisam ser de curtíssimo prazo, muitas vezes por alguns ou mesmo um dia, além de realizadas rapidamente e a um baixo custo operacional. Se demorarem, perdem a razão de ser e, se forem caras, tornam-se inviáveis, dada a frequência com que são realizadas. A venda definitiva de títulos não se adequa a esses quesitos, pois os prazos de vencimento dos papéis superam os prazos pretendidos pelos que demandam operações compromissadas. Ademais, o retorno à posição anterior é mais custoso do que no caso das compromissadas.

As características esperadas dos que realizam operações compromissadas são propiciadas pela existência de mercados bem estruturados, com enorme quantidade diária de transações, sistemas eletrônicos específicos de liquidação e custódia, procedimentos e títulos padronizados utilizados em garantia, regramento próprio, etc. No caso das compromissadas envolvendo títulos públicos, as operações são efetivadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Há também a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip) para as operações com títulos privados, majoritariamente. A taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, resulta exatamente das transações feitas no primeiro sistema.

Vale observar que a operação compromissada requer a participação de instituições financeiras, mas a contraparte pode não ser, o que ocorre frequentemente, seja com pessoas jurídicas em geral, seja com grandes investidores pessoas físicas. Por exemplo, os fundos de investimento gerem trilhões de reais de investidores de diferentes tipos e usualmente mantêm uma parcela dos recursos em operações compromissadas (compra de títulos com compromisso de revenda). Assim, a instituição financeira supre sua demanda por liquidez e o fundo mantém aplicados recursos que podem ser resgatados rapidamente caso necessário. Com frequência, a instituição financeira pode não precisar

dos recursos que o fundo quer disponibilizar, mas os recebe para atender a demanda dos clientes interessados. Em seguida, realiza operação compromissada com outra instituição que precisa de liquidez. Assim, por meio das instituições financeiras, todos os agentes econômicos interessados participam desse mercado de troca de liquidez por meio das compromissadas, levando a uma alocação mais eficiente dos recursos.

A situação descrita pressupõe que não haja falta, nem excesso de liquidez no conjunto da economia. Vale dizer, os agentes econômicos que demandem liquidez não terão problemas em satisfazer suas necessidades no mercado a uma taxa de juros razoável, do mesmo modo que os agentes econômicos que ofertem liquidez não terão problemas em encontrar tomadores a uma taxa razoável. Entretanto, é possível que ocorram situações de falta ou excesso de liquidez para o conjunto da economia, situações essas que podem ser conjunturais ou estruturais. Se o mercado fosse deixado à própria sorte, a taxa de juros flutuaria em demasia ou tenderia para níveis indesejáveis para o bom funcionamento da economia. Para que isso não ocorra, é preciso um agente no mercado de compromissadas que funcione como tomador ou prestador de última instância para as instituições financeiras. Aí entra a atuação do Banco Central.

I.2 - Operações compromissadas como instrumento de política monetária

Qual a relação do Banco Central com as operações compromissadas? Enquanto as instituições financeiras utilizam essas operações para controlar a liquidez, o Banco Central as utiliza para controlar a liquidez de toda a economia. Esse controle, por sua vez, está relacionado a importantes atribuições da autoridade monetária, a exemplo da garantia do funcionamento adequado do sistema de pagamentos e financeiro. Entretanto, as operações compromissadas dizem respeito também a outra atribuição do Banco Central: a execução da política monetária.

No Brasil, a política monetária segue o regime de meta para inflação, no qual o Banco Central recebe antecipadamente uma meta de inflação a ser perseguida anualmente. O principal instrumento para alcançá-la é a taxa de juros básica da economia que, no caso do Brasil, conforme visto, é a taxa Selic.

Grosso modo, se a inflação esperada estiver acima da meta de inflação, o Banco Central atua para elevar a Selic até que a inflação convirja para a meta. Se a Selic já estiver no nível considerado adequado, a autoridade monetária atua para preservá-la. O Banco Central não fixa a Selic vigente na economia, mas, sim, a meta para a Selic, definida para manter a inflação sob controle. A taxa Selic é dada pelas condições de liquidez da economia. Quando a liquidez é acentuada, a taxa tende a cair e vice-versa. O Banco Central controla a liquidez da economia de tal modo que a Selic tenda para sua meta. As operações compromissadas com títulos públicos são o principal instrumento utilizado pelo Banco Central para perseguir esse intento.

Se o Banco Central avalia que a liquidez da economia está baixa a ponto de elevar a taxa Selic acima da sua meta, ele realiza operações de compra de títulos públicos com compromisso de revenda, junto às instituições financeiras ou, em outra perspectiva, empresta recursos para elas, remunerados com base na sua meta para a Selic, com garantia de títulos públicos. Se a liquidez da economia for avaliada excessiva, a autoridade monetária realiza operações de venda de títulos com compromisso de recompra, vale

dizer, toma emprestado do mercado, com garantia dos títulos públicos que detém em sua carteira, e paga de acordo com sua meta para a Selic. Como o Banco Central é um operador gigante no mercado, ninguém toma ou empresta recursos à taxa distinta da taxa praticada por ele. Assim, o Banco Central utiliza um tipo de transação financeira já disponível no mercado, as compromissadas, como um instrumento para controlar a liquidez da economia e, por intermédio da taxa Selic, lograr sucesso no controle da inflação.

Em que pese a relevância que as compromissadas assumiram no Brasil, teoricamente há outros instrumentos disponíveis para os bancos centrais executarem a política monetária⁵. Um primeiro grupo de instrumentos consiste em intervenções diretas, como controle da taxa de juros e do crédito, as quais não são utilizadas no Brasil e estão em desuso no mundo.

Um segundo grupo congrega as operações dos bancos centrais feitas no mercado monetário, com o intuito de atuar sobre a oferta e a demanda de liquidez. São as operações de mercado aberto (*open market*), nas quais incluem-se as próprias operações compromissadas e as transações definitivas com títulos públicos (sem compromisso de recompra ou revenda)⁶.

As operações de mercado aberto podem ser feitas com títulos públicos de emissão dos tesouros nacionais ou dos próprios bancos centrais para fins de política monetária. Se houver a intenção de reduzir a liquidez da economia, a autoridade monetária vende seus títulos (e não os do tesouro nacional) ao mercado; caso pretenda elevar a liquidez, compra seus títulos junto ao mercado. Há ainda outra opção que são os depósitos voluntários, remunerados, das instituições financeiras, nos bancos centrais. O aumento desses depósitos reduz a liquidez, enquanto os resgates elevam-na.

Um terceiro grupo é baseado no poder regulatório dos bancos centrais, notadamente os chamados depósitos compulsórios das instituições financeiras na autoridade monetária, remunerados ou não, calculados como base na aplicação de alíquotas sobre os depósitos recebidos por elas. Por esse meio, os bancos centrais logram também modificar a liquidez da economia, só que de modo menos flexível que o propiciado pelas operações de mercado aberto, já que essas transações financeiras já ocorrem regularmente no mercado, enquanto os compulsórios envolvem mudanças de regras, seguidas de um tempo para o ajuste operacional das instituições financeiras. Por isso, os compulsórios são mais apropriados para alterações mais intensas e duradouras das condições de liquidez da economia.

No Brasil, o Banco Central não pode emitir seus títulos diretamente junto ao mercado desde maio de 2002, por determinação do art. 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de maio de 2000). Também não há previsão legal para depósitos voluntários remunerados no Banco Central, embora essa permissão esteja

⁵ Ver uma tipologia dos instrumentos de política monetária em Buzeneca & Maino (2007) e Rule (2011, p. 11-13).

⁶ No Brasil, as transações definitivas do Banco Central são realizadas por meio de leilões formais (ofertas públicas), abertas a todas as instituições financeiras com conta no Sistema Selic, ou de leilões informais, restritos aos *dealers*, instituições financeiras periodicamente credenciadas pelo Banco Central. As operações compromissadas do Banco central também têm os *dealers* como contraparte.

sendo cogitada⁷. Já as transações definitivas com títulos públicos são pouco empregadas pela autoridade monetária. Tal fato será discutido adiante. Assim, os principais instrumentos utilizados no Brasil são os depósitos compulsórios e, sobretudo, as operações compromissadas.

1.2.1 – Experiência internacional

Na experiência internacional, ao contrário do Brasil, a preferência parece recair sobre outros instrumentos. O FMI divulga informações padronizadas sobre a composição ativa e passiva dos bancos centrais dos países signatários. Em anexo a este estudo há uma tabela que organiza a composição ativa e passiva relativa a 2016 dos bancos centrais de quatorze países selecionados, entre os quais o Brasil. As contas ativas e passivas com valor igual ou superior a 3% do PIB estão destacadas⁸.

Os países escolhidos possuem alguns pontos em comum com o Brasil, notadamente o fato de serem emergentes e deterem elevado montante de reservas internacionais, igual ou superior a 15% do PIB. Os emergentes, Brasil inclusive, receberam enorme volume de recursos externos de 2004 a 2012, o que levou os respectivos bancos centrais a adquirir elevado montante de reservas internacionais e a enxugar a liquidez excedente daí resultante, por meio dos instrumentos de política monetária enumerados acima, inclusive compromissadas. De acordo com a padronização do FMI, as reservas estão nos *direitos junto a não residentes (claims on non-residents)*.

Ao que parece, o único dos quatorze países que fez uso intensivo de operações compromissadas foi o Brasil. Embora a padronização do FMI não use diretamente as expressões empregadas internacionalmente para designar as compromissadas (*repurchase agreement* ou *repo* e *reverse repurchase agreement* ou *reverse repo*), pode-se inferir se o uso é relevante pelo tamanho da carteira de títulos públicos no ativo, já que esses títulos são utilizados como garantia nas operações compromissadas. A carteira consta em *direitos junto ao governo central (claims on central government)*. Chama atenção a distância entre o Brasil e os demais países nesse aspecto. A sua carteira correspondia a mais de 24% do PIB, ao final de 2016. O segundo lugar entre os outros treze países era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3%⁹.

⁷ No inciso XII, art. 10, da Lei nº 4.595, de 1964, entre as competências do Banco Central, constam as operações com títulos públicos federais, como instrumento de política monetária, sem referência ao recebimento de depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras.

⁸ Os dados foram retirados da página eletrônica do FMI (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545864>).

⁹ A propósito da relação com os respectivos governos, além de se diferenciar pelo tamanho da carteira de títulos públicos, o Banco Central é destaque também no lado do passivo. Pelo critério do FMI, o saldo da conta única do Tesouro foi colocado em *obrigações junto ao governo central (liabilities to central government)*. Esse saldo correspondia a 17% do PIB, em 2016, seguido da África do Sul, com 11%, e da Rússia, com 8%. A importância da relação com o Tesouro Nacional faz com que o Banco Central seja o segundo maior banco dentre os quatorze bancos, com ativo (ou passivo) equivalente a 45% do PIB. Só o banco central da Tailândia é maior, com 46% do PIB. Depois, seguem-se Malásia (36%), Rússia (35%) e Filipinas (31%). Entretanto, esses quatro países possuem reservas internacionais acima de 28% do PIB, bem mais elevadas que os 19% do Brasil. Neste país, além de reservas elevadas, pesam muito na determinação do tamanho do Banco Central as contas que retratam a relação com o Tesouro Nacional. Ver a propósito dessa característica nacional o Relatório de Acompanhamento Fiscal (PAF) nº 3 da IFI, relativo a abril de 2017, p. 22-32.

Ainda de acordo com a padronização do FMI, as compromissadas feitas pelo Banco Central aparecem classificadas em *outras obrigações junto a outras instituições depositárias (other liabilities to other depository corporations)*. Correspondiam a 17% do PIB. O banco central da Tailândia tinha 22% do PIB assim classificados. O terceiro da lista era o banco central da Malásia, com 11% do PIB. Entretanto, nesses dois casos, os montantes não devem se referir a compromissadas, pois a carteira de títulos públicos de ambos é muito baixa. O mais provável é que, no caso deles, e de outros da lista, os valores constantes dessa conta se refiram a outros passivos não raros no balanço dos bancos centrais, como títulos de sua própria emissão ou ainda depósitos voluntários remunerados de instituições financeiras.

Em relação aos compulsórios, estão incluídos na *base monetária (monetary base)*, de acordo com a padronização do FMI, mais exatamente, como *obrigações junto a outras instituições depositárias (liabilities to other depository corporations)*. Nesse caso, o Banco Central, com 7% do PIB, ocupa a terceira posição, junto com a Hungria, e atrás das Filipinas e da Turquia, ambos com 11% do PIB. Em outros quatro países, os compulsórios variavam de 3 a 4% do PIB, de modo que o uso desse instrumento no Brasil é comparativamente elevado, mas sem grande distanciamento dos demais.

Tais resultados parecem compatíveis com os apresentados por outros autores. Segundo Nyawata (2012, p. 8), de vinte e seis países emergentes analisados, apenas cinco usavam títulos do tesouro, exclusivamente. Onze só recorriam aos títulos de emissão do banco central e outros onze empregavam os dois tipos.

Kawal (2016, p. 254-7) analisa a composição do passivo dos bancos centrais dos EUA, União Europeia, México, Coreia do Sul e Brasil, em 2015. Apenas no Brasil as compromissadas se destacaram. Nos três primeiros, predominaram os depósitos remunerados no Banco Central, especialmente no caso dos Estados Unidos. Na Coreia do Sul, o instrumento mais utilizado foi a emissão de títulos próprios da autoridade monetária, seguido dos depósitos voluntários.

1.3 - Operações compromissadas como dívida pública

As operações compromissadas, conforme visto, são um tipo de transação financeira, bem como instrumento de política monetária. No Brasil, elas também são incluídas no cômputo da dívida pública. Trata-se de um aparente contrassenso, pois o uso como instrumento de política monetária revela sua natureza monetária e não fiscal. Em países que fazem uso moderado das compromissadas, talvez nem se cogite a sua inclusão na dívida pública, ainda mais por se tratar de operação feita por bancos centrais que, segundo o padrão internacional, não compõem o governo para fins de aferição da dívida pública. Os bancos centrais só aparecem no cálculo como credores se mantiverem títulos públicos em sua carteira para fins de política monetária. Se operarem apenas com títulos de sua própria emissão, nem como credores serão considerados.

No Brasil, as operações compromissadas feitas pelo Banco Central são incluídas no cômputo da dívida pública, seja no tradicional conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), seja no agora mais utilizado conceito de Dívida Bruta do Governo

Geral (DBGG)¹⁰. Esse último conceito seguia o padrão internacional até fevereiro de 2008, sem a inclusão do Banco Central no governo. As operações compromissadas não eram computadas na dívida pública, mas, apenas, sua carteira de títulos públicos.

No referido mês, o governo decidiu relativizar o uso que fazia do padrão internacional e substituiu a carteira de títulos públicos do Banco Central pelo saldo das operações compromissadas, no cômputo da dívida bruta. Como, em princípio, a carteira supera as operações compromissadas, já que os títulos são utilizados como garantia nessas operações, o indicador oficial de dívida pública passou a ser inferior ao número calculado com base no padrão internacional.

Na ocasião, o Banco Central justificou a sua decisão por meio de nota técnica¹¹. De acordo com o argumento apresentado, os títulos públicos na carteira do Banco Central são *instrumento de gestão de política monetária*, justamente por servirem de garantia nas operações compromissadas. Esse foco na política monetária faz com que a carteira não seja *dívida fiscal efetiva*. O Banco Central não está prioritariamente interessado no resgate e na remuneração, como se fosse um tipo de aplicação financeira, diferentemente do que ocorre com o público em geral quando detém títulos públicos.

Já a inclusão das operações compromissadas no cômputo da DBGG, ainda de acordo com a nota, evidencia *a real situação patrimonial do governo*. A sua não inclusão viabilizaria a redução artificial da dívida pública. Se o Tesouro deixasse de rolar parte dos títulos públicos com prazo vencido junto ao mercado, haveria aumento da liquidez da economia, o que obrigaria o Banco Central a realizar operações compromissadas para recolocar a liquidez no nível adequado. Sem a inclusão dessas operações, o indicador de dívida pública captaria apenas a redução inicial dos títulos públicos, mas não o aumento posterior das compromissadas.

A intenção aqui não é argumentar em favor de uma ou outra forma de medir a dívida pública. A relevância do tema diminui quando as séries não se distanciam sistematicamente, o que é de se esperar já que a razão de ser dos títulos da carteira é o uso como garantia nas compromissadas. Ademais, ambas as opções apresentam distorções, podendo, a depender das circunstâncias, apontar redução artificial da dívida pública, vale dizer, sem contrapartida em efetivo esforço fiscal¹². Em vista das vantagens e desvantagens de cada opção, é recomendável que os indicadores sejam utilizados conjuntamente. O que se pretende destacar neste texto é o caráter híbrido das operações compromissadas, monetário e fiscal ao mesmo tempo, inclusive com a chancela das

¹⁰O indicador de dívida pública utilizado neste texto é a DBGG. Governo geral inclui apenas os governos federal, estadual e municipal, sem considerar, portanto, Banco Central e estatais. A diferença básica entre a DBGG e a DLSP é que o segundo inclui as estatais e o Banco Central e deduz os ativos do setor público, daí a expressão *líquida*. Já a DBGG é um indicador de dívida bruta, vale dizer, não desconta os ativos do governo geral.

¹¹ A nota técnica acompanha as Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Política Fiscal relativas a fevereiro de 2008 (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecan/notas.asp?idioma=p>).

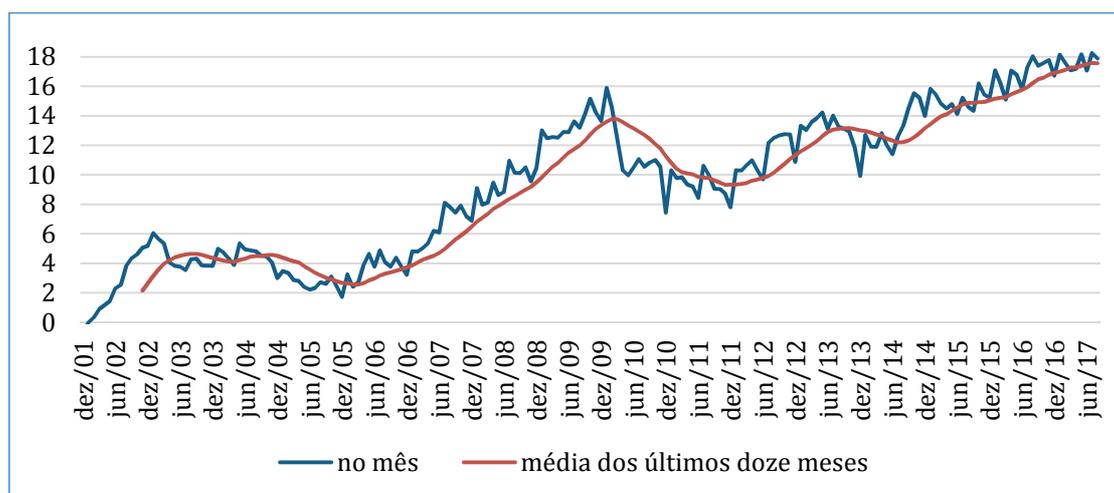
¹² Isso acontece com o atual indicador oficial de DBGG quando há mudanças nas regras dos depósitos compulsórios. Por exemplo, no biênio 2010-2011, o aumento das alíquotas no início de 2010 elevou os compulsórios, o que possibilitou ao Banco Central resgatar parte das compromissadas. Como essas operações fazem parte da DBGG, houve queda artificial no indicador de dívida pública. Em 2009, por sua vez, ocorreu o aposte, fruto da redução das alíquotas ao final de 2008 para dar conta da falta de liquidez gerada pela crise internacional.

estatísticas oficiais. Por trás dessa natureza híbrida, está o forte aumento do saldo dessas operações desde 2006, algo sem equivalente na experiência internacional.

I.3.1 – Evolução das compromissadas

O Gráfico 1 mostra a evolução do saldo das operações compromissadas desde o final de 2001, até agosto de 2017, como proporção do PIB. Com o intuito de deixar a tendência mais evidente, apresenta-se também a média nos últimos doze meses da relação entre o saldo e o PIB¹³.

Gráfico 1 - Saldo das operações compromissadas (% do PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Do final de 2002 ao início de 2006, o saldo médio dos últimos doze meses oscilou entre 2,5% e 4,5% do PIB. Daí em diante, as compromissadas subiram acentuadamente, chegando a 13,4% do PIB, ao final de 2009¹⁴. A queda e posterior aumento observados no período 2010-2012 estão associados a mudanças nas regras dos depósitos compulsórios. Conforme visto, compromissadas e compulsórios podem ser utilizados alternativamente. Passado esse efeito, as compromissadas prosseguiram em firme trajetória de aumento, até alcançar os 17,6% do PIB, em agosto de 2017, sempre levando em conta a média de doze meses.

O aumento das compromissadas em relação ao PIB implicou também em aumento da participação das compromissadas na DBGG, conforme se vê no Gráfico 2, com base na média dos últimos doze meses¹⁵. A dívida mobiliária em mercado corresponde aos

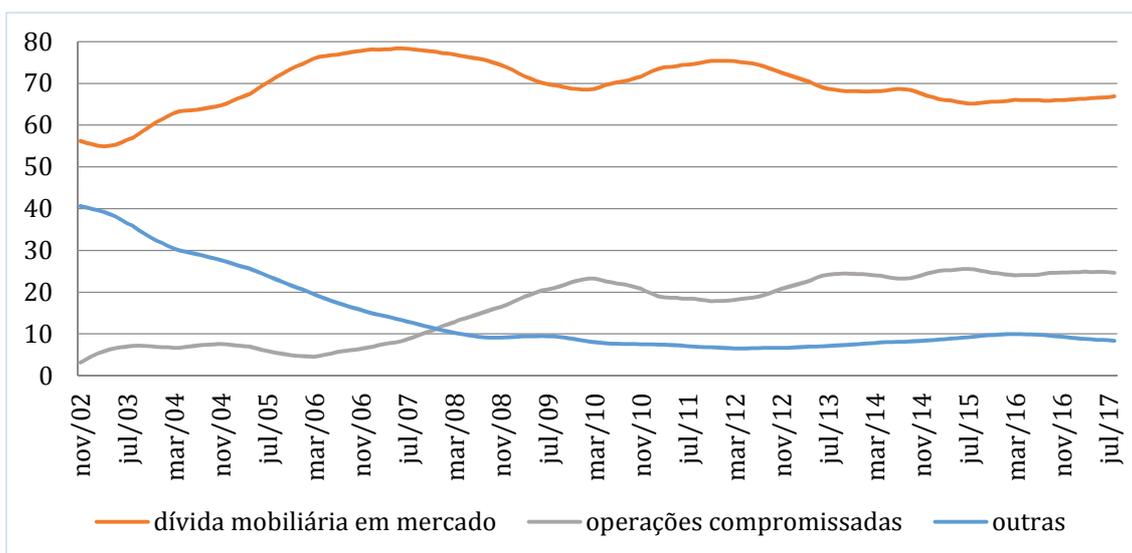
¹³ A série com o saldo das compromissadas pode ser obtida nas séries temporais - tabelas especiais do Banco Central que informam a Dívida Bruta do Governo Geral e a Dívida Líquida do Setor Público (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/n/SERIESTEMPORAIS>).

¹⁴ Ao aumento do saldo das operações compromissadas significa que o Banco Central retirou liquidez da economia por meio da venda de títulos públicos com compromisso de recompra. Vale dizer, o Banco Central tomou empréstimos junto ao público em montante equivalente ao saldo.

¹⁵ O cálculo da DBGG foi modificado no início de 2008, com cálculo retroativo a dezembro de 2006. Por isso, a série desde dezembro de 2001 teve que ser calculada de acordo com o novo critério. Para esse período, excluiu-se a carteira de títulos do Banco Central e incluem-se as compromissadas. Ademais, consideram-se também os títulos de emissão do Banco Central cujo saldo foi zerado em novembro de 2006, por conta da proibição de

títulos públicos colocados no mercado pelo Tesouro Nacional por meio de leilões ou emissões diretas. Não inclui os títulos que estão na carteira do Banco Central. O grupo *outras* congrega dívida externa, dívida bancária e títulos de emissão do Banco Central, integralmente resgatados em novembro de 2006.

Gráfico 2- Composição da DBGG
(participação percentual – média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

No início da década passada, a composição da dívida pública era mais heterogênea, embora com a predominância da dívida mobiliária em mercado, como ocorre atualmente. Entretanto, itens como dívida externa e dívida bancária, e até mesmo a dívida mobiliária, perderam espaço para as compromissadas, notadamente a partir do final de 2005. De 3,2% do total da DBGG em novembro de 2002, as compromissadas passaram a responder por 24,7% da dívida pública, em agosto de 2017, em comparação aos 66,9% da dívida mobiliária e aos 8,4% dos outros tipos de dívida (externa e bancária), considerando-se a média dos últimos doze meses.

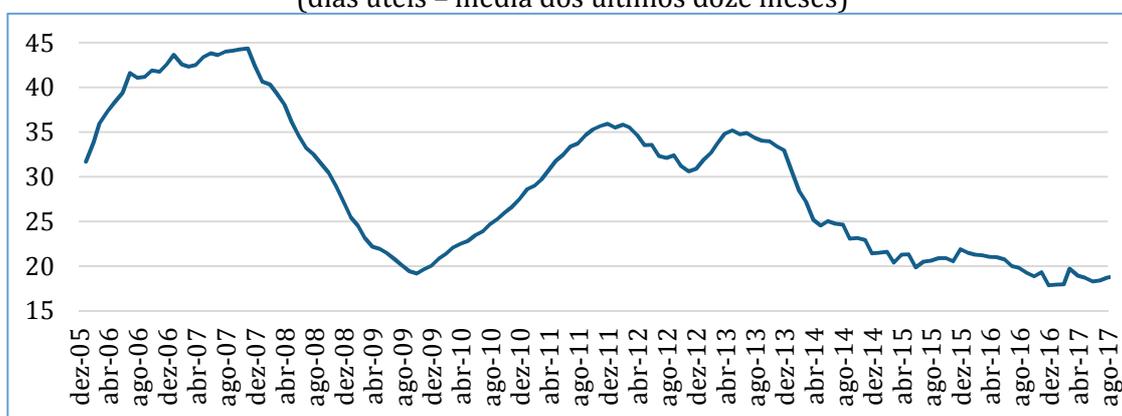
O ritmo do acréscimo de participação das compromissadas apresenta certa semelhança com o observado no Gráfico 1. Houve acentuado aumento de participação do final de 2005 ao final de 2009 (de 4,7% para 22,7% do PIB), seguido de oscilação para baixo e para cima (caiu para cerca de 18% e retorna para os 21%) no período 2010-2012, em boa parte fruto de mudanças nas regras dos compulsórios. De 2013 em diante, a participação se manteve relativamente estável, em que pese o aumento das compromissadas em relação ao PIB, observado no Gráfico 1. Tal fato se deveu ao simultâneo aumento da dívida externa e bancária dos entes sub-regionais no período 2012 a 2014, e, sobretudo, das elevadas emissões de títulos públicos feitas pelo Tesouro Nacional para financiar os déficits públicos, a partir de meados de 2014.

novas emissões a partir de maio de 2002. Esse procedimento foi adotado com base no mesmo fundamento que levou o governo federal a considerar as compromissadas na DBGG, já que os títulos cumpriam a mesma função dessas operações até serem integralmente quitados. Os dados da DBGG e sua composição foram retirados da mesma fonte empregada para obter os números das compromissadas.

Uma característica importante das compromissadas é o reduzido prazo de vencimento, algo esperado por se tratar de transação utilizada para alocação temporária de liquidez entre os agentes econômicos, Banco Central, inclusive. O problema foi a dimensão alcançada por essas operações, conforme visto nos gráficos acima. Em todo o período coberto, as operações foram contratadas com alguns meses de prazo, predominantemente, até três meses. Entretanto, o prazo é ainda menor por conta do tempo transcorrido desde a contratação da operação até o dia em que a estatística é apurada.

O Gráfico 3 mostra esse prazo a decorrer, calculado pelo próprio Banco Central, tomando-se a média ponderada pela participação dos vários contratos e respectivos prazos (prazo médio)¹⁶. Considera-se a média dos últimos doze meses.

Gráfico 3- Prazo médio a decorrer das compromissadas
(dias úteis - média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Conforme se pode ver, o maior prazo médio alcançado em toda a série foi de cerca de 45 dias úteis, ao final de 2007. Atualmente, esse prazo está em cerca de 20 dias úteis. É possível notar também que o prazo atinge os mínimos em períodos mais conturbados, a exemplo da crise internacional de 2008-2009 e do agravamento da situação econômica e fiscal do país a partir de 2014.

O Banco Central informa também o número de dias úteis por faixa de período contratado. Em agosto de 2017, 74% do saldo das compromissadas haviam sido contratadas pelo período de duas semanas a três meses, com prazo médio de 4 dias úteis. Outros 10% foram contratados por 13 dias úteis, com prazo médio de um dia útil; 9% por três meses (31 dias úteis); e 6% por seis meses (66 dias úteis), respectivamente.

Enfim, as três marcas registradas das operações compromissadas no Brasil são o elevado tamanho, seja em relação ao PIB, seja como participação na dívida pública, a correção pela Selic e os reduzidos prazos de vencimento.

¹⁶ Esses prazos foram retirados da Tabela 3 das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Mercado Aberto divulgadas mensalmente na página eletrônica do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/default.asp>).

II – Fatores Determinantes I: acúmulo de reservas internacionais, compulsórios e juros

Diante de aumento tão pronunciado das compromissadas, desde 2006, cabe analisar os fatores determinantes dessa expansão, a começar das reservas internacionais, inclusive operações de *swap* cambial do Banco Central, compulsórios e os juros incidentes sobre as compromissadas. A próxima seção terá como foco a atuação do Tesouro Nacional como fator determinante.

A Tabela 1 mostra os fatores que explicam a evolução do saldo das compromissadas de apenas R\$ 37,2 bilhões, ao final de 2005 (1,7% do PIB) para o R\$ 1,16 trilhão (17,9% do PIB), em agosto de 2017. A Tabela discrimina a participação em termos absolutos de cada fator que atuou para elevar ou diminuir o saldo em todo o período. Informa também a participação de cada um em relação à variação do saldo. Os números negativos indicam que o fator contribuiu para reduzir o saldo das compromissadas, enquanto os positivos mostram que o fator atuou para elevar o saldo.

Tabela I - Fatores determinantes do saldo das operações compromissadas de 2006 a agosto de 2017

	(R\$ bilhões)	part. (%)
Saldo em 31/12/2005	37,2	
Conta única do Tesouro	-516,0	-46,1
Base monetária	-152,0	-13,6
Depósito compulsório	-93,1	-8,3
Outros	-9,7	-0,9
<i>Swap</i> cambial	27,9	2,5
Reservas internacionais	505,0	45,1
Juros	648,5	57,9
Títulos públicos no mercado primário	709,8	63,4
Saldo em 30/08/2017	1157,5	

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Já a Tabela 2 informa a contribuição de cada um dos quatro principais fatores em termos absolutos, em cada um dos anos do período considerado na Tabela 1. Aponta também, para cada fator, o acumulado da contribuição (ACM) do final de 2005 até o ano de referência. Por isso, o acumulado informado para 2017 corresponde aos valores apresentados na Tabela 1. Nas duas últimas colunas, estão as variações dos saldos das compromissadas e o acumulado até o não de referência.

Tabela 2 - Principais fatores determinantes das compromissadas ano a ano

	(R\$ bilhões)									
	CONTA ÚNICA	ACM	RESERVAS	ACM	JUROS	ACM	TÍTULOS	ACM	COMPRO- MISSADAS	ACM
2006	-59,5	-59,5	74,4	74,4	13,4	13,4	26,2	26,2	40,2	40,2
2007	-55,6	-115,1	155,4	229,8	18,7	32,1	17,4	43,6	110,1	150,3
2008	-74,3	-189,4	-12,1	217,6	32,9	65,1	138,8	182,4	137,7	288,0
2009	-52,3	-241,7	62,9	280,6	40,4	105,5	100,4	282,8	129,6	417,5
2010	-51,2	-292,9	75,6	356,1	36,0	141,5	47,5	330,3	-166,0	251,5
2011	-125,6	-418,6	85,2	441,3	37,5	179,0	85,9	416,3	53,2	304,7
2012	-121,6	-540,2	25,9	467,2	40,0	219,0	151,6	567,8	182,1	486,8
2013	-127,6	-667,8	-22,4	444,7	50,4	269,4	169,0	736,8	4,7	491,6
2014	-0,7	-668,4	16,3	461,0	67,1	336,5	136,9	873,7	280,3	771,9
2015	59,7	-608,8	-15,0	446,0	103,7	440,2	-123,5	750,2	104,2	876,1
2016	12,3	-596,5	32,5	478,5	134,6	574,8	31,9	782,1	134,2	1.010,3
2017*	80,5	-516,0	26,5	505,0	73,7	648,5	-72,3	709,8	110,0	1.120,3

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. * Até agosto. ACM: acumulado.

A organização das informações nas duas tabelas não é usual, de modo que cabem alguns comentários. À exceção dos *juros*, os fatores listados correspondem aos fatores que levaram à expansão ou contração da base monetária no período abordado, de acordo com as informações mensalmente divulgadas na página eletrônica do Banco Central¹⁷. A diferença é que as tabelas foram organizadas de modo a retratar os fatores que levaram à expansão e contração das operações compromissadas e não da base monetária. Assim, se determinado fator, como as reservas internacionais, contribuiu sistematicamente para elevar a base monetária além das necessidades da economia, esse fator também obrigou o Banco Central a realizar sistematicamente operações compromissadas para recolocar a liquidez da economia no nível adequado. Já o fator que atuou para reduzir a base monetária, como os depósitos compulsórios, atuou também para reduzir as operações compromissadas.

Sob essa perspectiva, a base monetária que, nas estatísticas do Banco Central, consta como a variável resultante dos fatores que atuam sobre ela, na Tabela 1, aparece como um dos fatores que ajudam a entender a evolução das compromissadas. Se o Banco Central permitiu que a base monetária subisse R\$ 152 bilhões no período, pode-se concluir que tal montante mostrou-se compatível com a Selic perseguida pela política monetária, vale dizer, não se tratou de excesso de liquidez propriamente dito, mas, sim, de liquidez extra requerida pela economia. Nesse sentido, o aumento da base monetária contribuiu para reduzir as operações compromissadas, tais quais os depósitos compulsórios.

Vale agora comentar os fatores listados nas Tabelas 1 e 2. A Conta única do Tesouro e as operações com títulos públicos no mercado primário foram decisivas como

¹⁷ Tais informações podem ser encontradas no Quadro II-5 dos Indicadores Econômicos divulgados pelo Banco Central em sua página eletrônica (<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>). A base monetária corresponde à emissão primária de moeda na economia, o que inclui reservas bancárias e cédulas e moedas em circulação.

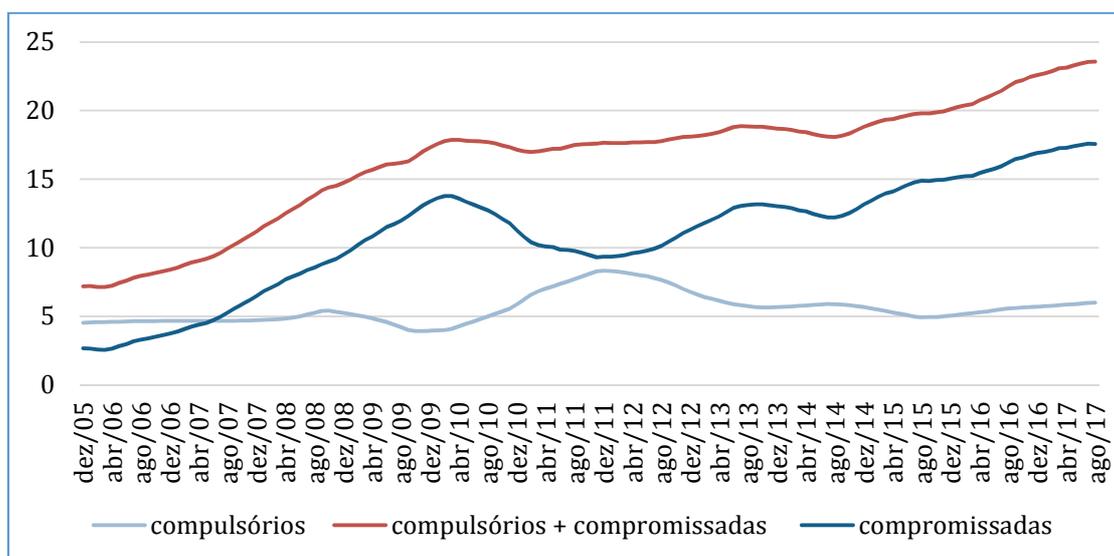
fatores explicativos da evolução das operações compromissadas no período coberto. Entretanto, como ambos dizem respeito ao Tesouro Nacional, serão analisados na próxima seção.

II.1 – Compulsórios

Quanto aos depósitos compulsórios, eles atuam sobre a liquidez da economia, tais quais as compromissadas, conforme visto na parte anterior. Ambos são instrumentos de política monetária e podem ser utilizados de modo alternativo ou complementar. Quando as alíquotas dos compulsórios são elevadas, parcela maior dos depósitos nos bancos é recolhida em espécie no Banco Central, o que diminui a liquidez da economia¹⁸. Como resultado, há menor necessidade de recorrer às compromissadas no esforço de controle dessa liquidez.

O Gráfico 4 mostra a evolução das compromissadas, dos depósitos compulsórios e das compromissadas somadas aos compulsórios, do final de 2005 a agosto de 2017, todas as séries calculadas em relação ao PIB e na média dos últimos doze meses¹⁹.

Gráfico 4 - Compromissadas e compulsórios
(% PIB – média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

¹⁸ No Brasil, há recolhimentos obrigatórios em espécie calculados com base na aplicação de alíquotas sobre depósito à vista (45%), a prazo (36%) e de poupança (21% e 24,5%). Há ainda a chamada exigibilidade adicional, cujas alíquotas foram zeradas em 2017, compensadas por ajustes nas demais. O histórico dessas alíquotas pode ser visto na respectiva tabela especial das séries temporais do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/n/SERIESTEMPORAIS>).

¹⁹ Neste estudo, o compulsório sobre depósitos à vista não foi considerado por conta da relativa estabilidade da alíquota aplicável e do recolhimento resultante, além da ausência de remuneração. A intenção aqui é mais identificar os efeitos das mudanças nas regras do compulsório sobre as compromissadas, do que o tamanho e a evolução do total recolhido por meio desses depósitos. Os dados discriminados sobre os depósitos compulsórios foram obtidos nas séries temporais do Banco Central (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

É possível observar que compromissadas e compulsórios andaram em direções opostas, sobretudo, em períodos de mudanças mais expressivas nesses depósitos²⁰. É o que se deveria esperar dado que se tratam de instrumentos alternativos ou complementares de política monetária. A série que soma as duas variáveis permite ver com mais clareza como evoluiriam as compromissadas, não fossem as sucessivas alterações nas alíquotas dos compulsórios. Em particular, as oscilações verificadas de 2010 a 2014 cederiam lugar à suave aumento. Já os dois períodos de rápido crescimento, 2006-2009 e 2014-2017, permaneceriam nitidamente demarcados.

Em relação à evolução dos compulsórios, é possível ver os efeitos das sucessivas mudanças nas alíquotas, em função do contexto econômico. Em 2009, houve redução dos compulsórios, fruto da redução nas alíquotas ao final de 2008 e início de 2009, como resposta à falta de liquidez originada da crise internacional. Com a rápida recuperação da economia, as alíquotas foram ajustadas na direção oposta, a partir do início de 2010, mas acabaram bem acima do período pré-crise, resultando no forte aumento dos compulsórios no biênio 2010-2011. Ao final de 2011, ano em que a economia desacelerou bastante em relação a 2010, recorreu-se à nova redução das alíquotas, o que levou à forte redução dos compulsórios em 2012, seguida da acomodação em cerca de 5% do PIB, nível do período pré-crise de 2008.

Como resultado das sucessivas alterações de alíquotas para cima e para baixo, a atuação dos compulsórios como fator determinante das compromissadas foi expressiva em determinados anos, mas não quando se considera o cômputo líquido do final de 2005 a agosto de 2017. Assim, nos anos de 2008, 2012 e 2014, os compulsórios expandiram a base monetária em R\$ 57, R\$ 118,7 e R\$ 56,2 bilhões, respectivamente, mas, em 2012, houve contração de R\$ 236,9 bilhões. Já no acumulado do período, o efeito líquido foi de contração de R\$ 93,1 bilhões, como informa a Tabela I. Tal número, ainda que razoável, mostra que o papel dos compulsórios foi reduzido, frente à atuação dos fatores evidenciados na Tabela 2. Um desses fatores foi o intenso aumento de reservas internacionais do país, por meio da atuação do Banco Central no mercado de câmbio.

II.2 – Reservas internacionais e operações de *swap* cambial

No período entre 2006 e 2012, houve forte entrada de divisas no país, resultado de superávits nas transações correntes e de capital com o exterior. Como os responsáveis pela política econômica temiam os potenciais efeitos prejudiciais do ingresso de divisas sobre o desempenho da economia, parte delas foi comprada pelo Banco Central, para compor as reservas internacionais e, secundariamente, quitar a dívida pública externa. Inicialmente, o incremento das reservas foi útil por fornecer ao país um *seguro* contra crises internacionais. Entretanto, dada a intensidade da entrada de divisas, as reservas subiram de modo acentuado de 2006 a 2012.

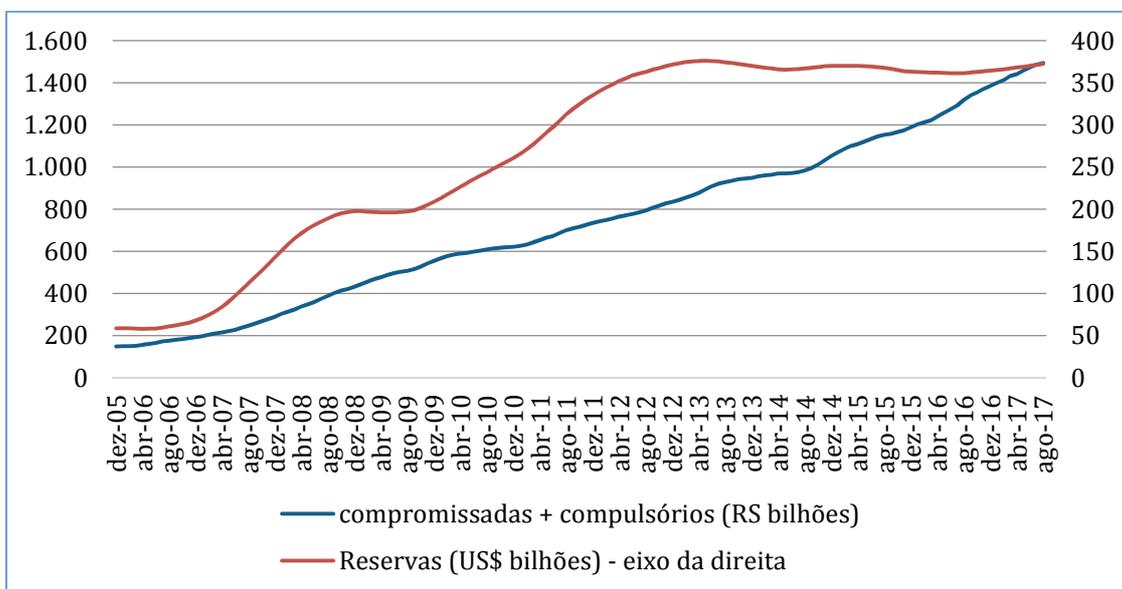
O Banco Central, na condição de responsável pela gestão das reservas e da política cambial, comprou as reservas e com isso injetou liquidez na economia. Para compensar, fez operações compromissadas, contando ainda com a ajuda dos compulsórios no biênio 2010-2011. A Tabela 2 mostra que, em cada ano do período 2006-2012, a

²⁰ Esse gráfico ilustra como o indicador oficial de DBGG apresenta suas fragilidades, tal qual o indicador utilizado pelo FMI. Como as compromissadas são incluídas na mensuração da DBGG, o aumento ou diminuição dos compulsórios leva à melhora ou piora do indicador, sem algo que justifique o resultado.

aquisição de reservas pelo Banco Central redundou em expansão da base monetária e, por consequência, das operações compromissadas, a exceção de 2008, como decorrência da crise internacional. Considerando-se o total desse período, o efeito expansionista foi de R\$ 467,2 bilhões, grande parte do total de R\$ 505 bilhões do efeito das reservas, em todo período coberto²¹.

A coincidência temporal dos eventos é indicação dessa relação, conforme mostra o Gráfico 5, com a evolução, na média dos últimos doze meses, das reservas internacionais e das operações compromissadas, somadas aos compulsórios, tal qual no Gráfico 4. Do final de 2005 ao final de 2012, as reservas internacionais subiram de US\$ 53,8 bilhões para US\$ 373,1 bilhões, aumento de 594%²². No mesmo período, o saldo das compromissadas, somadas aos compulsórios, cresceu 472%.

Gráfico 5 – Operações compromissadas e reservas internacionais
(média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Vale observar que embora a intenção do Banco Central fosse controlar a liquidez gerada pela compra das reservas internacionais, o efeito prático foi que as compromissadas foram utilizadas para financiar a compra de reservas internacionais. Curiosamente, do final de 2005 ao final de 2012, enquanto as compromissadas subiam de 2,7% para 11,3% do PIB, na média dos últimos doze meses, a dívida pública, aferida pela DBGG, caía de 56,2% para 53,4% do PIB. E só não caiu mais por conta da concessão de créditos do Tesouro ao BNDES na forma de transferências de títulos públicos, ocorridas de 2008 a 2014, mas especialmente no biênio 2009-2010. Essa intensa aquisição de ativos (reservas internacionais e créditos do Tesouro junto ao BNDES), ao mesmo tempo que a

²¹ A relação entre a expansão das reservas internacionais e as compromissadas pode ser vista em Salto & Andrade (2010, p. 5-8).

²² Utiliza-se aqui o conceito de liquidez das reservas internacionais. Os números foram retirados das séries temporais do Banco Central (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

DBGG diminuía, só foi possível em razão dos resgates de títulos públicos, possibilitados, por sua vez, pela geração de elevados superávits nas contas públicas, assunto que será visto com mais atenção no próximo tópico²³. Essa dinâmica das compromissadas e dos títulos públicos em poder do mercado explica o forte aumento da participação das operações na DBGG no período de acumulação de reservas externas, fato este registrado no Gráfico 2.

A relação direta entre as reservas internacionais e as compromissadas é inquestionável, mas a notoriedade dessa relação diminuiu a percepção da importância de outros fatores que atuaram simultaneamente, notadamente a atuação do Tesouro Nacional. Ademais, conforme se vê no Gráfico 5, as reservas internacionais foram relevantes como fator explicativo da evolução das compromissadas apenas até 2012, pois, nos anos seguintes, o efeito foi mais errático e menos expressivo. Portanto, é preciso identificar a atuação desses outros fatores.

Antes disso, porém, cabe comentar outro fator associado ao setor externo que atuou moderadamente para expandir a base monetária, elevando a pressão sobre as operações compromissadas. Trata-se das operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central. Nesse caso, houve concentração temporal dos efeitos no biênio 2015-2016, sendo que, no primeiro ano, o fator expandiu a base monetária e, no segundo, contraiu.

Essas operações consistem em troca de risco e rentabilidade de um determinado valor (valor nominal), durante o período especificado no contrato, usualmente alguns meses. Nas operações que o Banco Central fez nos últimos anos, ele se comprometeu a pagar a desvalorização cambial no período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se comprometeu a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em dinheiro, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período contratado, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga ao Banco a diferença. É justamente esse acerto que impacta a base monetária e, por consequência, as operações compromissadas.

Com a forte desvalorização cambial de 2014-2015, o Banco Central teve que pagar ao mercado R\$ 107 bilhões no biênio. Em 2016, com a sequência inversa, recebeu R\$ 75,6 bilhões. Ao término do período coberto pela Tabela 1, agosto de 2017, o efeito acumulado líquido final foi de R\$ 27,9 bilhões, pouco relevante, quando se compara com o efeito de outros fatores.

II.3 – Juros

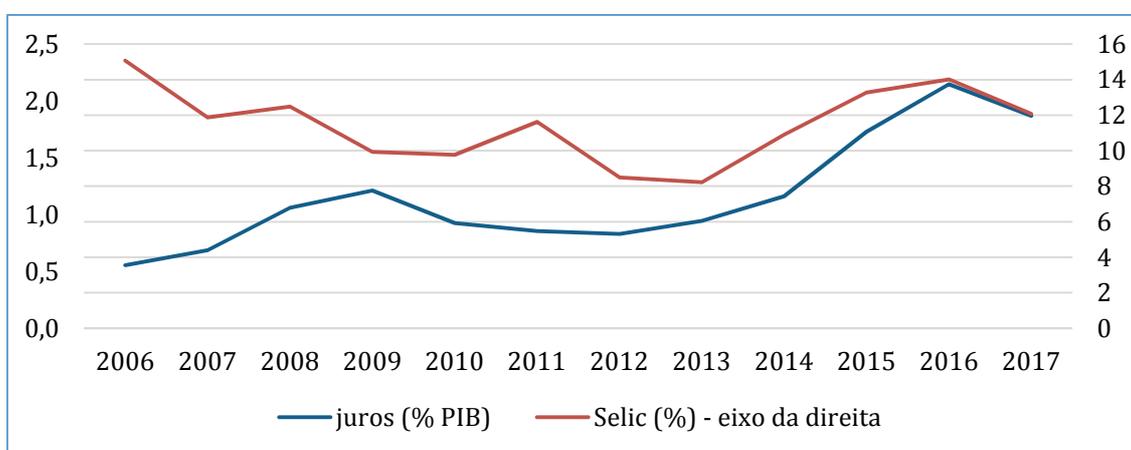
Um outro fator de extrema importância para explicar o acentuado aumento do saldo das compromissadas nos últimos anos não atua por intermédio dos efeitos sobre a base monetária, como os demais. Trata-se dos juros que incidem sobre esse saldo. Essas operações são como um empréstimo que o Banco Central toma junto ao mercado e, como tal, requer o pagamento de juros. Assim, enquanto os outros fatores elevam ou reduzem o saldo das compromissadas por conta dos fluxos de novas operações feitas ou desfeitas, os juros incidem diretamente sobre o saldo resultante dos fluxos. Já o tamanho dos juros

²³ Para uma análise detalhada da evolução da dívida pública no período ver Pellegrini (2017).

devidos depende da Selic, taxa que remunera as compromissadas²⁴, conforme visto, e do saldo dessas operações, resultante dos fluxos de operações passadas e dos próprios juros incorporados ao saldo, já que se trata de juros compostos (juros sobre juros).

Conforme se lê na Tabela 1, os juros foram responsáveis por R\$ 648,5 bilhões do aumento total do saldo das compromissadas, do início de 2006 até agosto de 2017, o equivalente a 57,9% desse aumento²⁵. Ficou apenas abaixo das operações com títulos públicos no mercado primário, dentre os principais responsáveis pelo aumento das operações compromissadas. O Gráfico 6 mostra a evolução dos juros incidentes sobre o saldo das operações compromissadas de 2006 a 2017, como percentual do PIB, além da Selic que remunerou esses saldos.

Gráfico 6 - Juros das compromissadas e Selic



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Obs.: os valores de 2017 referem-se ao acumulado nos últimos doze meses encerrados em agosto.

Como seria de se esperar, a série mostra tendência de aumento dos juros, já que houve expressiva elevação do saldo das compromissadas, ao mesmo tempo que a Selic não caiu na intensidade requerida para compensar a evolução do saldo. Apenas no triênio 2010-2012 ocorreu queda dos juros em relação ao PIB por conta do efeito dos compulsórios sobre as compromissadas nos dois primeiros anos e da queda forçada da Selic, em 2012. Daí em diante, juntaram-se a Selic e o saldo para levar ao forte aumento dos juros devidos. Ao final de 2016, esse montante chegou a 2,15% do PIB.

²⁴ Este texto informa em algumas passagens que as compromissadas são remuneradas pela Selic. Entretanto, cabe esclarecer que essas operações são contratadas a taxas prefixadas. Mas como essas taxas se baseiam na Selic no momento em que são fixadas e como os prazos acertados são curtos, na prática, o resultado é a proximidade entre as taxas contratadas e a Selic.

²⁵ Os juros incidentes sobre as operações compromissadas foram obtidos nas Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa do Banco Central - Política Fiscal, no Quadro IX que informa os fatores determinantes da Dívida Líquida do Setor Público (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Esse quadro informa ainda o chamado *primário* que corresponde à variação do saldo das compromissadas, excluindo-se o efeito dos juros. Essa variação normalmente corresponde ao impacto das operações compromissadas na base monetária. Entretanto, em 2012 e 2013, a diferença foi relevante, chegando a R\$ 3,8 e R\$ 16,3 bilhões, respectivamente. Essas diferenças aparecem na Tabela I incluídas na conta *outros*. Uma análise preliminar não apontou a razão dessa diferença. De qualquer modo, os valores são pequenos em relação à dimensão dos valores envolvidos na referida tabela.

É possível que esse percentual caia ao final de 2017, por conta da redução na Selic. Nos doze meses encerrados em agosto deste ano, esse percentual estava em 1,87% do PIB. Na verdade, desde 2015, a incidência dos juros vem se constituindo no principal responsável pelo aumento do saldo das compromissadas. Se o saldo das compromissadas do final de 2014 for corrigido pela Selic acumulada até agosto de 2017, o valor encontrado estará próximo do saldo efetivamente observado nesse último mês (R\$ 1.104,0 milhões contra R\$ 1.157,5 milhões).

Em relação ao papel dos juros no aumento do saldo das compromissadas, é preciso esclarecer que decorre em última instância da atuação dos outros fatores que atuaram sobre as compromissadas. Uma vez que as reservas internacionais adquiridas pelo Banco Central ou as operações do Tesouro com títulos públicos no mercado primário atuaram no sentido de expandir o saldo das compromissadas, a esse aumento juntaram-se os efeitos indiretos posteriores, advindos da incidência dos juros nos períodos seguintes. Se esses efeitos indiretos também fossem considerados, a influência dos fatores expansionistas seria ainda maior, do mesmo modo que os fatores que atuaram para diminuir as compromissadas teriam seu peso ajustado para baixo.

III – Fatores Determinantes II: o impacto da atuação do Tesouro Nacional

Os números da Tabela 2 mostram que foram quatro os principais determinantes da evolução das operações compromissadas desde 2006. As reservas internacionais e os juros já foram vistos. Resta agora analisar a conta única do Tesouro e as operações com títulos públicos no mercado primário, ambas geridas pelo Tesouro Nacional. Em que pese esse fato, considerá-las em conjunto pode dificultar a melhor compreensão do papel do Tesouro, quando se procura entender a evolução das compromissadas nos últimos anos²⁶. Por isso, primeiramente, a análise que segue os trata separadamente.

III.1 – Conta única do Tesouro

O principal fator que atuou para contrair a base monetária e, por consequência, reduzir o saldo das operações compromissadas, foi a conta única do Tesouro. As receitas da União são depositadas nesta conta, enquanto suas despesas resultam em saques. Assim, em anos de superávit fiscal, os depósitos superam os saques, levando à contração da base monetária. Já os anos de déficit redundam em expansão. Assim, quando há superávit, o resultado esperado é a redução do saldo das

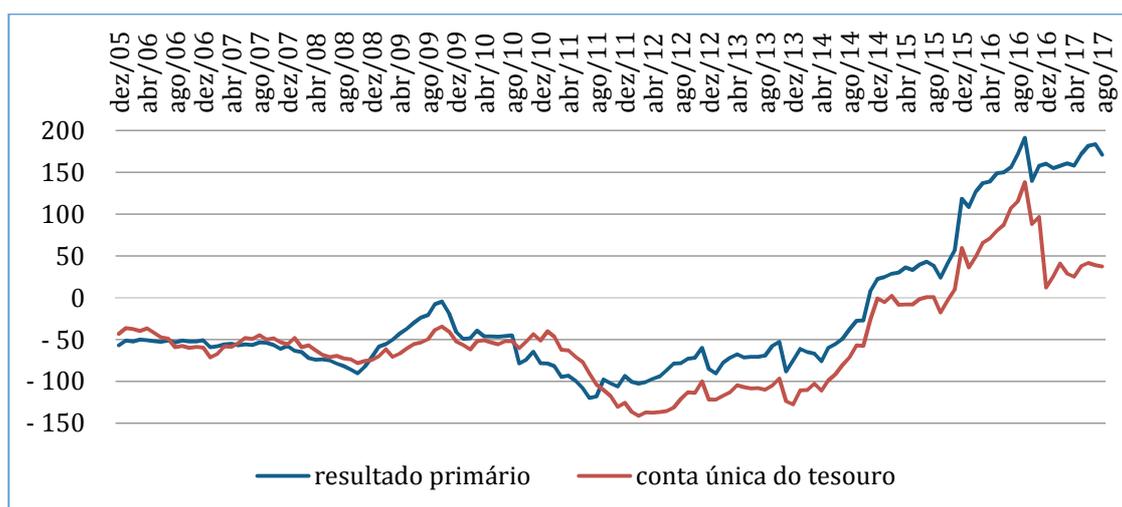
²⁶Em Banco Central do Brasil (2016), estimam-se os fatores determinantes da evolução das operações compromissadas em relação ao PIB, do final de 2006 a novembro de 2015. Nesse período, as compromissadas subiram 12,5 pontos percentuais de PIB. Se o Tesouro for considerado como um único fator, a sua relevância é marginal, apenas 1,3 ponto, similar ao *swap* cambial (1,8 ponto). Nesse caso, os principais fatores são reservas internacionais (10,6 pontos), juros (10,1 pontos), crescimento do PIB (-7,6 pontos) e compulsórios (-3,7 pontos). Entretanto, o 1,3 ponto relativo ao Tesouro resulta da diferença entre o efeito do resgate líquido de títulos públicos, 16 pontos, e do que o texto chama de demais operações do Tesouro, -14,7 pontos, portanto, os dois principais fatores, isoladamente considerados. O efeito causado pelo crescimento do PIB não está sendo considerado neste estudo, pois utiliza-se aqui o valor absoluto das compromissadas como referência, em vez do valor em relação ao PIB.

compromissadas, pois o Banco Central precisa recompor a liquidez perdida inicialmente, sob pena de ver a Selic acima da meta estabelecida, para fins de controle da inflação.

Conforme se pode ver na Tabela 1, a conta única contribuiu com R\$ 516 bilhões para a contração da base monetária de 2006 a agosto de 2017, em grande medida por conta dos superávits primários gerados de 2006 a 2013²⁷. Desde 2014, com os crescentes e elevados déficits primários, a conta única passou a atuar na direção oposta, como fator de expansão da base monetária, conforme se observa na Tabela 2.

O Gráfico 7 mostra o déficit primário do governo central e a contribuição da conta única como fator de contração ou de expansão da base monetária e, por consequência, do saldo das operações compromissadas. Recorre-se ao acumulado nos últimos doze meses. Como se trata da série de déficit primário, o número negativo observado até meados de 2014 indica superávit primário.

Gráfico 7 –Déficit primário do governo central e efeito da conta única sobre a base monetária (R\$ bilhões – acumulado nos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Obs.: os valores negativos indicam superávit na série relativa ao déficit primário do governo central.

É fácil ver que as duas séries evoluem de modo semelhante e que a relação causal parte do resultado primário para a movimentação da conta única. Em dezembro de 2016, houve distanciamento entre as duas séries provavelmente por conta da operação feita entre o Tesouro Nacional e o BNDES. Na ocasião, o BNDES quitou R\$ 100 bilhões de créditos do Tesouro, sendo R\$ 60 bilhões em dinheiro. O montante recolhido na conta

²⁷Seria desejável que o Banco Central informasse os principais itens que levam à variação no saldo da conta única do Tesouro, em complemento à tabela com os fatores de contração e expansão da base monetária. No texto do Banco Central referido na nota de rodapé anterior, há a informação, no acumulado, para o período lá abordado. Os dois itens por trás dos 14,7 pontos de PIB de contração das compromissadas causada pela atuação do Tesouro (fora mercado de títulos públicos) foram: 11,8 pontos produzidos pelo superávit primário e 6,6 pontos advindos dos pagamentos relativos às dívidas dos estados e municípios. As demais operações do Tesouro resultaram em impacto expansionista de 3,8 pontos.

única resultou em efeito contracionista sobre a base monetária, mesmo com o elevado déficit primário verificado no referido mês²⁸.

Observa-se também que o resultado primário passou a ser deficitário em 2014 e, por consequência, a conta única deixou de ser um tradicional fator de contração da base monetária, para tornar-se expansionista. Além do resultado primário, é preciso observar também os pagamentos relativos à dívida dos entes subnacionais junto à União. Até 2014 pelo menos, esses pagamentos representavam um importante fator de contração da base monetária. Entretanto, a crescente dificuldade fiscal desses entes e as renegociações feitas desde então devem ter diminuído essa contribuição nos últimos anos.

III.2 – Títulos públicos

Além das movimentações na conta única, outro canal por meio do qual a relação com o Tesouro Nacional afetou a base monetária e as compromissadas foram as operações no mercado primário de títulos públicos. É preciso não confundir esse mercado com o mercado secundário. Nesse último, o Banco Central usa sua carteira de títulos públicos para gerir a política monetária, por meio das operações compromissadas. Já no mercado primário, é o Tesouro Nacional que atua por meio da emissão e resgate de títulos, no âmbito da gestão da dívida pública e do atendimento das necessidades de financiamento do Estado²⁹.

Se o Tesouro Nacional decide resgatar títulos em termos líquidos (resgate maior que emissão), há expansão da liquidez da economia, o que leva o Banco Central a realizar operações compromissadas para recolocar a liquidez em nível adequado. Nesse caso, as compromissadas substituem os títulos públicos, na composição da dívida pública. Se houver emissão líquida, o efeito é o oposto³⁰.

As operações primárias com títulos públicos correspondem ao fator que, individualmente, mais afetou a base monetária, no caso, na direção expansionista, vale dizer, houve resgates líquidos em todos os anos do período coberto até 2014. Conforme se pode ver na Tabela 1, o efeito expansionista dessas operações chegou a R\$ 709,8 bilhões, no acumulado de 2006 a agosto de 2017, acima dos efeitos advindos da aquisição de reservas internacionais (R\$ 505 bilhões) e dos juros acumulados (R\$ 648,5 bilhões). Já a Tabela 2 mostra que até 2014, o efeito acumulado desde 2006 era de R\$ 873,7 bilhões, e passou a cair de 2015 em diante, com emissões líquidas de títulos públicos no mercado primário, justamente quando a conta única passou a ser expansionista. Como a conta única

²⁸ O distanciamento reportado no gráfico mantém-se nos mesmos seguintes, pois as séries são apresentadas no acumulado em doze meses. Quando dezembro de 2016 for retirado do cálculo, as séries se aproximarão, salvo outro evento de efeito similar.

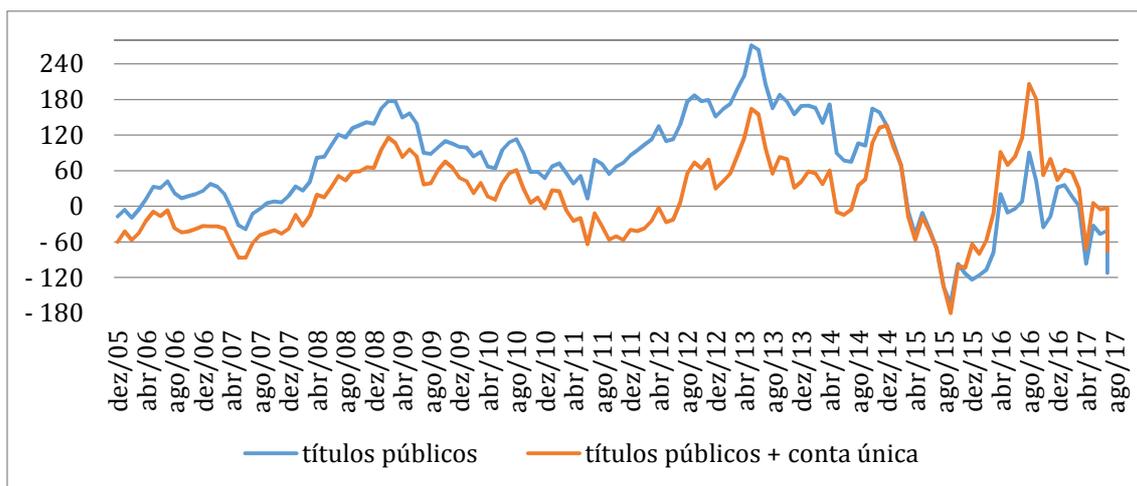
²⁹ Além dos resgates dos papéis no vencimento feitos no mercado primário, o Tesouro pode também resgatá-los antes do vencimento. Entretanto, os montantes envolvidos neste caso são pouco relevantes. Considerando-se o período que vai de novembro de 2006 a agosto de 2017 para os quais há informação disponível, o resgate antecipado representou 2,7% do resgate no vencimento. Tais informações podem ser vistas no Anexo 1.1 do Relatório Mensal da Dívida, publicado na página eletrônica da Secretaria do Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/relatorio-mensal-da-divida>).

³⁰ É importante observar que transações com títulos públicos feitas pelo Tesouro Nacional passam pela conta única. O resgate líquido diminui o saldo da conta; enquanto a emissão líquida aumenta esse saldo. Entretanto, quando o Banco Central informa o impacto da conta única sobre a base monetária, desconsidera essas transações, que são tratadas como item a parte dentre os fatores determinantes.

e as transações no mercado primário são geridas pelo Tesouro Nacional, cabe verificar também o efeito líquido da sua atuação.

O Gráfico 8 relata o efeito das transações com títulos públicos no mercado primário sobre a base monetária, bem como a soma dos efeitos dessas transações com os advindos da conta única, para informar o resultado líquido da atuação conjunta. A exemplo do Gráfico 7, utiliza-se a o acumulado nos últimos doze meses.

Gráfico 8 - Efeito das transações no mercado primário de títulos públicos sobre a base monetária (R\$ bilhões- acumulado nos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, as transações no mercado primário atuaram até 2014 para expandir a base monetária, vale dizer, houve resgates líquidos desses papéis. Outro fato a destacar é que, também até 2014, a curva do efeito conjunto esteve abaixo da curva que registra apenas os efeitos das transações no mercado primário, o que mostra que os dois fatores atuaram em polos opostos, em termos de contração e expansão da base monetária. Dito de outro modo, o Tesouro Nacional utilizou os superávits fiscais para resgatar títulos públicos no mercado primário. Somente com a reversão dos superávits para déficit depois de 2014 é que as emissões passaram a superar os resgates para financiar os resultados negativos.

A conclusão acima não deveria surpreender. A geração de superávits fiscais tinha como objetivo justamente gerar recursos para arcar com o serviço da dívida pública, mantendo-a sob controle. Os títulos públicos são o principal componente da dívida pública. Com a reversão dos superávits para déficit, tornou-se mais difícil efetuar resgates líquidos que passaram para emissões líquidas, gerando, por consequência, rápida expansão da dívida pública a partir de 2014.

Menos óbvio é o fato de que a estratégia seguida pelo Tesouro implicou ao mesmo tempo forte aumento das operações compromissadas³¹. Primeiro, porque, de 2006

³¹ Entre os autores que enfatizam os resgates líquidos no mercado primário de títulos públicos na análise do aumento das compromissadas ver Senna (2013, p. 33) e Loyola (2016, p. 238). O próprio Banco Central externa a mesma posição em nota de esclarecimento, de 16 de julho de 2013, em resposta a editorial do jornal

a agosto de 2017, os resgates líquidos de títulos no mercado primário superaram em R\$ 193,8 bilhões o efeito contracionista da conta única sobre a base monetária, ressaltando-se as mudanças verificadas a partir de 2015³². Tal fato sobrecarregou as operações compromissadas que precisaram ser acionadas para compensar a expansão da liquidez decorrente da atuação do Tesouro Nacional.

Mas o segundo e mais importante motivo foi que, ao optar por resgatar títulos públicos com os superávits fiscais de 2006 a 2014, o Tesouro deixou a cargo do Banco Central a atribuição de enxugar a liquidez da economia gerada pela acumulação de reservas internacionais. No cotidiano, tal fato se processa automaticamente, já que cabe ao Banco Central controlar a liquidez e gerir as reservas internacionais. Assim, quando o Banco adquire reservas e com isso introduz liquidez na economia, realiza ao mesmo tempo operações compromissadas para recolocar a liquidez no nível adequado, com a ajuda do compulsório quando acionado.

O problema não é esse procedimento corriqueiro e, sim, o fato de que, a certa altura da segunda metade da década passada, já estava claro que o nível de reservas era elevado e assim se manteria por muito tempo. Em dezembro de 2007, as reservas chegaram aos US\$ 180,3 bilhões, 3,4 vezes o nível de dois anos antes. Apenas em 2007, houve aumento de US\$ 94,5 bilhões. Se não se tratava de excesso conjuntural de liquidez, o mais correto seria financiar as aquisições de novas reservas por meios mais adequados, no mercado primário de títulos públicos. Mesmo que a clara percepção da durabilidade do fenômeno só ocorresse depois de um tempo de intenso uso das compromissadas, o ajuste poderia ter sido feito *a posteriori*, por meio da progressiva substituição das compromissadas por títulos públicos em poder do mercado.

Além da opção feita pelo Tesouro, é preciso registrar que o aumento das compromissadas também decorreu da atuação do próprio Banco Central. Uma alternativa em mãos da autoridade monetária para enxugar a liquidez decorrente da compra de reservas internacionais seria vender os títulos de sua carteira, de modo definitivo, sem compromisso de recompra. Nesse caso, o resultado seria similar à venda feita diretamente

O Estado de São Paulo (<https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/14785>). No primeiro parágrafo, o Banco Central esclarece em certa passagem: *Há vários fatores que contribuem para o aumento da liquidez de nosso sistema e, por conseguinte, para o aumento do estoque de operações compromissadas. Aquisição de dólares para compor as reservas internacionais, resgates líquidos de títulos da dívida pública federal promovidos pelo Tesouro Nacional, oscilações na conta única do Tesouro Nacional e movimentações dos depósitos compulsórios são os mais relevantes. Nos últimos anos, esses fatores se fizeram presentes em maior ou menor intensidade, isolada ou conjuntamente, em diferentes momentos.*

³²É importante observar que os resgates líquidos de títulos públicos no mercado primário não estão limitados aos superávits fiscais. É possível que ocorram resgates até mesmo em períodos de déficit. O limite é dado pelo saldo da conta única de onde saem os recursos para a realização dos resgates líquidos. O resultado fiscal é decisivo para a evolução desse saldo, mas há também outros fatores explicativos. Vale registro aos resultados positivos do Banco Central que são transferidos para a conta única, a cada semestre. Esses resultados foram sistematicamente positivos entre o segundo semestre de 2011 e 2015 (exceto primeiro semestre de 2014), o que resultou no rápido aumento do saldo da conta única. A utilização dessa parcela do saldo para resgate de títulos públicos é mais prejudicial do que o uso do superávit fiscal, no que tange aos efeitos sobre as compromissadas. Nesse último caso, há a devolução da liquidez retirada inicialmente pelo próprio superávit. Já a transferência do resultado positivo do Banco Central para a conta única é, em si, neutra do ponto de vista da liquidez. Se, em seguida, for utilizado para resgatar títulos, todo o efeito recai sobre as compromissadas. Para uma análise das regras que regem atualmente o tratamento do resultado do Banco Central, notadamente a Lei nº 11.803, de 2008, e os problemas daí advindos ver Mendes (2016).

pelo Tesouro em seus leilões primários, pois os títulos terminariam em poder do público. Entretanto, o Banco Central não utilizou essa alternativa no período analisado³³.

A expansão pronunciada e duradoura da liquidez gerada pela aquisição de reservas internacionais indicava a necessidade de utilizar outros instrumentos além das operações compromissadas. Tal afirmação encontra amparo em passagem de texto disponível na página eletrônica do Banco Central³⁴: *As intervenções (compras e vendas de títulos), realizadas pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto do Banco Central, são de dois tipos: operações compromissadas, voltadas para ajustes de liquidez; e operações definitivas, voltadas para mudanças de tendência.*

É fato que, no biênio 2010-11, o Banco Central recorreu ao aumento da alíquota dos compulsórios, em apoio às operações compromissadas, mas as exigências foram em parte revertidas em 2012. Desse modo, o Banco Central voltou a utilizar mais intensamente as compromissadas em seu esforço de controle da liquidez e, novamente, sem o uso das transações definitivas com os títulos da carteira.

Outro aspecto a ser considerado é o possível papel dos vultosos créditos concedidos pelo Tesouro ao BNDES, na forma de transferências de títulos públicos, no período 2008-2014, notadamente no biênio 2009-2010³⁵. No momento das emissões, as transferências impactaram a dívida mobiliária em poder do mercado. Os possíveis efeitos sobre as compromissadas se deram no momento do vencimento desses papéis, estivessem eles com o BNDES ou já com outro detentor³⁶. Nessa fase, o efeito dependeu da atuação do Tesouro. Se os resgates foram compensados com emissões, não houve impacto sobre as compromissadas; se não foram, parte do ônus das transferências, ao fim e ao cabo, recaiu sobre as compromissadas. Não dá para saber ao certo o que aconteceu, pois as informações disponíveis sobre a dívida mobiliária não discriminam a origem dos papéis que vencem. Entretanto, dada a dimensão dos resgates no mercado primário de títulos públicos, acima dos efeitos da conta única sobre a base monetária, é bem possível que, ao longo dos anos, no momento dos resgates dos papéis originalmente transferidos ao BNDES, parcela do ônus das transferências tenha recaído sobre as compromissadas, assim como se deu com a aquisição das reservas internacionais.

³³ Essa afirmação pode ser checada por meio das Notas Econômico-Financeiras – Mercado Aberto, nas Tabelas 29 e 46 que informam o impacto monetário das operações com títulos públicos (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/default.asp>). Embora o Banco Central não divulgue a série completa em uma única tabela, a exemplo do que faz nas tabelas especiais, foi possível verificar mês a mês que não foram feitas as chamadas operações definitivas, do final de 2005 até agosto de 2017.

³⁴ A passagem está na p. 29 do texto denominado *Funções do Banco Central do Brasil* (<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2011-Fun%C3%A7%C3%B5es%20do%20Banco%20Central.pdf>).

³⁵ De acordo com o Relatório Gerencial Trimestral dos Recursos do Tesouro Nacional, relativo ao segundo trimestre de 2017, p. 24, divulgado na página eletrônica do BNDES, os repasses do Tesouro foram de R\$ 22,5 bilhões, em 2008; R\$ 105 bilhões, em 2009; R\$ 82,3 bilhões, em 2010; R\$ 50,3 bilhões, em 2011; R\$ 55 bilhões, em 2012; R\$ 41 bilhões, em 2013; e R\$ 60 bilhões, em 2014, totalizando R\$ 416 bilhões.

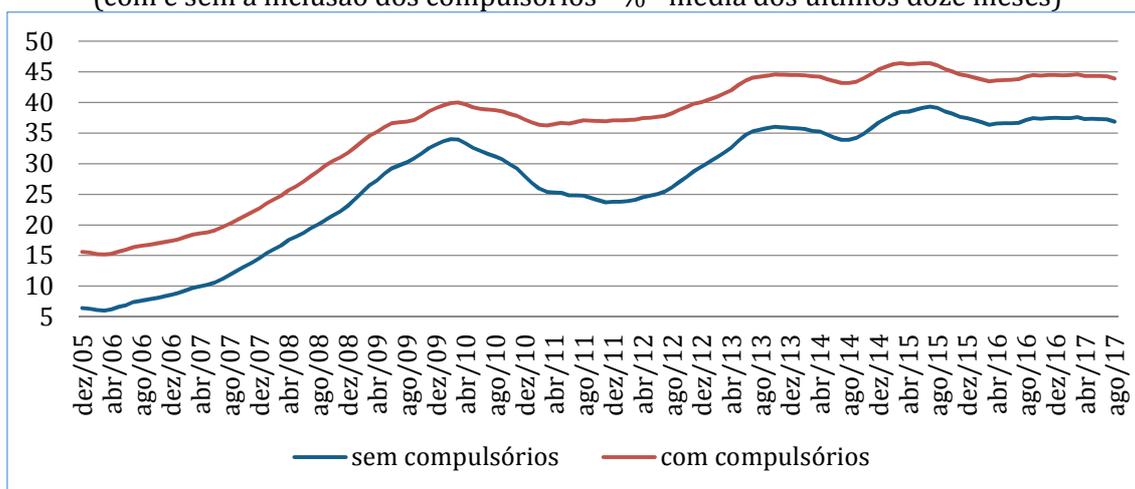
³⁶ O BNDES precisava converter os títulos em recursos para poder conceder empréstimos aos setores beneficiados. Essa era a razão de ser das transferências. Parte dos títulos deve ter sido vendida diretamente ao mercado, parte ficou com o BNDES até o vencimento, provavelmente no caso dos papéis com prazo próximo do vencimento. Como parcela relevante das transferências se deu em 2009 e 2010, os vencimentos devem ter se concentrado nesses dois anos e nos seguintes.

É preciso registrar que, levando-se em conta o governo central como um todo, a enorme acumulação de ativos (reservas internacionais e créditos do Tesouro ao BNDES) do período 2006-2014 foi financiada principalmente pelos elevados superávits primários então gerados, tanto é que a DBGG começou e terminou esse período próxima dos 56% do PIB. Outra coisa é como se distribuiu a composição da dívida pública no mesmo período, dado o modo como se deu a aquisição de reservas e a concessão do crédito ao BNDES. As compromissadas, secundadas pelos compulsórios, subiram para financiar as aquisições de reservas e, possivelmente, parte dos créditos, de acordo com os mecanismos descrito acima. Enquanto isso, a dívida mobiliária caía por conta do uso dos recursos do superávit fiscal no resgate líquido de títulos públicos no mercado primário.

Enfim, diante da atuação do Tesouro no mercado primário e, com menor peso, do Banco Central no mercado secundário de títulos públicos, em particular a verificada de 2006 a 2014, o saldo das compromissadas subiu de modo acentuado e o que em condições normais seria um instrumento de política monetária, transformou-se em um importante componente da dívida pública. É fato que ao fim e ao cabo as compromissadas são dívida pública, exatamente como os títulos públicos. Entretanto, o perfil é distinto, seja por conta da incidência da Selic, seja por conta dos prazos extremamente reduzidos. Ademais, como se verá, outra implicação é que parcela relevante do passivo estatal ficou à margem da gestão da dívida pública feita pela Secretaria do Tesouro Nacional.

O Gráfico 9 mostra a média dos últimos doze meses da relação entre as operações compromissadas e a dívida mobiliária em mercado, os dois itens que correspondem a mais de 90% da DBGG³⁷. A dívida mobiliária em mercado, vale lembrar, corresponde ao saldo dos títulos públicos em poder do mercado. O gráfico informa também a série com a inclusão dos depósitos compulsórios no numerador e no denominador, apenas para isolar o efeito desses depósitos sobre as compromissadas, no biênio 2010-11.

Gráfico 9 - Compromissadas em relação à dívida mobiliária em mercado (com e sem a inclusão dos compulsórios - % - média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

³⁷ Assim como o saldo das compromissadas, a série relativa à dívida mobiliária em poder do mercado pode ser encontrada nas tabelas especiais – séries temporais relativas à DBGG ou à Dívida Líquida do Setor Público (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESTEMPORAISPúblico>).

Do final de 2005 a fevereiro de 2010, houve acentuado aumento da razão entre as compromissadas e a dívida mobiliária em mercado de 6,4% para 34%, fato diretamente relacionado com o aumento das reservas internacionais. No período seguinte, a relação caiu, mas, conforme demonstra a série com compulsórios, isso se deveu, em boa medida, ao aumento das alíquotas desses depósitos, em março de 2010, o que possibilitou o resgate de parte das compromissadas. Outro fato que explica a queda da relação no período foram as emissões de títulos públicos, entregues pelo Tesouro Nacional ao BNDES, especialmente no biênio 2009-2010. Posteriormente, quando as alíquotas dos compulsórios foram reduzidas, ao final de 2011, a participação das compromissadas voltou a subir, recuperou a relação pré-compulsórios em meados de 2013 e foi além, até alcançar o máximo de 39,3%, em julho de 2015. Nesse período, pode ter pesado o efeito do vencimento dos títulos originalmente transferido pelo Tesouro ao BNDES.

De meados de 2015 em diante, a relação caiu levemente para os 36,9% de agosto de 2017. Essa queda recente não se deveu à redução do saldo das compromissadas que, na verdade, continuou subindo em relação ao PIB, nos últimos anos, em boa dose por conta da incidência dos juros. A explicação está na reversão dos superávits para déficits primários a partir de 2014, o que levou à emissão líquida de títulos públicos no mercado primário, com o intuito de atender as necessidades de financiamento do governo central. Ao menos, as compromissadas não precisaram arcar com os déficits primários, também.

Enfim, como se pode resumir a análise dos fatores determinantes das operações compromissadas desde o início de 2006 até agosto de 2017? As compromissadas subiram de modo acentuado de 2006 ao início de 2010 por conta da necessidade de enxugar a liquidez criada pela compra das reservas internacionais. Dada a intensidade desse processo, no biênio 2010-2011, os depósitos compulsórios foram acionados para reduzir o uso excessivo das compromissadas como instrumento de política monetária. Ao mesmo tempo, houve a opção de resgatar títulos públicos no mercado primário com o uso dos superávits fiscais de 2006 até 2014, opção que também foi decisiva para o acentuado aumento das compromissadas no período, pois deixou a cargo dessas, o controle da liquidez gerada pelas aquisições de reservas internacionais. Pesou também a opção do Banco Central pelo não emprego da venda definitiva de títulos públicos da sua carteira. A partir de 2015, a conversão dos superávits em déficits primários foi acompanhada de emissão líquida de títulos no mercado primário, o que evitou pressão extra sobre as compromissadas. Entretanto, o saldo das compromissadas continuou a subir, agora, em boa medida, por causa da incidência dos juros.

IV – O aumento do saldo das compromissadas não foi inevitável

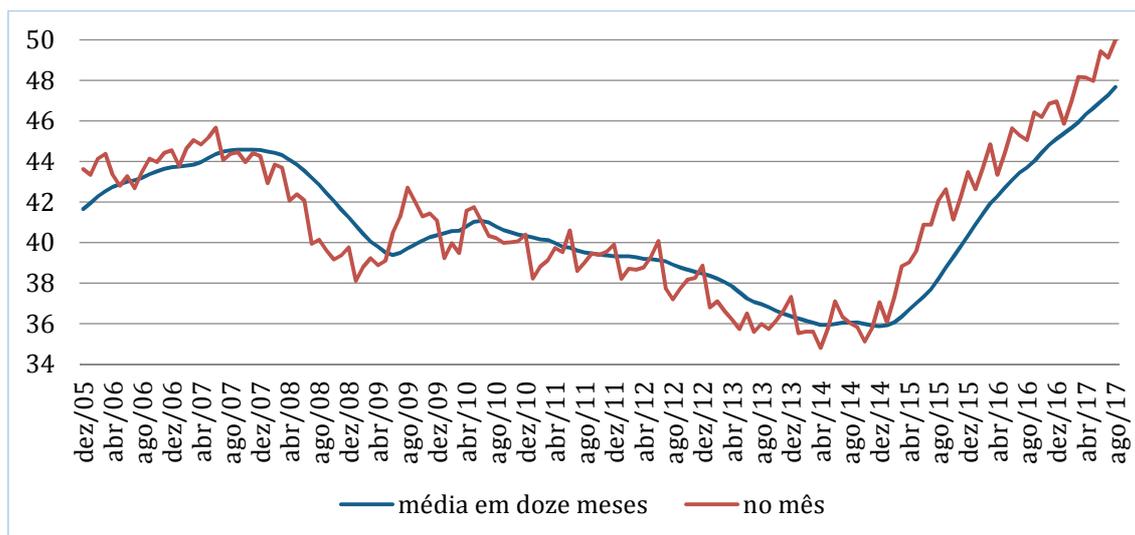
A seção anterior mostrou que a atuação do Tesouro e do Banco Central, em um contexto de forte acúmulo de reservas internacionais de 2006 a 2012, mas mesmo depois desse período, resultou em forte aumento das operações compromissadas, seja em relação ao PIB, seja em comparação à dívida mobiliária em poder do mercado. Vale analisar se havia outra alternativa para ambas autoridades.

IV.1- A atuação do Tesouro Nacional

Em favor do Tesouro, pode-se argumentar que havia limites pelo lado da demanda para a colocação dos títulos públicos no mercado. Assim, não teria sido possível

apoiar o Banco Central em seu esforço de controle da liquidez gerada pela aquisição de reservas externas. Entretanto, não parece ter sido esse o caso, pois se tratou de período favorável, com crescimento econômico, superávits primários e juros atraentes. Nos anos mais recentes, de situação econômica e fiscal bem mais complexa, a emissão líquida de títulos tem sido usual. O Gráfico 10 mostra a evolução da dívida mobiliária em mercado em relação ao PIB, sendo uma das séries a média dos últimos doze meses.

Gráfico 10 - Dívida mobiliária em mercado (% PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O longo período de queda desde meados da década passada até 2013 retrata os já apontados resgates líquidos de títulos então realizados. A partir de 2015, houve acentuado aumento da dívida mobiliária em poder do mercado para financiar os déficits primários do governo central. Esse aumento é forte evidencia de que não havia fortes restrições pelo lado da demanda nos anos anteriores, quando as circunstâncias econômicas eram bem mais favoráveis. Devem ter ocorrido momentos em que a demanda impôs restrições, mas a visualização do conjunto do período mostra que essas dificuldades pontuais poderiam ser compensadas nos momentos seguintes. Uma possível dificuldade enfrentada pelo Tesouro Nacional diz respeito aos títulos transferidos ao BNDES. Conforme visto, o Banco vendeu parte desses títulos ao público para obter os recursos utilizados na concessão de financiamentos aos setores beneficiados. É possível que as vendas tenham concorrido com as emissões primárias do Tesouro. Entretanto, as dificuldades devem ter se concentrado no biênio 2009-2010, quando as transferências se aproximaram de R\$ 100 bilhões, na média dos dois anos. O Gráfico 10 registra picos de dívida nesses dois anos, mas em seguida a série segue seu curso de queda, indicando ausência de dificuldades mais sérias para a gestão da dívida pública.

Outro possível argumento em favor da política de resgates líquidos de títulos no mercado primário, à custa do aumento das compromissadas, seria a busca de melhores condições para a dívida pública em termos de custo e prazo, mas isso também não ocorreu. Quanto ao custo, vale observar a evolução da composição da dívida mobiliária em poder de mercado por tipo de rendimento oferecido. A participação dos papéis corrigidos pela Selic caiu significativamente, embora não ininterruptamente, de 53,9%, ao final de 2005 para 19,6%, ao final de 2014. Tratou-se de política deliberada do

Tesouro Nacional, conforme se depreende dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs) que orientam a gestão da dívida mobiliária em cada ano³⁸.

Assim, o resgate líquido de títulos públicos no mercado primário efetuado no período 2006 a 2014 alcançou, sobretudo, os títulos corrigidos pela Selic. Ao mesmo tempo, o Banco Central, no âmbito do controle da liquidez da economia, elevava as compromissadas, corrigidas pela mesma taxa. Considerando-se essas operações juntamente com a dívida mobiliária em mercado, os passivos corrigidos pela Selic caíram de 55% para 41%, no total da dívida (compromissada mais dívida mobiliária em mercado), do final de 2005 ao final de 2014, queda bem menos pronunciada do que a observada, levando-se em conta apenas a dívida mobiliária em mercado. Portanto, em termos de custo, a política de resgate líquido de títulos públicos no mercado primário foi indiferente, pois implicou em aumento das compromissadas, corrigidas pela mesma taxa dos títulos que estavam sendo resgatados no mercado primário.

Já em relação aos efeitos da referida política sobre o prazo médio, o resultado foi pior, pois o prazo dos títulos corrigidos pela Selic sempre supera o das compromissadas. Enquanto o prazo médio dos títulos manteve-se entre dois e três anos de 2006 a 2014, no caso das compromissadas, raramente passou dos quarenta dias úteis, considerando-se o período a decorrer até o vencimento, conforme se vê no Gráfico 3.

É pouco provável que o encurtamento do prazo tenha sido exigência do mercado, pelo mesmo argumento apontado acima em favor da tese da ausência de restrições importantes pelo lado da demanda para a colocação de títulos públicos em mercado. A situação econômica e fiscal era bem mais favorável em relação ao que se observou após 2014, quando, aliás, houve até aumento do prazo médio dos títulos corrigidos pela Selic colocados em mercado (de 3,15 anos ao final de 2014 para 3,43 anos em agosto de 2017). Portanto, a política resultou em encurtamento do prazo médio da dívida pública como um todo, que é o conceito mais importante já que, em qualquer caso, o serviço implica em sacrifício para a sociedade.

IV.2 – A Atuação do Banco Central

Quanto ao Banco Central, conforme visto anteriormente, o controle de liquidez poderia ter sido feito também pela venda definitiva de títulos públicos da própria carteira, juntamente com compromissadas, secundadas pelos compulsórios. Entretanto, o Banco Central não seguiu essa direção em nenhum momento do período considerado.

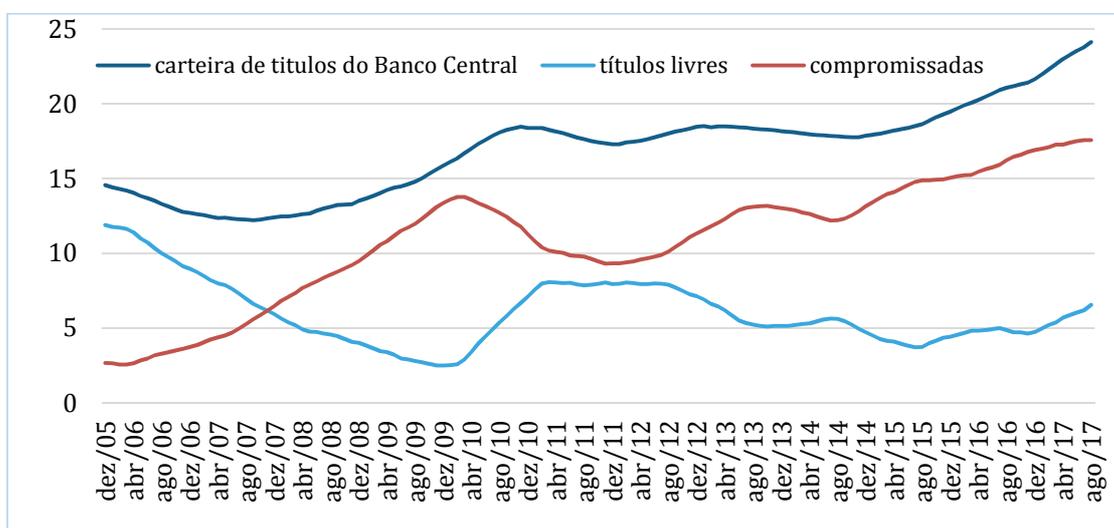
Preliminarmente, pode-se conjecturar que, até 2008, a opção se deveu à ausência de regra que garantisse carteira em nível adequado para as necessidades da política monetária. Diante dessa falta, havia o receio de que a venda definitiva reduzisse a carteira a ponto de comprometer atuação do Banco Central, em um período de abundância

³⁸ Entre os alvos definidos nessa gestão está a participação dos títulos corrigidos pela Selic no total da dívida mobiliária. Nos PAFs do período, os alvos definidos para essa participação foram decrescentes ao longo do tempo. Uma síntese desses planos pode ser vista no Anexo 5.7 do Relatório Mensal da Dívida, divulgado mensalmente na página eletrônica da Secretaria do Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/relatorio-mensal-da-divida>). A mesma fonte informa também a composição da dívida mobiliária em mercado por tipo de remuneração do papel (Anexo 2.5) e o prazo médio de cada tipo (Anexo 3.8).

de liquidez. A partir de 2008, entretanto, com a regra introduzida pela Lei nº 11.803, de 2008, essa falta foi suprida. A carteira de títulos públicos do Banco Central subiu de 13,2% do PIB, no final de 2007, para os 25,2% do PIB, em agosto de 2017, ainda que não de modo contínuo³⁹. Trata-se de percentual bem acima do padrão internacional, conforme visto na primeira parte deste estudo.

O Gráfico 11 mostra a evolução da carteira de títulos públicos do Banco Central e a parcela da carteira não utilizada como garantia nas compromissadas, os chamados títulos livres. Os dados são apresentados como proporção do PIB e na média dos últimos doze meses.

Gráfico 11 - Carteira de títulos do Banco Central, títulos livres e compromissadas (% do PIB, média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

É possível ver a recuperação de cerca de cinco pontos do PIB da carteira do final de 2008 ao final de 2010, em razão da vigência da nova regra de transferência de títulos públicos para o Banco Central. Mesmo assim, o intenso uso das compromissadas diminuiu a parcela livre da carteira, até o alívio proporcionado pelo aumento dos compulsórios, no início de 2010. Quando os compulsórios foram reduzidos, em 2012, a parcela livre da carteira voltou a diminuir, mas nos últimos anos estabilizou-se em cerca de cinco pontos do PIB, mesmo com o aumento das compromissadas.

³⁹ O art. 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe o Banco Central de adquirir títulos diretamente do Tesouro, a menos que as aquisições se destinem a repor os papéis que vencem. Já a Lei nº 11.803, de 2008, previu outras duas hipóteses de transferência de títulos públicos do Tesouro ao Banco Central: a) cobrir os resultados negativos desse último; e b) atender as necessidades da política monetária, com autorização prévia do ministro da Fazenda e sem contrapartida financeira. A primeira hipótese foi particularmente importante de 2009 a 2012, dados os resultados negativos do Banco Central, considerando-se a defasagem temporal entre a ocorrência do resultado e a transferência dos títulos. Entretanto, mesmo na ausência de resultados negativos, havia ainda a segunda hipótese, bastante flexível, por sinal. Regulamentação do Ministério da Fazenda (Portaria nº 241, de 2009) estabelece que a transferência seja feita em até dez dias, a contar do momento em que a carteira de títulos livres cair abaixo de R\$ 20 bilhões, respeitado o limite mínimo de R\$ 10 bilhões para cada transferência.

A pergunta que se faz é se a carteira do Banco Central não poderia ter sido menor ao longo de todo o período, por meio da venda definitiva de títulos públicos, o que reduziria na mesma dimensão as compromissadas, mantendo estável a parcela livre de títulos. Em uma situação extrema, sem a utilização de compromissadas, restaria ainda uma carteira de títulos de 5% do PIB.

Portanto, parece que havia espaço para o uso combinado de compromissadas e venda definitiva de títulos, mantendo níveis prudentes de carteira e parcela livre de títulos no Banco Central. É possível que a opção escolhida encontre fundamentação em alguma consideração de política monetária especificamente, mas essa perspectiva não está sendo analisado neste estudo. De qualquer modo, cabe observar que a tarefa teria sido menos desafiadora para a autoridade monetária, sem o intenso resgate de títulos públicos feito pelo Tesouro Nacional no mercado primário.

V – Gestão apartada da dívida pública

Se não havia limites para emissão de títulos no mercado primário ou ganhos em termos de custos e prazos, qual a razão para a política seguida pelo Tesouro de resgate de títulos públicos no mercado primário? Uma possível explicação parece singela, mas pode ter exercido papel decisivo. Trata-se da gestão apartada dos dois componentes que respondem por cerca de 90% da dívida pública no Brasil: de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo Banco Central.

Com essa segmentação, o Tesouro Nacional tende a se ater à gestão do estoque de títulos públicos federais em mercado, notadamente no que tange à tamanho, composição (por remuneração e prazo) e refinanciamento, e à necessidade de financiamento do governo federal, advinda dos resultados primários. De modo geral, os superávits primários levam a resgates líquidos no mercado de títulos, enquanto déficits levam a emissões líquidas. Esse padrão foi observado na análise feita anteriormente, a respeito dos efeitos das transações com títulos no mercado primário e dos movimentos na conta única, ambas a cargo do Tesouro, sobre a expansão e a contração da base monetária. Vale observar uma vez mais que, em todos os anos considerados na Tabela 1, de 2006 a 2017, as operações do mercado primário e os movimentos da conta única atuaram em direção opostas. A exceção se deu em 2015, ano em que os efeitos de ambas foram reduzidos, comparativamente aos demais anos.

Já o Banco Central, focado no regime de metas de inflação e na calibragem da Selic, realiza o montante de operações compromissadas que for necessário, como uma variável de ajuste, em função do alívio ou da pressão criada pelos fatores vistos anteriormente, notadamente as transações com divisas (e os *swaps* cambiais) e o resultante da atuação do Tesouro Nacional que, como visto, foi liquidamente expansionista, causando pressão extra sobre as operações compromissadas. Já os depósitos compulsórios, em boa medida sob controle do próprio Banco Central, são utilizados complementarmente às compromissadas.

Assim, no período aqui analisado, notadamente de 2006 a 2014, o Tesouro concentrou-se no resgate de títulos públicos e na redução da participação dos papéis corrigidos pela Selic, enquanto o Banco Central teve como foco o controle da liquidez da

economia, por meio do uso das operações compromissadas⁴⁰. Em um contexto de abundância duradoura de liquidez, advinda da aquisição de reservas internacionais, o resultado desse arranjo foi o acentuado aumento das compromissadas, importante instrumento de gestão da política monetária, mas que acabou se transformando no segundo mais importante componente da dívida pública.

Ao mesmo tempo que assumiu esse peso na composição da dívida pública, as compromissadas estão excluídas dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs), peça chave do planejamento da gestão dos títulos públicos feita pela Secretaria do Tesouro Nacional⁴¹. Vale dizer, essas operações não são um dos objetos da gestão empreendida pelos PAFs e, por isso, não são estabelecidos objetivos específicos, como tamanho e prazo, por exemplo. Como não há alvos, não há ações na direção pretendida.

Enfim, cerca de um quarto da dívida pública fica à margem do planejamento feito no âmbito do Tesouro. É verdade que as compromissadas estão sob os cuidados do Banco Central. Entretanto, nesta perspectiva, as compromissadas são um instrumento de política monetária, cuja intensidade de uso é dada endogenamente pelo efeito dos vários fatores que afetam a liquidez da economia. Nesse contexto, as compromissadas não são encaradas como dívida pública e, por isso, não recebem os cuidados que essa condição requer⁴².

A gestão segmentada, além de excluir parcela relevante da dívida pública do planejamento empreendido pelo Tesouro Nacional, contribui para uma visão parcial da situação da dívida pública. Os PAFs estabelecem os limites mínimos e máximos nos quais se pretende manter, ao término do ano seguinte, a dívida pública federal em poder do mercado⁴³ (sem as compromissadas), o prazo médio, a parcela da dívida vincenda em 12

⁴⁰ Em caráter especulativo, uma explicação para o foco de atuação do Tesouro no mercado de títulos públicos seria o incentivo proporcionado pela possível existência de certa miopia do mercado, a exemplo das agências de classificação de risco, que não daria a devida importância às compromissadas em suas análises a respeito da situação fiscal do Brasil.

⁴¹ A Secretaria do Tesouro Nacional possui um elaborado planejamento da gestão da dívida pública federal, especialmente em relação ao estoque de títulos públicos em poder do mercado. A estratégia começa pelo estabelecimento de um *benchmark*, ou composição ótima em termos de prazo, custos e riscos, a ser perseguido no longo prazo. No curto e médio prazo, lida-se com as restrições e oportunidades para alcançar o ótimo. O PAF é o plano de gestão da dívida no curto prazo (ano seguinte). Em agosto de 2017, cerca de 97% da dívida pública federal em mercado referia-se à dívida mobiliária federal interna, sendo os 3% restantes relativos à dívida federal externa (bancária e contratual).

⁴² A já referida nota de esclarecimento do Banco Central, de 16 de julho de 2013, em resposta a editorial do jornal O Estado de São Paulo, assim se refere ao assunto: *As operações compromissadas destinam-se exclusivamente à administração da liquidez do sistema bancário, portanto, não mantêm qualquer relação com a gestão da dívida mobiliária federal. O volume necessário de operações compromissadas é consequência de diversas variáveis que impactam a liquidez geral do sistema, e não decorrem, necessariamente, de ações do BC.*

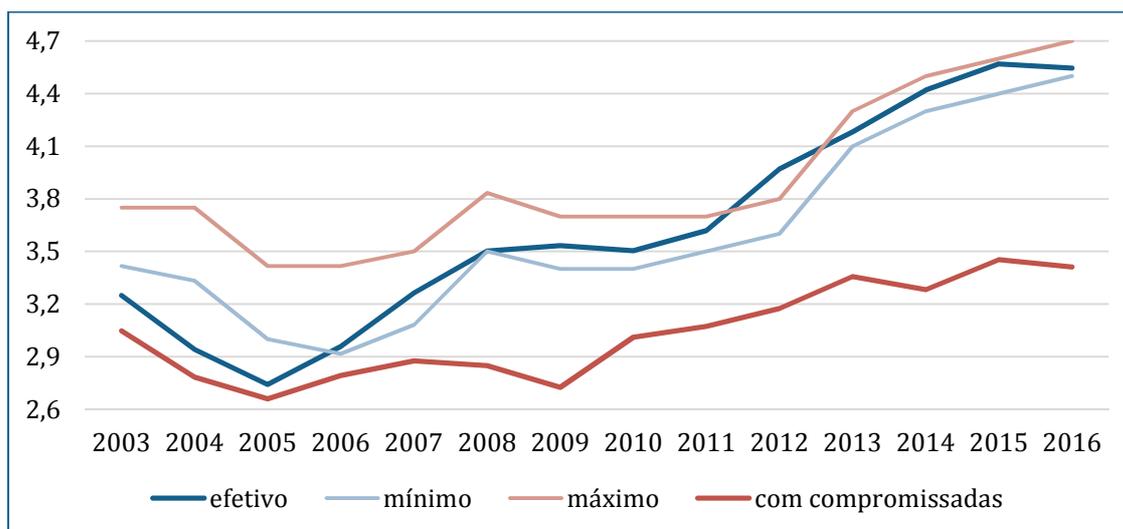
⁴³ Conforme visto, há dois modos de aferir a DBGG. Há o oficial, que inclui as operações compromissadas, e o padrão internacional, que inclui a carteira de títulos públicos do Banco Central. A dívida pública federal em mercado não inclui nem um, nem outro. A carteira até está discriminada nas estatísticas no Relatório Mensal da Dívida divulgado na página eletrônica da Secretaria do Tesouro Nacional, mas, na elaboração do PAF, emprega-se o conceito de dívida pública federal em mercado. As estatísticas também não conferem destaque às compromissadas. O Relatório é rico em dados a respeito dos títulos públicos, como emissões, resgate, custo, vencimento, composição, etc. Apenas ao final do relatório, as operações compromissadas recebem atenção ao serem consideradas juntamente com os títulos públicos, na composição da dívida por tipo de rentabilidade ou indexador. No exemplar relativo a agosto de 2017, o relatório contém 36 tabelas, sendo que, na parte final, existem duas tabelas que consideram as compromissadas (5.4 e 5.5).

meses e a participação dos títulos remunerados pela Selic, todos relativos àquela dívida. Esses mínimos e máximos estabelecidos correspondem ao que se pode objetivar dadas as restrições existentes.

Os Gráficos 12, 13 e 14 retratam, respectivamente, o prazo médio da dívida pública federal em mercado, a parcela que vence em doze meses e a participação dos títulos remunerados pela Selic, dos PAFs relativos a 2003 (primeiro ano com plano) até 2016. São informados os números efetivamente observados e os mínimos e máximos previstos nos PAFs. Os gráficos contemplam também os números efetivos quando as compromissadas são levadas em conta. Os números relativos às compromissadas utilizados nos cálculos referem-se ao prazo médio a decorrer até o vencimento (e não o prazo contratual). Supõe-se ainda que 100% dessas operações são corrigidas pela Selic e vencem em até doze meses.

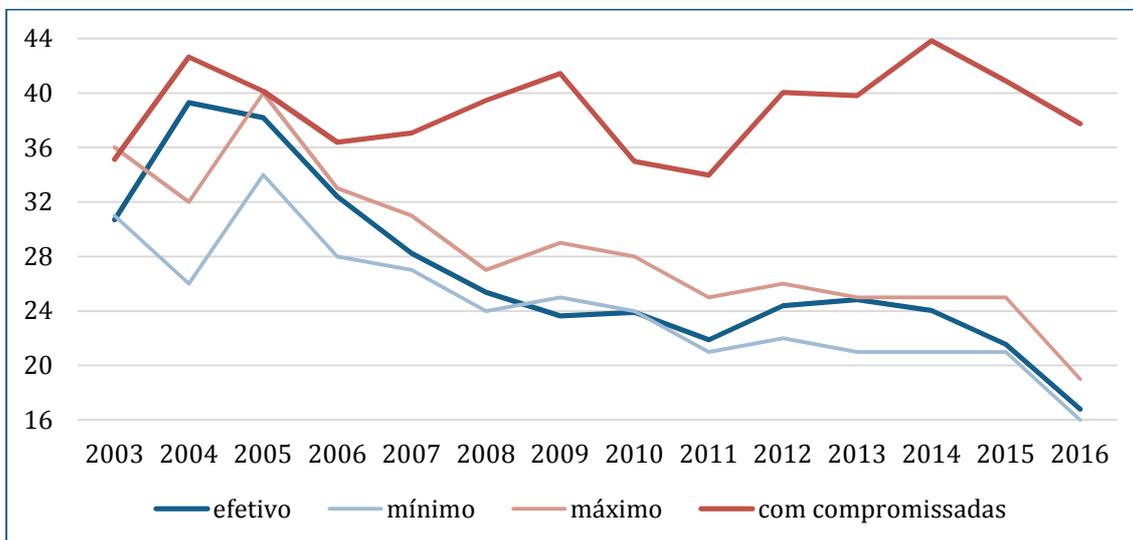
Conforme se pode ver, os valores efetivos normalmente estão dentro do intervalo estabelecido nos PAFs, o que mostra a boa capacidade do Tesouro de definir objetivos e alcançá-los na gestão da dívida pública federal em poder do público. Entretanto, quando as compromissadas são somadas a esse passivo, os números efetivos encontram-se fora do intervalo. Ademais, como as condições de prazo e remuneração das compromissadas são muito diferentes das que vigem para a dívida pública federal e como essas operações aumentaram bastante ao longo do tempo, o resultado com compromissadas distanciou-se cada vez mais dos intervalos estabelecidos. Vale dizer, a inclusão das compromissadas traz um quadro geral menos favorável para a situação da dívida pública, com prazos mais curtos e maior concentração em correção pela Selic. Os gráficos relativos à participação dos papéis com vencimento em doze meses e corrigidos pela Selic até deixam de mostrar nítida tendência de queda, com a inclusão das compromissadas.

Gráfico 12: Prazo médio da dívida pública federal
(efetivo com e sem compromissadas e PAF)



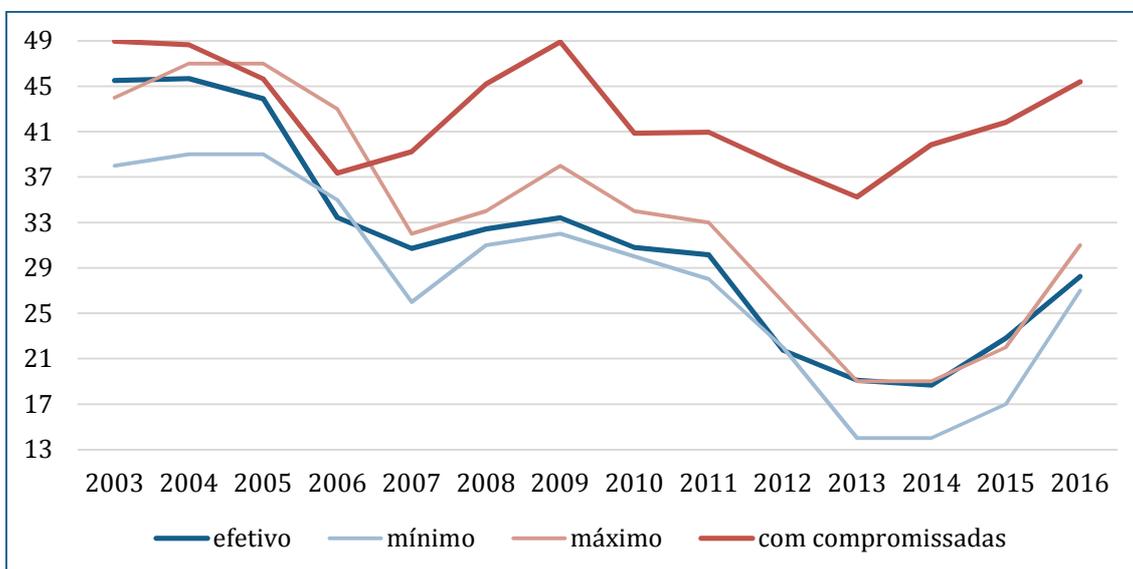
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Gráfico 13: Parcela da dívida pública federal a vencer em doze meses
(efetivo com e sem compromissadas e PAF)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Gráfico 14: Parcela da dívida pública federal corrigida pela Selic
(efetivo com e sem compromissadas e PAF)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

VI – Situação atual

As compromissadas chegaram aos atuais R\$ 1,16 trilhão (17,9% do PIB), integralmente corrigidas pela Selic, com vencimento médio em poucos dias úteis, e tratamento apartado da dívida pública federal. Há duas possibilidades: deixar que o saldo

se mova em função da acumulação dos juros e dos fatores determinantes ou, alternativamente, adotar providências para tentar diminuir esse saldo.

Se for escolhida a primeira opção, cabe observar que o efeito líquido dos fatores determinantes analisados neste estudo foi reduzido no acumulado de 2015 a agosto de 2017. Embora isso tenha ocorrido justamente no período de elevados déficits primários, as emissões de títulos públicos no mercado primário compensaram os efeitos dos déficits do governo central, exercidos por meio dos movimentos da conta única⁴⁴. O aumento das compromissadas em relação ao PIB verificado neste período se deveu em grande medida aos juros e à forte queda do PIB do biênio 2015-2016. Com o esperado aumento do PIB e queda da Selic, as compromissadas poderão permanecer estáveis em relação ao PIB⁴⁵, salvo mudanças importantes provocadas pelos demais fatores determinantes.

Entre os possíveis riscos está o desempenho do resultado primário do setor público, notadamente do governo central. A persistência de déficits elevados poderá levar a aumentos das compromissadas, se o Tesouro abandonar a prática seguida desde 2015, de emitir títulos no mercado primário em montante que aproximadamente cubra o efeito expansionista da redução do saldo da conta única, causado pelo déficit. Isso poderá ocorrer mesmo contra a vontade do Tesouro, se a dívida pública continuar crescendo no mesmo ritmo dos últimos anos⁴⁶. Nesse caso, o aumento da incerteza quanto à sustentabilidade da dívida deteriorará as condições exigidas no mercado primário de títulos públicos (aumento de custo e redução de prazo), obrigando o Tesouro a emitir menos ou até abaixo dos resgates, situação na qual o Banco Central se verá obrigado a recorrer às compromissadas para controlar a expansão da liquidez da economia. É claro que se a trajetória do déficit primário for favorável, com a reversão e posterior geração de superávits, a sequência favorável de eventos deverá levar à redução das compromissadas.

Caso a opção seja pela adoção de providências para a redução das compromissadas, não há caminho fácil a ser seguido. A opção natural seria a mesma que poderia ter sido adotada há muito anos, só que agora em um ambiente bem mais desafiador. Com base em uma estratégia coordenada de ação entre Banco Central e Tesouro Nacional, a emissão de títulos públicos no mercado primário seria definida de maneira a permitir que o Banco Central reduzisse as operações compromissadas sem prejudicar a política monetária. Complementarmente a essa providência, também de modo coordenado, o Banco Central venderia ao mercado parte da sua carteira de títulos definitivamente, utilizando os recursos para resgatar compromissadas. Assim, com o

⁴⁴No biênio 2015-2016, as operações de *swap* cambial do Banco Central também foram responsáveis por impactos expressivos na base monetária e também nas compromissadas. Entretanto, em 2016, boa parte do impacto causado em 2015 foi revertido, de tal modo que o efeito líquido não foi significativo.

⁴⁵ De acordo com as previsões da IFI, apresentadas no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), nº 9, relativo a outubro, p. 42, a Selic encerrará 2017 em 7% e assim ficará até o final de 2018. Já o PIB chegará a R\$ 6,95 trilhões, em 2018. Tais números são compatíveis com certa estabilidade das compromissadas em relação ao PIB, até o final de 2018, se a atuação dos outros fatores determinantes for neutra. Ver o RAF citado em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/532983/RAF9_OUT2017.pdf.

⁴⁶A DBGG subiu de 56,3% do PIB em dezembro de 2014 para 73,7% do PIB em agosto de 2017, maior nível da série e um dos maiores relativamente a outros países de renda média. De acordo com as projeções da IFI, apresentadas no já citado RAF nº 9, relativo a outubro, p. 29, a DBGG só alcançará seu limite em 2025, aos 93,5% do PIB. Subjacente a essas projeções está uma trajetória de redução lenta do déficit primário do setor público. O déficit de 2,5% do PIB, em 2016, ainda estará em 1,44% do PIB, na média do período 2019-2022.

tempo, as compromissadas cairiam e a dívida mobiliária subiria compensatoriamente, ao mesmo tempo que parcela crescente da dívida pública passaria a ser alvo da gestão empreendida pelo Tesouro Nacional.

É justamente isso que poderia ter sido feito a partir de 2007, por exemplo, por meio da utilização de parte dos elevados superávits primários então gerados poderiam ter sido utilizados para contrabalançar a pressão de liquidez advinda do setor externo. Desse modo, as compromissadas não teriam alcançado o atual nível. No presente contexto, entretanto, com R\$ 1,16 trilhão de compromissadas, déficit primário do governo central de 2,4% do PIB e parcela dos títulos públicos vencendo em cada período, não haveria espaço no mercado para absorver, em curto ou médio prazo, o tamanho requerido de emissões primárias de títulos públicos e/ou de venda definitiva de títulos da carteira do Banco Central.

Cabe um exercício para calcular as emissões requeridas de títulos públicos em doze meses, para atender a uma estratégia de resgate linear das compromissadas, em dez anos. A meta de déficit primário do governo central estabelecida para 2017 e também para 2018 é de R\$ 159 bilhões. Assim, se a meta for efetivamente cumprida, parece razoável supor déficit nos próximos doze meses em igual montante. Considera-se também que 16,6% da dívida mobiliária em mercado, cerca de R\$ 547 bilhões, vencem em 12 meses, números efetivamente observados em agosto de 2017. Só esses dois fatores já resultam em emissões de títulos no mercado primário de R\$ 706 bilhões, nos próximos doze meses. Se a isso se somar a substituição das compromissadas por títulos públicos em poder do mercado, a tarefa torna-se ainda mais desafiadora. Seriam mais R\$ 116 bilhões (10% dos atuais R\$ 1,16 trilhão de compromissadas), elevando a emissão de papéis no mercado primário para R\$ 822 bilhões, em doze meses.

Não se trata de missão impossível, mas certamente é bastante desafiador. Nos doze meses encerrados em agosto de 2017, as emissões de títulos no mercado primário chegaram a R\$ 742,4 bilhões (sem contar as emissões sem contrapartida financeira e as trocas antes do vencimento)⁴⁷. É verdade que, dos R\$ 822 bilhões, R\$ 547 bilhões se referem à rolagem e não à emissão líquida de papéis, mas de qualquer modo, trata-se de um fator de pressão a mais no mercado de títulos públicos. Há que se considerar também que a dívida pública vem subindo rapidamente desde 2014, alcançando níveis inéditos, e não é possível saber ao certo qual o limite do mercado para absorver mais dívida pública ou mesmo aceitar a renovação de boa parte dela, periodicamente

É verdade também que o resgate de 10% das compromissadas liberaria R\$ 116 bilhões para serem aplicados em títulos públicos. Entretanto, há que se considerar o prazo dessas operações, muito abaixo do prazo médio dos títulos públicos. O devedor pode mudar do Banco Central para o Tesouro, mas os credores seriam os mesmos e possivelmente tenderiam a demandar as mesmas condições, vale dizer, correção pela Selic e prazos curtíssimos. Ao longo dos anos em que as compromissadas cresceram, o mercado pode ter se acostumado ou se organizado para manter cerca de 18% do PIB remunerados pela Selic junto ao Banco Central, passíveis de resgate em poucos dias. Ademais, o

⁴⁷ As informações sobre a dívida mobiliária utilizadas nesse exercício foram retiradas do Relatório Mensal da Dívida, divulgado mensalmente na página eletrônica do Tesouro Nacional. A participação da dívida com vencimento em até doze meses está na Tabela 3.1, enquanto as emissões estão na Tabela 1.1.

agravamento do quadro econômico e fiscal deve ter elevado a preferência pela liquidez dos agentes econômicos em vista da maior incerteza quanto ao futuro da economia. Assim, sem a melhora consistente desse quadro, os investidores possivelmente demandariam prêmio para trocar as compromissadas pelos títulos públicos.

Enfim, a estratégia de resgate programado das compromissadas só poderia ser implementada se fosse gradual e flexível o suficiente para ajustar-se às restrições que surgissem, sempre com a cuidadosa coordenação entre Tesouro e Banco Central. A progressiva redução dos déficits primários, e posterior conversão em superávits, seria decisiva para o sucesso da tarefa de duas maneiras. Reduziria as incertezas e os prêmios para abrir mão da liquidez proporcionada pelas compromissadas e geraria recursos para o resgate dessas operações. Sem dúvida, trata-se de um processo com horizonte de médio a longo prazo. Se transcorreram anos para que as compromissadas chegassem à atual situação, serão necessários anos para elas voltarem a ser apenas, o que não é pouco, um instrumento de política monetária, sem relevância em termos de financiamento ao setor público⁴⁸.

VII - Títulos de emissão do Banco Central e depósitos voluntários no Banco Central

Outros dois instrumentos de política monetária merecem alguns comentários ao estarem aptos a substituir as operações compromissadas. Trata-se da emissão de títulos do próprio Banco Central e os depósitos voluntários remunerados de instituições financeiras na autoridade monetária. Essas duas opções não são permitidas no Brasil, conforme visto. A segunda está sendo considerada, juntamente com a mudança das regras pertinentes ao uso do resultado do Banco Central⁴⁹. Não cabe aqui discutir os argumentos contra e a favor dessas duas alternativas, em termos de conveniência para melhor execução da política monetária⁵⁰. Cabe discuti-las apenas em sua relação com a dívida pública e as compromissadas. Em que medida ajudariam a resolver os problemas decorrentes da existência de elevado montante de compromissadas, com gestão apartada da dívida mobiliária de mercado?

A permissão para que um banco central emita títulos próprios é comum na experiência internacional. Na verdade, entre países emergentes, ela é mais usual que o uso

⁴⁸ Uma solução aparentemente mais rápida seria transferir ao Tesouro Nacional a dívida representada pelas compromissadas, bem como a carteira de títulos públicos utilizada como garantia nessas operações. O instrumento de política monetária permaneceria na competência do Banco Central. Entretanto, conforme dito, os credores permaneceriam os mesmos e demandariam condições similares às oferecidas pelas compromissadas. Assim, os credores tenderiam a retornar para as operações compromissadas oferecidas pelo Banco Central. Há que se considerar ainda o risco de mudança brusca e inédita em parcela relevante da dívida pública em um contexto fiscal e econômico frágil como o atual.

⁴⁹ Na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, tramita o Projeto de Lei do Senado nº 314, de 2017, de autoria do Senador Ricardo Ferraço, que, no art. 9º, autoriza o Banco Central a *acolher depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras*. O parágrafo único remete ao próprio Banco Central a incumbência de regulamentar remuneração, prazo e outros aspectos da transação.

⁵⁰ A respeito da conveniência de se autorizar o Banco Central a emitir títulos ver Leister (2016). Uma análise da experiência internacional pode ser encontrada em Gray & Pongsapam (2015). De acordo com o primeiro texto, se o mercado de títulos públicos for suficientemente amplo e desenvolvido e o Banco Central tiver os títulos que necessitar para executar a política monetária, a melhor opção é restringir ao Tesouro Nacional a competência para emitir títulos.

de títulos do respectivo tesouro nacional, conforme visto anteriormente. Caso o Banco Central do Brasil seja autorizado a emitir seus próprios títulos, o controle da liquidez poderia ser feito por meio desses títulos e não das compromissadas. Por exemplo, se o Banco Central comprasse divisas, a liquidez excedente poderia ser recolhida com a colocação desses papéis no mercado. Mais ainda. As próprias compromissadas poderiam ser resgatadas e a liquidez assim gerada recolhida com a colocação dos títulos do Banco Central. Assim, as compromissadas seriam gradualmente substituídas por esses títulos. Vale observar que, ao final de 2001, quando o Banco Central podia emitir títulos, a sua dívida mobiliária correspondia a 9,6% do PIB, enquanto o saldo das compromissadas era insignificante⁵¹. Quanto ao prazo, provavelmente o prazo médio dos papéis do Banco Central seria superior ao das compromissadas, embora inferior ao prazo médio dos títulos do Tesouro⁵²

Em que pese o possível ganho em termos de prazo, alguns problemas permaneceriam. Se a dívida mobiliária do Banco Central correspondesse ao atual montante das compromissadas, haveria gestão apartada dessa dívida e dos títulos do Tesouro, do mesmo modo que ocorre atualmente com as compromissadas. Poderia haver ainda problemas de concorrência e coordenação entre os leilões de emissões dos títulos das duas autoridades⁵³.

A questão a respeito da mensuração da dívida pública também estaria posta, no período de substituição das compromissadas pelos títulos de emissão do Banco Central. A exclusão desses títulos da mensuração levaria à queda do indicador oficial de dívida pública sem qualquer esforço fiscal, o que abalaria sua credibilidade, especialmente se o valor dos títulos alcançasse o atual nível das compromissadas. Assim, a menos que os títulos de emissão do Banco Central fossem considerados, deixaria de haver um indicador oficial adequado de dívida pública, em um momento em que esse indicador está no foco das atenções dos agentes econômicos.

O retorno do critério do FMI como o oficial não resolveria o problema, embora considere a carteira de títulos do Tesouro em posse do Banco Central, em vez das compromissadas. Em um primeiro momento, a carteira não seria afetada pela emissão de títulos do Banco Central. Entretanto, a substituição das compromissadas por esses títulos retiraria a razão de ser da enorme carteira de títulos do Tesouro da autoridade monetária. Com o tempo, esses títulos teriam que ser reduzidos de algum modo⁵⁴, recolocando a questão da mensuração adequada da dívida pública, agora em relação ao critério do FMI.

⁵¹ Na verdade, era levemente negativo, vale dizer, as compras com compromisso de revenda superavam as vendas com compromisso de recompra. No mesmo mês, a dívida mobiliária do Tesouro em poder do mercado equivalia a 36,2% do PIB.

⁵² Em dezembro de 2000, o prazo médio dos títulos de emissão do Banco Central em poder do público era de quase 18 meses. Ver Relatório Mensal da Dívida de dezembro de 2000, p. 5, o segundo mês da publicação.

⁵³ Segundo Leister (2016, p. 24) entre as possíveis distorções causadas pela permissão para que o Banco Central emita títulos estão *potencial conflito com o gerenciamento da dívida pública e enfraquecimento da visão integrada do financiamento do setor público*.

⁵⁴ Dois possíveis caminhos seriam: a) encontro de contas entre Banco Central e Tesouro, reduzindo de uma só vez a carteira e o saldo da conta única; b) resgates dos títulos da carteira no vencimento, com o uso dos recursos depositados na conta única. Em ambos os casos, não haveria impacto na liquidez da economia e ainda seriam reduzidos os enormes ativos e passivos do Banco Central, dados em grande medida pelo tamanho da carteira e do saldo da conta única.

No que tange à permissão para que as instituições financeiras façam depósitos voluntários remunerados no Banco Central, a opção corresponde a um caminho intermediário entre os depósitos compulsórios e as compromissadas. São depósitos remunerados no Banco Central como os compulsórios, mas voluntários como as compromissadas. Em comum, os três seriam corrigidos pela Selic, se houver a opção por essa taxa no caso dos depósitos voluntários.

Possivelmente, com a autorização desses depósitos, as compromissadas diminuiriam sua importância, por conta da existência de um instrumento alternativo de controle de liquidez. Talvez os compulsórios também fossem menos utilizados. A liquidez gerada pela compra de reservas externas pelo Banco Central, por exemplo, poderia ser controlada pelo aumento dos depósitos voluntários na autoridade monetária. Os prazos de vencimento dos depósitos provavelmente seriam maiores que o das compromissadas, pois, do contrário, seriam basicamente iguais a essas operações, especialmente se remunerados pela Selic. Se em parte substituíssem os compulsórios, o prazo diminuiria, é claro, pois esses depósitos não têm prazo de vencimento definido

Uma possível diferença entre os depósitos voluntários e os títulos de emissão do Banco Central seria a potencialmente menor concorrência com os títulos do Tesouro. Entretanto, tal qual a emissão de títulos pelo Banco Central e as compromissadas, se os depósitos chegassem a montantes muito elevados, assumiriam caráter de dívida pública, a exemplo das compromissadas. Nesse caso, estariam postas questões relativas ao planejamento apartado de parte do passivo público e à mensuração adequada desse passivo, embora depósitos no Banco Central não se enquadrem facilmente em algum tipo tradicional de endividamento público⁵⁵.

Enfim, a autorização para que o Banco Central emita seus títulos e/ou receba depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras poderiam ser úteis como instrumento adicional de política monetária à disposição do Banco Central. Se substituíssem parte ou a totalidade das compromissadas, possivelmente haveria aumento do prazo de vencimento dos passivos. Entretanto, não teriam o condão de diminuir o endividamento público, pois não representariam algum fato concreto capaz de melhorar a situação financeira do Estado, como esforço fiscal ou venda de ativos, por exemplo. Na verdade, os potenciais problemas gerados pelas compromissadas não são inerentes a essas operações, mas, sim, a qualquer instrumento de política monetária que seja utilizado para dar conta de excessos elevados e duradouros de liquidez e que acabe por gerar alguma espécie de passivo público de grandes proporções.

VIII - Considerações finais

Este estudo procurou melhor compreender as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Essas operações são usuais como transação financeira e instrumento de política monetária em países com mercado financeiro e de títulos públicos bem desenvolvidos. Entretanto, pouco usual ou talvez inédita é a dimensão alcançada pelo saldo dessas operações, no Brasil. Com isso, as compromissadas passaram a ser relevantes

⁵⁵A respeito da mensuração, a redução artificial do indicador de dívida pública causada pela substituição das compromissadas pelos depósitos voluntários seria exatamente a mesma advinda do aumento dos compulsórios no início de 2010 que também levou à diminuição das compromissadas e, por consequência, da DBGG.

também enquanto componente da dívida pública, correspondendo atualmente a cerca de $\frac{1}{4}$ desse passivo, que já é elevado de acordo com o padrão internacional. Ademais, o prazo médio a decorrer das compromissadas é de aproximadamente três semanas, na média dos últimos doze meses.

A análise dos fatores que explicam o acentuado aumento de cerca de dez vezes do saldo das compromissadas, medido em relação ao PIB, desde 2006, não indica que se tratou de um fato inevitável. O fator que inicialmente impulsionou o aumento foi o acúmulo de reservas internacionais, no período 2006-2012. Entretanto, o *financiamento* desse acúmulo não teria que se dar necessariamente por meio das compromissadas, especialmente depois de constatado que a liquidez advinda da compra de reservas não era um fenômeno passageiro.

Uma opção evidente teria sido o uso de menor parcela dos superávits fiscais então produzidos no âmbito federal para resgatar dívida no mercado primário de títulos públicos, o que automaticamente reduziria a pressão sobre as compromissadas. A estratégia de resgates desses títulos foi seguida em todos os anos do período 2006-2014. Mesmo que se levasse algum tempo para perceber o caráter estrutural do acúmulo de reservas, parte das compromissadas formadas em anos anteriores poderia ter sido resgatada com o adequado ajuste na gestão do mercado primário de títulos públicos. Não parecia haver limites pelo lado da demanda por títulos que inviabilizassem esse ajuste. Complementarmente, parte da carteira de títulos públicos do Banco Central poderia ter sido vendida definitivamente, especialmente depois de 2008, com o rápido aumento da sua carteira de títulos públicos.

O estudo levanta a hipótese da gestão segmentada da dívida pública federal para explicar o aumento das compromissadas. O Tesouro Nacional gere os títulos públicos em poder do mercado, enquanto o Banco Central gere a política monetária, com o uso dos instrumentos disponíveis, notadamente as compromissadas. Com esse arranjo, não há gestão dessas operações enquanto dívida pública por nenhuma das duas autoridades. A intensidade do seu uso é dada endogenamente pelo efeito dos fatores que afetam a liquidez da economia, inclusive a atuação do próprio Tesouro Nacional no mercado primário de títulos públicos. O aumento das compromissadas não encontra resistência pelo lado do mercado, por sua vez, pois os prazos oferecidos são bastante curtos e a remuneração pela Selic equivale à de um dos três principais papéis oferecidos em leilões no mercado primário de títulos públicos.

Na análise do período mais recente, de 2015 para cá, nenhum fator atuou sistematicamente para pressionar em demasia as operações compromissadas. Os elevados déficits públicos gerados a partir desse ano estão sendo compensados pelas emissões de títulos públicos no mercado primário. O saldo das compromissadas subiram em grande medida pela incidência dos juros dados pela aplicação da Selic. Entretanto, há riscos no horizonte. Com os déficits públicos, a dívida pública tem crescido continuamente para níveis inéditos. O surgimento de limites pelo lado da demanda por títulos públicos desaguaria em pressões extras sobre as compromissadas.

O estudo avaliou também a eventual opção pela redução programada das compromissadas. Com base em uma estratégia coordenada de ação entre Banco Central e Tesouro Nacional, a emissão de títulos públicos no mercado primário seria definida de maneira a permitir que o Banco Central reduzisse as operações compromissadas sem

prejudicar a política monetária. Complementarmente a essa providência, também de modo coordenado, o Banco Central venderia ao mercado parte da sua carteira de títulos definitivamente, utilizando os recursos para resgatar compromissadas. Assim, ao longo dos anos, as compromissadas cairiam e a dívida mobiliária subiria compensatoriamente, ao mesmo tempo que parcela crescente da dívida pública passaria a ser alvo da gestão empreendida pelo Tesouro Nacional.

É o que deveria ter sido feito há cerca de dez anos, quando a situação econômico-fiscal era favorável. Agora, o ambiente é bem mais desafiador: o saldo das compromissadas é muito maior, os elevados superávits primários transformaram-se em elevados déficits e a dívida pública atingiu patamares inéditos, o que pode implicar limites pelo lado da demanda para uma estratégia que depende da colocação de elevados montantes de títulos públicos no mercado. Ademais, os agentes econômicos devem ter se acostumado e se organizado para operarem com mais de um trilhão de compromissadas que rendem bem e podem ser resgatadas rapidamente. Será difícil convencê-los a abrir mão dessas condições, ainda mais em períodos de muita incerteza, quando a preferência pela liquidez é maior.

Enfim, a implementação da estratégia de resgate programado das compromissadas teria que ser gradual e flexível para ajustar-se às restrições que surgissem, sempre com a cuidadosa coordenação entre Tesouro e Banco Central. A progressiva redução dos déficits primários, e posterior conversão em superávits, seria decisiva para o sucesso da tarefa ao diminuir as necessidades de emissão de títulos públicos e a preferência dos agentes por compromissadas.

Por fim, o estudo avaliou as implicações da autorização para que o Banco Central emita seus próprios títulos e/ou aceite depósitos voluntários das instituições financeiras. Tais instrumentos alternativos poderiam substituir parte das compromissadas, com algum possível alongamento de prazo. Entretanto, os problemas apontados não mudariam significativamente, pois os substitutos não deixariam de ser dívida pública e persistiria a gestão apartada de parcela relevante desse passivo.

Bibliografia

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e eventos correlatos*. Nota do Departamento Econômico (Depec) do Banco Central do Brasil, 2016.

RULE, G. *Issuing central bank Securities*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England. Handbook nº 30, 2011. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb30.pdf>

BUZENECA, I & MAINO, R. *Monetary policy implementation: results from a survey*. IMF Working Paper nº 7, January 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>

FERREIRA, C. K. L. *A Dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, 1º ed..

GRAY, S. & PONGSAPAM, R. *Issuance of central bank securities: international experiences and guide lines*. IMF Working Paper nº 106, may 2015. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15106.pdf>

LEISTER, M.D. *O Banco Central deveria emitir títulos públicos?* Secretaria do Tesouro Nacional. Texto para Discussão nº 26, de 2016. Disponível em: <http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:::NO::P1 TIPO:2>

LOYOLA, G. *As Relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil – diagnóstico e propostas*. In Salto, F & Mansueto, A. Rio de Janeiro: Editora Record, 2016, 1º ed.

MENDES, M.A *Lei 11.803/08 e a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, 1º ed.

NYAWATA, O. *Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations*, IMF Working Paper nº 40, January 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>

PELLEGRINI, J.A. *Dívida Pública Brasileira: mensuração, composição, evolução e sustentabilidade*. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/ Conleg/Senado, fevereiro de 2017 (Texto para Discussão nº 226). Disponível em: www.senado.leg.br/estudos

SALTO, F.& ANDRADE, A. *Alta das compromissadas exigirá mudança na política fiscal*. Tendências Consultoria Integrada, Análise Semanal, 9 a 13 de agosto de 2010, p. 5-8.

SENNA, J.J. *Repurchase agreements in the Brazilian money market*. In Monetary Policy Monitor, FGV/IBRE, set./2013, p. 31-34. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12059/MonetaryPolicyMonitor_Number2_FINAL%20\(1\).PDF;sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/12059/MonetaryPolicyMonitor_Number2_FINAL%20(1).PDF;sequence=1)

Anexo: composição do ativo e passivo de bancos centrais selecionados (2016 - % do PIB)	Anexo: composição do ativo e passivo de bancos centrais selecionados (2016 - % do PIB)													
	BRASIL	MÉXICO	CHILE	COLÔMBIA	ÁRICA DO SUL	TURQUIA	POLÔNIA	ROMÊNIA	HUNGRIA	RÚSSIA*	FILIPINAS	TAILÂNDIA	MALÁSIA	COREIA DO SUL
ATIVO	45	20	17	18	18	21	26	23	28	35	31	46	36	27
direitos junto a não residentes	19	19	16	16	15	15	26	23	24	30	28	43	34	24
direitos junto ao governo central	24	0	0	1	1	1	0	0	0	0	3	2	0	1
direitos junto a outras instituições depositárias	1	1	0	1	1	5	0	1	4	3	0	1	1	1
direitos em outros setores	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	0
PASSIVO	45	20	17	18	18	21	26	23	28	35	31	46	36	27
obrigações junto a não residentes	1	0	0	0	1	0	6	2	4	1	1	1	1	3
obrigações junto ao governo central	17	6	0	2	11	1	1	6	3	8	1	4	1	4
base monetária	10	7	6	10	6	16	12	11	20	13	19	12	11	9
moeda em circulação	4	7	5	8	3	5	10	8	13	10	8	11	8	6
obrigações, junto a outras instituições depositárias	7	0	1	2	2	11	2	3	7	3	11	1	4	3
outras obrigações junto a outras instituições depositárias	17	2	6	0	0	0	4	3	0	0	5	22	11	8
depósitos e títulos, exceto ações, emitidos da base monetária	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	2	6	0	4
participações e outras ações	-1	4	-3	7	0	3	3	2	1	15	2	1	12	1
outros itens (líquido)	1	0	0	0	0	0	-1	-2	0	-2	1	0	0	-2
Fonte: FMI. Elaboração: IFE. * dado de outubro de 2016.														
obs: os percentuais iguais ou maiores que 3% do PIB foram destacados.														