

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

FLÁVIA FÉLIX BARBOSA

**OPERAÇÕES COMPROMISSADAS: TEORIA E ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO (2000 - 2020)**

**UBERLÂNDIA
2022**

FLÁVIA FÉLIX BARBOSA

**OPERAÇÕES COMPROMISSADAS: TEORIA E ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO (2000 - 2020)**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia.

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico

Linha de Pesquisa: Economia Aplicada

Orientador: Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

B238 Barbosa, Flávia Félix, 1987-
2022 Operações Compromissadas [recurso eletrônico] : teoria
e análise do caso brasileiro (2000 - 2020) / Flávia
Félix Barbosa. - 2022.

Orientador: Fábio Henrique Bittes Terra .
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Economia.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2022.45>

Inclui bibliografia.

1. Economia. I. , Fábio Henrique Bittes Terra,1984-
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-
graduação em Economia. III. Título.

CDU: 330

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091


UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Economia
 Av. João Naves de Ávila, nº 2121, Bloco 1J, Sala 218 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
 Telefone: (34) 3239-4315 - www.ppge.ie.ufu.br - ppge@ufu.br


ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Economia				
Defesa de:	Tese de Doutorado, Nº 77, PPGE				
Data:	23 de março de 2022	Hora de início:	15h30	Hora de encerramento:	19h20
Matrícula do Discente:	11813ECO004				
Nome do Discente:	Flávia Félix Barbosa				
Título do Trabalho:	Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000-2020)				
Área de concentração:	Desenvolvimento Econômico				
Linha de pesquisa:	Economia Aplicada				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Expectativas, compromissadas e orçamento de guerra: uma análise da política monetária brasileira				

Reuniu-se a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Economia, assim composta: Professores Doutores: Niemeyer Almeida Filho - UFU; Vanessa Petrelli Corrêa - UFU; Élide Graziane Pinto - FGV-SP; Marco Flávio da Cunha Resende - UFMG; Fábio Henrique Bittes Terra - PPGE-UFU orientador da candidata. Ressalta-se que em decorrência da pandemia pela COVID-19 e em conformidade com Portaria Nº 36/2020, da Capes e Ofício Circular nº 1/2020/PROPP/REITO-UFU, a participação dos membros da banca e da aluna ocorreu de forma totalmente remota via webconferência. A professora Élide Graziane Pinto e o orientador Fábio Henrique Bittes Terra participaram desde a cidade de São Paulo (SP). O professor Marco Flávio Resende participou desde a cidade de Belo Horizonte (MG). Os demais membros da banca e a aluna participaram desde a cidade de Uberlândia (MG).

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Fábio Henrique Bittes Terra, apresentou a Comissão Examinadora e a candidata, agradeceu a presença do público, e concedeu à Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação da Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(às) examinadores(as), que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

Aprovada.

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutora.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Fábio Henrique Bittes Terra, Usuário Externo**, em 24/03/2022, às 11:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Élida Graziane Pinto, Usuário Externo**, em 24/03/2022, às 15:47, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Niemeyer Almeida Filho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 25/03/2022, às 16:00, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Vanessa Petrelli Correa, Professor(a) do Magistério Superior**, em 28/03/2022, às 14:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marco Flávio da Cunha Resende, Usuário Externo**, em 29/03/2022, às 08:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3420718** e o código CRC **6234B2D6**.

*Para meus pais,
Edmundo e Elza.*

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta tese de doutorado foi um processo desafiador. As dificuldades inerentes no decorrer da pesquisa e exposição somaram-se a tantas outras em meio ao delicado espaço-tempo contemporâneo. Este trabalho apresentado ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia (IERI/UFU) é gratificante no sentido de dever cumprido, embora se reconheça limitações e lacunas, e a necessidade de se continuar o estudo, o aprendizado, a reflexão e o aprofundamento do objeto de análise. É com essa perspectiva que coloco um ponto final nesta produção acadêmica que marca a finalização do curso de Doutorado em Economia na UFU.

Em primeiro lugar, quero agradecer ao Professor Dr. Fábio Terra, meu orientador, por ter assumido prontamente minha solicitação de orientação, por ter me ajudado no recorte do tema e na redefinição do projeto inicial; por seu trabalho sério, minucioso e ágil. Sou grata por suas valiosas críticas, correções e comentários durante as “idas e vindas” que permearam a produção da tese. Se há algum mérito na tese, certamente grande parte se deve a ele.

Em segundo lugar, agradeço ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE/UFU) pela oportunidade de cursar o doutorado. Estendo meu “obrigado” aos professores e a secretaria do Programa, por auxiliarem na minha formação acadêmica.

Registro meus agradecimentos aos professores convidados para banca examinadora, prof. Dr. Niemeyer Almeida Filho, Prof^ª. Dra. Vanessa Petrelli Corrêa, Prof^ª. Dra. Élide Graziane Pinto e Prof. Dr. Marco Flávio Rezende, pela leitura atenta deste trabalho e pelas contribuições que, sem dúvida, enriqueceram a versão final da tese e a agenda de pesquisa.

Devo agradecer também à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa concedida durante os anos dedicados a este objetivo.

Aos colegas de curso, Anderson Henrique, Raphael Rodrigues, Luana Naves, Benito Salomão, Tatiana Camacho, Dayse Pereira e Gleidson Reis, pela convivência e conversas prazerosas.

No âmbito pessoal, quero registrar imensa gratidão ao meu pai, Edmundo Félix, a minha mãe, Maria Elza, e a minha irmã, Fernanda Félix, por todo amor e apoio. Quero agradecer também meu companheiro, Luciano Sampaio, que esteve ao meu lado nos últimos anos me oferecendo leveza, alegria e amor. Por fim, sou grata também à Shirle Leite, minha grande amiga incentivadora.

“É natural que se indague, então, qual é a peculiaridade que distingue o dinheiro de outros valores patrimoniais, procurando determinar se apenas o dinheiro possui uma taxa de juros” (Keynes, 1985, p. 157).

RESUMO

Esta tese analisa as operações compromissadas no Brasil entre 2000 e 2020. Para tanto, a investigação contempla os condicionantes monetários, fiscais e das próprias compromissadas para entender as razões de seu crescimento significativo nesse período. As operações compromissadas no Brasil são o principal instrumento de política monetária, sendo realizadas pelo Banco Central do Brasil para ajustar a liquidez da economia. Devido à sua ampla utilização, as operações compromissadas são o segundo maior componente da Dívida Bruta do Governo Geral. Em contrapartida, elas são um grande ativo no balanço dos bancos e fundos de investimento. As particularidades das operações compromissadas no Brasil, seus diferentes aspectos e diversos condicionantes não são simples e exigem o entendimento das operações, da política monetária, da gestão da dívida, da relação entre Banco Central e Tesouro e das peculiaridades do sistema financeiro nacional. Além disso, as compromissadas e suas correspondentes taxas de juros de curto prazo engendraram um passivo público considerável. Esse passivo é onerado por um fluxo de juros aos titulares das compromissadas, o que lhes permite capitalizar reservas livres no mercado monetário. Assim, é importante avaliar como esse instrumento de política monetária ganhou relevância e formou parcela significativa da dívida pública e dos ativos das instituições financeiras, sem negligenciar importantes problemas decorrentes disso. Nesse sentido, o Banco Central e o Tesouro Nacional desempenham um papel importante por seus impactos monetários, pois sintetizam outras relações e fatores presentes na dinâmica das operações compromissadas.

Palavras-chave: Operações Compromissadas. Política Macroeconômica. Mercado Monetário. Dívida Pública. Instituições Financeiras.

ABSTRACT

This thesis analyzes the repurchase agreement (repo) operations in Brazil between 2000 and 2020. Our investigation aims to understand the reasons for their significant growth during this period. Repo operations in Brazil are the main instrument of monetary policy, and they are undertaken by the Central Bank of Brazil to adjust the liquidity of the economy. Due to their extensive use, repos are the second-largest component of the general government gross debt. As a consequence, they are a huge asset on the balance sheet of banks and investment funds. The particularities of Brazil's repo operations, their different aspects, and various conditioning factors are not simple and require understanding the operations themselves, monetary policy, debt management, the relationship between the Central Bank and the Treasury, and the peculiarities of the Brazilian financial system. Furthermore, repo operations and their corresponding short-term interest rates significantly increase public debt, given the flow of interest payment emerging from them and going to the repo operations' holders, which allows them to capitalize their free reserves in the money market. Thus, it is important to assess how this monetary policy instrument has gained relevance and formed, on the one hand, a significant portion of the public debt and, on the other, assets of financial institutions. In this sense, the Central Bank and the National Treasury play an important role due to their monetary impacts so that they synthesize other relationships and factors present in the dynamics of the repo operations.

Keywords: Repurchase Agreement Operations. Macroeconomic Policy. Money Market. Public Debt. Financial Institutions.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Mecanismo dos Compromissos de Revenda e Recompra	34
Figura 2 – Compromisso de Recompra por Parte do Banco Central.....	37
Figura 3 – Balancete Sintético do Banco Central – Compromisso de Recompra pela Redução da Conta do Tesouro Nacional	43
Figura 4 – Balancete Sintético do Banco Central – Compromisso de Recompra pelo Aumento das Reservas Internacionais.....	49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – FED – Acordos de Recompra (2013-2020), US\$ bilhões	40
Gráfico 2 – Volume de Operações com Títulos Federais no Mercado Aberto – Média Mensal do Total Diário (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões	62
Gráfico 3 – Evolução e Composição das Operações Compromissadas do Banco Central do Brasil (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões	64
Gráfico 4 – Evolução e Composição da Carteira de Títulos do Banco Central do Brasil (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões	68
Gráfico 5 – Prazo das Operações Compromissadas – Média Mensal (Dez/2004 - Dez/2020), R\$ milhões	76
Gráfico 6 – Prazo a Decorrer das Operações Compromissadas (Dez/2004 - Dez/2020), dias úteis	76
Gráfico 7 – Bancos: Títulos Vinculados a Operações Compromissadas (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões	82
Gráfico 8 – Fundos de Investimento – Operação Compromissada – Lastro em Títulos Públicos Federais (Dez/2004 - Dez/2020), R\$ milhões	83
Gráfico 9 – Evolução das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB .	91
Gráfico 10 – Reservas Internacionais e Operações Compromissadas (Dez/2002 – Dez/2020), % PIB	94
Gráfico 11 – Operações de Swap Cambial e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), R\$ milhões	98

Gráfico 12 – Depósitos Compulsórios e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), R\$ milhões	101
Gráfico 13 – Resultados Semestrais do Banco Central do Brasil (2º semestre/2002 – 2º semestre/2020), R\$ milhões	103
Gráfico 14 – Emissão Líquida da DPMFi e Operações Compromissadas (2007 – 2020), R\$ milhões	108
Gráfico 15 – Resultado Primário do Governo Central e Operações Compromissadas (2002 – 2020), % PIB.....	112
Gráfico 16 – Conta Única e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB	117
Gráfico 17 – Resultado do Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central (2002 - 2019), % PIB	118
Gráfico 18 – Selic Efetiva e Juros Nominais das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)	121

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Elementos das Operações de Revenda e Recompra	36
Tabela 2 – Operações Compromissadas (Dez/2019 e Dez/2020), R\$ milhões	63
Tabela 3 – Características dos Títulos Existentes na Carteira do Banco Central do Brasil	69
Tabela 4 – Composição da Dívida Bruta Interna – Fatores Selecionados (Dez/2006 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	73
Tabela 5 – Estoque e Fatores Condicionantes das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)	89
Tabela 6 – Fluxo Acumulado e Participação Percentual dos Condicionantes das Operações Compromissadas (Dez/2002 e Dez/2020)	90
Tabela 7 – Impacto Monetário das Operações com Reservas Internacionais (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	95
Tabela 8 – Impacto Monetário das Operações de Swap Cambial (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	99
Tabela 9 – Impacto Monetário dos Compulsórios e Demais Operações do Banco Central (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	102
Tabela 10 – Emissões, Resgates e Impacto na liquidez da DPMFi (2007 - 2020), R\$ milhões – acumulado no ano	109
Tabela 11 – Impacto Monetário das Operações com Títulos Públicos (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	110
Tabela 12 – Impacto Monetário do Resultado Primário do Governo Federal (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	113

Tabela 13 – Impacto Monetário das Demais Operações Financeiras do Governo Federal (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões.....	115
Tabela 14 – Taxa Selic e Estoque de Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)	120
Tabela 15 – Juros Nominais e Outras Variações Patrimoniais do Estoque de Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões	123

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CDB	Certificado de Depósito Bancário
COPOM	Comitê de Política Monetária
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DESK	Mesa de Negociação do Mercado Aberto
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Federal Open Market Committee
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOER	Taxa de Juros sobre as Reservas em Excesso
IORR	Taxa de Juros sobre as Reservas Obrigatórias
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor – Amplo
LFT	Letra Financeira do Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
RDB	Recibo de Depósito Bancário
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SOMA	Conta de Mercado Aberto do Sistema

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	17
1. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL: UMA ABORDAGEM TEÓRICO-OPERACIONAL	21
1.1 Política Monetária e Operações Compromissadas: a relação Banco Central - bancos	22
1.1.1 Moeda, títulos públicos e taxa de juros	22
1.1.2 Bancos, reservas bancárias e títulos públicos	28
1.1.3 Política monetária e operações de mercado aberto	30
1.1.4 Operações compromissadas	32
1.2 Operações Compromissadas e a Relação Tesouro - Banco Central	42
1.3 Operações Compromissadas e as Operações do Setor Externo	45
1.4 Considerações finais	50
2. A INSTITUCIONALIDADE E PARTICULARIDADES DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO BRASIL	52
2.1 Institucionalidade e Operacionalidade da Política Macroeconômica.....	52
2.1.1 Regime de câmbio flutuante e seus impactos monetários	53
2.1.2 Metas de resultado primário e os impactos monetários do Tesouro Nacional	56
2.1.3 Regime de metas para a inflação	59
2.2 Operações Compromissadas como Instrumento de Política Monetária	61
2.2.1 Operações compromissadas no mercado aberto	61
2.2.3 O lastro das operações compromissadas	67
2.3 Operações Compromissadas como Componente da Dívida Bruta	70

2.3.1 As compromissadas na DBGG	70
2.3.2 Os prazos das compromissadas	74
2.4 Operações Compromissadas como Ativo dos Bancos e Fundos de Investimento	78
2.5 Considerações Finais	85
3. OS FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS	87
3.1 Estoque de Operações Compromissadas.....	88
3.2 Impacto Monetário das Operações Financeiras e Monetárias do Banco Central.....	92
3.2.1 Operações com reservas internacionais	92
3.2.2 Operações de <i>swap</i> cambial.....	96
3.2.3 Depósitos compulsórios e outras operações financeiras.....	100
3.2.4 Resultado do Banco Central do Brasil.....	102
3.3 Impacto Monetário das Operações Financeiras e Fiscais do Tesouro Nacional.....	106
3.3.1 Operações com títulos públicos no mercado primário	106
3.3.2 Resultado primário do Governo Central.....	110
3.3.3 Demais operações financeiras do Governo Federal	113
3.3.4 Conta Única do Tesouro Nacional.....	115
3.4 Juros Nominais sobre o Saldo das Compromissadas	119
3.5 Reflexões Acerca das Operações Compromissadas e dos Instrumentos Alternativos de Controle da Liquidez.....	123
3.6 Considerações Finais	131
CONCLUSÃO.....	134
REFERÊNCIAS	137
ANEXO.....	147

INTRODUÇÃO

Com a elevação da liquidez estrutural na economia brasileira após 2006, houve forte crescimento das operações compromissadas realizadas pelo Banco Central do Brasil. Segundo o argumento corrente, o aumento extraordinário delas no país está associado sobretudo ao acúmulo de reservas internacionais. É inegável que a política de aquisição de reservas cambiais teve impactos sobre o estoque de operações compromissadas, pois a esterilização monetária que a seguiu ocorreu com uso desse instrumento. Porém seu volume alto vai muito além disso; ele tem a ver com fatores internos e envolve aspectos institucionais.

O comportamento expansivo das operações compromissadas inclui as relações do Banco Central com os bancos, com o Tesouro Nacional e com o setor externo. Assim, a dinâmica delas é a resposta da autoridade monetária, segundo suas metas de juros e inflação, às variações da liquidez que decorrem da dinâmica externa, das ações do Tesouro, do público em geral e do próprio Banco Central. Em paralelo, as compromissadas também retratam a demanda dos bancos e fundos de investimento como ativos, por serem altamente líquidos e seguros como são.

Mesmo diante do recuo do acúmulo de reservas internacionais, fator que inicialmente contribuiu para a expansão das operações compromissadas, elas continuaram apresentando trajetória de alta, algo que intriga e merece ser investigado. A dinâmica das operações compromissadas no Brasil é bastante complexa e exige análise de suas características, como prazo e remuneração, bem como da institucionalidade e operacionalidade da política macroeconômica, da dívida pública e do sistema financeiro doméstico, além do relacionamento existente entre Banco Central e Tesouro Nacional. Nesses termos, desvendar os fatores condicionantes das operações compromissadas é uma tarefa importante e ajuda na compreensão de suas causas e na reflexão de alternativas que possam contribuir para reduzir seu estoque.

Considerando esses aspectos, o objetivo da tese é analisar os fatores que impactaram as operações compromissadas do Banco Central do Brasil, de modo a explicar os motivos que levaram ao crescimento acentuado delas no período de 2000 a 2020, a ponto de atingirem percentual alto em relação às operações de mercado aberto, à dívida pública e ao PIB. A hipótese é que condicionantes monetários, fiscais e das próprias compromissadas levaram à expansão das operações compromissadas no país. A atuação do Banco Central face à expansão da liquidez doméstica, que inclui os impactos monetários do Banco Central e do Tesouro

Nacional, e as características das operações compromissadas, que despertam interesse nos agentes de quem o Banco Central toma recursos usando-as, esclarecem a evolução das operações compromissadas. Trata-se de um instrumento de política monetária que tem o *status* de dívida pública, remunerada com base na taxa de juros do *overnight* e cujos fluxos de juros elevam seu estoque.

Em 2014, as operações compromissadas do Banco Central do Brasil alcançaram pouco mais de R\$ 1 trilhão. Desde então, o volume delas circunda este patamar, com exceção para o crescimento em 2020, quando alcançaram mais de R\$ 1,2 trilhão com as medidas extraordinárias de expansão da liquidez frente à Covid-19, também devido ao maior conservadorismo do sistema bancário diante da elevada incerteza oriunda do período pandêmico, o que fez com que as reservas livres no sistema bancário crescessem bastante e com elas as compromissadas.

Em relação ao PIB, o estoque de compromissadas apresentou média de 15,4% do PIB de 2014 a 2020, mais do dobro daquela vista entre 2002 e 2013, de 6,5% do PIB. Por detrás deste aumento acentuado das compromissadas estão várias relações e diversos fatores condicionantes. De maneira essencial, estes fatores estão na alçada do setor público e são aqueles que afetam a liquidez da economia e compelem à atuação compensatória do Banco Central no mercado monetário para o controle da taxa de juros de curto prazo, instrumento por excelência de execução da política monetária. Esta atuação, contudo, não é isenta de custos, que se manifestam, precipuamente, na ampliação do estoque da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e nos fluxos de juros nominais pagos pela União.

Mesmo com a importância assumida pelas operações compromissadas no país em sua história recente, poucos trabalhos acadêmicos as tomaram como objeto de estudo. Esta tese pretende tratá-las, com foco nos elementos operacionais e nas relações fundamentais que permeiam sua utilização. É importante dizer que o volume das compromissadas no Brasil é atípico em relação ao resto do mundo, o que justifica a necessidade de se analisá-las e discutir medidas para redução do estoque delas.

Dois períodos se destacam no comportamento das operações compromissadas no Brasil entre 2000 e 2020. No primeiro período, que se inicia por volta de 2006 e perdura pelos sete anos subsequentes, tanto as ações do Banco Central quanto as ações do Tesouro são muito importantes para a escalada do estoque das operações. No segundo período, a partir de 2014, as

ações do Tesouro perderam força com a deterioração do seu resultado e os juros das próprias compromissadas adquiriram maior peso. Por todo o período, contudo, se percebe que a relação crescente estoque de compromissadas-juros pagos nas compromissadas é o grande determinante do volumoso e *sui generis* montante de compromissadas existente no Brasil.

Com intuito de elucidar o processo de expansão das operações no país, a revisão bibliográfica recupera os fundamentos da teoria monetária e financeira keynesiana e pós-keynesiana bem como a literatura técnica que discute a questão das compromissadas, sobretudo conteúdos de autoria do Banco Central e do Tesouro Nacional. Ela traz ainda resultados de pesquisas relevantes sobre o assunto.

Para o conjunto de dados levantados acerca das compromissadas e de seus fatores condicionantes, que se concentram de 2002 a 2020 pela disponibilidade e consistência dos dados, aplica-se o método da estatística descritiva para organização, registro e avaliação das informações a fim de se observarem determinados traços e atributos, comportamentos, circunstâncias e inter-relações, para assim analisar empiricamente o objeto e inferir conclusões a seu respeito. A análise exploratória, descritiva e explicativa dos dados se une à análise de conteúdo para identificar os fatores determinantes da evolução das operações compromissadas no Brasil.

O primeiro capítulo da tese aborda as operações compromissadas por uma ótica eminentemente teórica, procurando conceituá-las e explicar seu funcionamento. Também se observam suas múltiplas dimensões, ou seja, seus aspectos monetários, financeiros e de dívida. O capítulo avança também elementos técnicos, operacionais e contábeis, bem como relações e fatores essenciais envolvidos no emprego delas.

O segundo capítulo se volta à particularidade das operações compromissadas no Brasil, levando em consideração a institucionalidade e a operacionalização da política macroeconômica no país. A alta magnitude das compromissadas nas duas últimas décadas como instrumento de política monetária destoa na comparação com outros países. Se, por um lado, as compromissadas são um passivo do Banco Central e um componente relevante na Dívida Bruta do Governo Geral, por outro, elas são ativo no sistema financeiro nacional, sendo grande o montante delas no portfólio dos bancos e fundos de investimento pelas características que possuem.

O terceiro capítulo trabalha em detalhes os fatores condicionantes da evolução das compromissadas no Brasil, com foco nos impactos monetários das ações das autoridades

monetária e fiscal. Em um primeiro momento, o acúmulo de reservas internacionais pelo Banco Central e as operações com títulos públicos pelo Tesouro Nacional se destacam, em virtude dos ajustes de liquidez conduzidos com compromissos de recompra. Em um segundo momento, os juros incidentes sobre as compromissadas se sobressaem, com contribuição inegável para a variação positiva do estoque. Além de reflexões sobre as operações compromissadas, fazem-se considerações acerca de instrumentos alternativos. Por fim, seguem as conclusões da tese.

1. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL: UMA ABORDAGEM TEÓRICO-OPERACIONAL

Este capítulo busca explicar o que são as operações compromissadas, para que servem e como funcionam. Nesse sentido, realiza-se uma abordagem teórico-histórica e operacional, de modo a deslindar seus tipos, mecanismos, elementos constitutivos, afora relações e fatores presentes em sua dinâmica. Procura-se ainda mostrar os efeitos de balanço patrimonial do Banco Central das operações compromissadas.

De partida, as operações compromissadas são tratadas enquanto ferramenta de política monetária, usada pelos Bancos Centrais com o objetivo de ajustar a liquidez e controlar a taxa de juros de curto prazo. Elas funcionam como empréstimos de reservas garantidos por títulos públicos. Sua compreensão requer conhecer a relação do Banco Central com os bancos, com o Tesouro Nacional e com o setor externo. Nestas relações estão presentes os fatores condicionantes da liquidez, aqueles que fazem variar as reservas bancárias e que levam a operações com títulos públicos compensatórias a bem de se manter estável a taxa de juros básica da economia.

A primeira seção do capítulo explora as operações compromissadas no domínio da política monetária. Considera-se a relação Banco Central - bancos e discute-se sobre moeda, títulos públicos, determinação da taxa básica de juros e papel das compromissadas nessa determinação. A segunda seção trata da relação Tesouro - Banco Central, particularmente como as ações do Tesouro alteram a liquidez da economia e demandam atuação do Banco Central para que não haja impactos na taxa de juros. Esta atuação pode se desenrolar por meio de operações compromissadas.

A terceira seção analisa as operações do Banco Central no mercado de câmbio, seu efeito sobre as reservas bancárias e sobre a taxa de juros. Mostra-se que a intervenção no mercado de câmbio, seguida de intervenção no mercado monetário para manter a taxa de juros na meta, pode resultar no uso de compromissadas. A quarta seção traz breves considerações finais.

1.1 Política Monetária e Operações Compromissadas: a relação Banco Central - bancos

O entendimento das operações compromissadas do Banco Central como instrumento de política monetária reivindica assimilar a relação entre o Banco Central e os bancos e os motivos que levam essas instituições a trocar dinheiro por títulos públicos e vice-versa. Para isso, é importante refletir sobre o papel da moeda e dos títulos públicos, e sobre a determinação da taxa básica de juros. Também se faz necessária discussão acerca da política monetária, sobretudo das operações de mercado aberto nas quais o Banco Central retrai ou expande as reservas bancárias pela venda ou compra de títulos públicos. As operações compromissadas são operações de mercado aberto não definitivas, que propiciam aumento ou diminuição das reservas bancárias de modo temporário para calibrar a taxa de juros de curto prazo.

1.1.1 Moeda, títulos públicos e taxa de juros

A política monetária lida com os cuidados públicos para a manutenção da qualidade da moeda nacional, o que traz consigo relações com o sistema financeiro nacional, com os títulos públicos e com as taxas de juros da economia. Para Keynes (KEYNES, 1953, 1985, 2010a, 2010b) e pós-keynesianos (ARESTIS, 1996; CARVALHO et al., 2007; CARVALHO, 1996; CHICK, 2010; COUTINHO, 1995; DAVIDSON, 1996, 2002; LAVOIE, 2003; MINSKY, 1992a, 2013; TERRA; ARESTIS, 2017; WRAY, 1998, 2010) a moeda tem propriedades essenciais que a difere dos demais ativos. Nesse sentido, os tópicos abaixo refletem o papel da moeda e da política monetária no sistema econômico:

- i) A moeda é uma “criação do Estado”: o dinheiro estatal é o meio através do qual ocorre o cumprimento das obrigações de dívida (inclusive tributárias) e assim ele se estabelece como unidade de conta dos contratos, sendo amplamente aceito com base no consenso social e na relação de confiança da sociedade para com o dinheiro do Estado.
- ii) A moeda cumpre as funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. A função precípua da moeda é ser unidade de conta (padrão de valor), pois é a partir dela

que se consegue realizar trocas, liquidar débitos e preservar riqueza no tempo, isto é, as demais funções exercidas pela moeda.

- iii) A oferta de moeda insere o papel do sistema bancário: o sistema bancário inclui o Banco Central, emissor da moeda estatal, fiduciária e exógena e “credor de último recurso” para a estabilidade financeira, e os bancos comerciais, emissores da moeda bancária, creditícia e endógena, criada por meio dos empréstimos bancários sem exigência de poupança prévia. Os bancos são instituições centrais na oferta monetária, no financiamento do investimento, nos altos e baixos do ciclo econômico, também na estabilidade do sistema financeiro.
- iv) A demanda de moeda relaciona-se à preferência pela liquidez: os motivos transação, precaução, especulação e financiamento do investimento configuram a demanda por moeda. Essa demanda depende das expectativas dos agentes que definem o grau de retenção de moeda em mãos que eles terão, ou seja, a preferência pela liquidez deles.
- v) A moeda não é neutra: ela afeta decisões, particularmente as decisões de investimento, contribuindo para o comportamento cíclico da economia. Este ativo altamente líquido afeta a atividade econômica em diferentes horizontes de tempo.
- vi) Existe hierarquia de moedas (e títulos): no topo da hierarquia de moedas está o dinheiro de liquidez absoluta, composto pelos depósitos à vista e o papel moeda em poder do público. No topo da hierarquia dos títulos de dívida estão os títulos denominados em moeda nacional do Tesouro (e do Banco Central, nos países em que ele pode os emitir¹).

¹ O Banco Central vende ou compra títulos do Tesouro Nacional e/ou próprios para fins de política monetária. O arranjo institucional entre autoridade fiscal e autoridade monetária difere entre os países. Há países em que o Banco Central utiliza exclusivamente títulos do Tesouro para fazer política monetária. Este é o caso dos países da União Europeia, dos Estados Unidos, do Canadá e do Brasil, onde também existe a proibição de que o Banco Central compre títulos do Tesouro no mercado primário. Em outros, o Banco Central pode emitir seus próprios títulos, sendo ou não permitido comprar títulos do Tesouro no mercado primário (LAVOIE, 2013; PALLEY, 2015). Considera-se, nesta Tese, a utilização exclusiva de títulos do Tesouro por parte do Banco Central e o impedimento de compra direta desses títulos pelo Banco Central.

Os títulos públicos federais são altamente líquidos, por isso compõem fração relevante dos meios de pagamento de um país.

- vii) A taxa de juros é vista como recompensa pela renúncia à liquidez”, ou seja, juros são o prêmio pela renúncia à liquidez no âmbito da escolha de ativos. A moeda é demandada por ser o ativo com maior liquidez na economia, daí a demanda por ela ser economicamente racional.

- viii) A taxa de juros é o elemento central da política monetária, a qual é importante instrumento macroeconômico a cargo do Banco Central. Costuma-se realizar o controle da taxa de juros de curto prazo dado que o controle monetário com moeda endógena é bastante implausível. Um instrumento fundamental da política monetária são as operações de mercado aberto, ou seja, compra e venda de títulos públicos federais no mercado secundário.

Keynes (1985) desenvolveu a ideia de que a preferência pela liquidez determina a taxa de juros. Esta interpretação coloca peso na demanda especulativa de moeda e nas decisões de composição de portfólio. A taxa de juros é o prêmio que equilibra a escolha entre conservar riqueza na forma mais líquida, moeda, ou em formas menos líquidas, títulos de dívida e outros ativos do sistema financeiro. Quanto menor for a liquidez de um ativo, maior deve ser a taxa de juros para convencer os agentes a renunciarem à liquidez e a segurança da moeda por tal ativo. A taxa de juros é, nesse sentido, um fenômeno convencional, pois depende de como os agentes enxergam a segurança dos diversos ativos *vis-à-vis* a moeda. Aliás, sua determinação é monetária-financeira pois envolve diversos mercados componentes do sistema financeiro, tendo como ponto de partida a taxa de juros básica que o Banco Central estabelece no mercado monetário (COUTINHO, 1995; KEYNES, 1985).

A escolha entre moeda e títulos, enquanto decisão simplificada de carteira, tanto depende da taxa de juros futura quanto a influencia. Por um lado, esta escolha se encontra determinada pelas mudanças esperadas na taxa de juros, dado que a taxa de juros e os preços dos títulos se relacionam de forma inversa. Por outro, as modificações de carteira afetam a determinação da taxa de juros, devido à relação negativa entre taxa de juros e demanda especulativa por moeda (CHICK, 2010; KEYNES, 1985, 2010a).

A demanda de moeda para fins especulativos depende do que os agentes esperam que acontecerá com a taxa de juros entre o momento da compra de um título e o futuro, por conta do risco de capital que as aplicações possuem com seus preços marcados a mercado. Por isso, a preferência pela liquidez do agente depende do que os investidores financeiros esperam que acontecerá com a taxa de juros presente *vis-à-vis* seu patamar futuro.

As diferentes expectativas acerca da variação futura da taxa de juros abrem possibilidade de ganhos ou perdas financeiras, o que implica escolha entre reter mais ou menos moeda e, concomitantemente, deter menos ou mais títulos. Considerando-se contratos prefixados, aqueles que esperam subida da taxa de juros divergindo das expectativas do mercado (“baixistas”) terão motivos para demandar moeda. Ou seja, eles preferem moeda em vez de títulos, e assim vendem títulos para evitar perdas de capital com a marcação a mercado do preço dos títulos. Já aqueles que apostam na queda da taxa de juros em desacordo com as expectativas do mercado (“altistas”) tenderão a adquirir títulos ao invés de moeda. Desfazem-se, portanto, da moeda porque a baixa da taxa de juros em contratos prefixados marcados a mercado eleva os preços dos títulos e os ganhos de capital (CARVALHO, 1996; DAVIDSON, 2002; KEYNES, 1985).

A teoria da preferência pela liquidez levou ao desenvolvimento da teoria da formação dos preços dos ativos. Esta última procurou explicar as diferenças entre as taxas de retornos associadas a diferentes ativos (taxa de juros de cada ativo), comparados à moeda, que é o ativo mais líquido. Dessa forma, diferentes graus de liquidez devem ser compensados pela taxa de retorno obtida na retenção dos diferentes ativos, de modo a compensar sua relativa iliquidez na comparação com o ativo de referência. Em matéria de precificação dos ativos, a preferência pela liquidez está representada no *trade off* entre retornos esperados e prêmio pela liquidez. Os ativos se diferenciam e são demandados no cotejar entre rendimento e liquidez que oferecem. Os preços dos ativos se fixam, portanto, de acordo com os rendimentos esperados e sua liquidez relativa (CARVALHO et al., 2007; CARVALHO, 1996).

Nesta discussão, os títulos do Tesouro são considerados investimentos seguros, por serem substitutos muito próximos da moeda. Quanto aos títulos públicos federais (do Tesouro ou do Banco Central, nas economias em que a autoridade monetária pode emití-los), algumas qualificações são necessárias para que se possa entendê-los como ativo financeiro indispensável para a economia e para a determinação da taxa básica de juros, da ponta curta à formação da curva de juros. Entre elas estão:

- a) Os títulos públicos representam um meio de financiamento do déficit orçamentário: o governo pode vender títulos para cobrir suas necessidades de financiamento. Este passivo do governo é ativo do setor privado.

- b) Os títulos públicos são altamente líquidos: a alta liquidez dos títulos públicos se deve à capacidade de vendê-los de forma rápida e sem perda significativa se os títulos são pós-fixados e não têm *duration*. Esses papéis podem ser facilmente convertidos em moeda em condições normais, o que faz com que eles sejam relativamente livres de risco. A liquidez dos títulos públicos retrata a institucionalidade do seu mercado, montado e mantido pelos governos. Segundo Davidson (1996), se o mercado é bem organizado, bem ordenado e contínuo, a conversão dos títulos em dinheiro pode ocorrer de forma imediata ao preço garantido pelo formador de mercado. Assim, os ativos líquidos possuem tempo de negociação e mudança esperada em seu valor reduzidos.

- c) Os títulos públicos fazem parte das decisões de portfólio: os papéis representativos da dívida do governo são mantidos pelos Bancos Centrais, pelos bancos privados e públicos, e outras instituições privadas e públicas, financeiras e não financeiras. Os grandes concentradores e mobilizadores de capitais, especialmente bancos e fundos, buscam ter boa porção de títulos públicos em suas carteiras de investimento, principalmente nos momentos de forte instabilidade financeira. A demanda por títulos públicos encontra-se fortemente relacionada aos motivos da preferência pela liquidez.

- d) Os títulos públicos são instrumento de política monetária: a venda e a compra de títulos públicos, sobretudo no mercado secundário, constituem o principal instrumento de política monetária. As operações de mercado aberto regulam as reservas bancárias e efetiva a taxa de juros de curto prazo. De um lado, os bancos decidem se mantêm mais empréstimos ao público ou mais títulos públicos em suas carteiras. De outro, o Banco Central acomoda as demandas dos bancos por reservas e títulos, afetando os portfólios bancários e mantendo a taxa de juros na meta estabelecida. A taxa de juros de curto prazo (taxa operacional) é a

taxa do *overnight*², pela qual instituições depositárias trocam saldos de reservas entre si, com lastro em títulos públicos e/ou privados.

- e) O vencimento dos títulos públicos conforma a curva de juros da dívida pública: as diversas taxas de juros das diferentes maturidades da dívida correspondem à curva de rendimentos. Essa relação entre rendimentos dos títulos nos diferentes prazos de vencimento é chamada curva de juros ou estrutura a termo da taxa de juros. Normalmente o Banco Central atua na extremidade curta da curva de juros, já que opera na maioria das vezes com títulos públicos de curto prazo no mercado secundário. Já o Tesouro Nacional, que se financia nos curto e longo prazos, forma a ponta longa da curva de juros da dívida pública. Esta curva de juros, por sua vez, serve de *benchmark* da curva de juros dos demais ativos negociados no sistema financeiro.

Keynes (1985) registrou o papel dos títulos públicos no âmbito da política fiscal e da política monetária. Na primeira esfera, o governo se financia através da venda de títulos, criando ativos seguros e rentáveis aos investidores. Na segunda, a compra e venda desses títulos é capaz regular a taxa de juros de referência do sistema econômico.

Minsky (2013) chama atenção para os “efeitos de carteira” do déficit público financiado por emissão de títulos. Sempre que o governo tem resultado negativo, na outra ponta, o setor privado, notadamente as instituições financeiras, está adquirindo títulos públicos. Isto ajuda na estabilização dos portfólios, uma vez que os títulos públicos são o ativo financeiro mais seguro de uma economia, sofrem menor *duration* e geram um fluxo de receita cuja fonte pagadora é mais estável do que aquela dos emissores privados de dívida.

Minsky também observou os “efeitos de carteira” que resultam da venda e da compra de títulos públicos por parte do Banco Central. Logo, a política monetária tem capacidade de afetar a carteira de ativos dos bancos e do público em geral. Bancos e fundos mantêm títulos públicos em seus ativos para fins de gestão de caixa e como uma alternativa que permite conciliar alta

² Por exemplo, a Taxa de Fundos Federais nos Estados Unidos, a Taxa Bancária no Reino Unido e a Taxa Selic no Brasil.

liquidez, segurança e algum rendimento. Ademais, os títulos públicos servem para vários negócios que as instituições financeiras fazem, pois são o melhor colateral disponível na economia (LAVOIE, 2013; SAWYER, 2014a; TYMOIGNE; WRAY, 2013; WRAY, 1998, 2002, 2006, 2018).

O Banco Central é um grande comprador e vendedor de títulos públicos no mercado secundário, sendo este o mecanismo central da regulação da liquidez. A liquidez refere-se, basicamente, às reservas bancárias, saldos que as instituições depositárias mantêm sem aplicação e que é usado nas compensações do sistema interbancário, incluindo as compensações com o Banco Central (MINSKY, 2013; PALLEY, 2015; WRAY, 2002).

Desde a Grande Recessão de 2008, os Bancos Centrais dos países avançados passaram a fazer política de balanço e de sinalização futura como instrumentos auxiliares da política monetária. Assim, eles estão atuando para influenciar os juros longos, ao negociar com títulos públicos e privados de maior maturidade. A percepção é a de que a política de juros de curto prazo atingiu seus limites com o zero *lower bound* dos juros básicos e eventuais obstruções dos canais tradicionais de política monetária. Porém, a relação entre marcação de juros e títulos públicos se mantém, pois os juros não deixaram de ser instrumento de política monetária, apenas receberam um conjunto de instrumentos auxiliares (ARESTIS; FERRARI FILHO; TERRA, 2018; BASSETTO; MESSER, 2013; TERRA, 2020);

1.1.2 Bancos, reservas bancárias e títulos públicos

Minsky (1985 e 2013) enfatizou como os bancos são grandes detentores de títulos públicos, pela possibilidade de ter um ativo prontamente negociável, capaz de alterar rapidamente a composição de suas carteiras quando suas preferências ou necessidades mudam, sendo, portanto, um meio flexível de administrar suas tesourarias e balanço. Até a década de 1960, os títulos do governo dominavam os ativos bancários e era o principal instrumento de “tomada de posição” dos bancos, aquele que assegurava a manutenção das reservas bancárias no nível desejado ou legalmente exigido.

Com as inovações financeiras das décadas de 1960 e 1970, houve diminuição da importância dos títulos públicos nos portfólios bancários e o uso deles como instrumento de reposicionamento de carteira. Os bancos puderam se reposicionar por meio de empréstimos ou “compras de depósitos”, como empréstimos interbancários, certificados de depósitos, papéis

comerciais, acordos de recompra e empréstimos bancários no exterior. Essas inovações representaram um movimento de flexibilização dos passivos, no qual se criaram instrumentos para captar recursos rapidamente e com baixo controle do Banco Central. Por outro lado, as inovações contribuíram para expansão dos empréstimos bancários, internacionalização financeira e maior instabilidade financeira (CHICK, 2010; MINSKY, 1985, 2013).

Nesse contexto, ficou mais difícil controlar o crescimento da oferta de moeda e a taxa de juros através de instrumentos tradicionais da política monetária (compulsório e redesconto), de modo que o Banco Central passou a fazer maior uso das operações de mercado aberto. Assim, essas operações passaram a ser o principal instrumento da política monetária (MINSKY, 2013).

Os bancos permanecem como grandes compradores de títulos do governo para ajustar seus saldos de reserva. Também como parte de suas decisões de portfólio, que visam explorar o *trade off* liquidez e rentabilidade, de acordo com as fases do ciclo econômico. Na fase recessiva, em que a preferência pela liquidez se eleva, aumenta-se a proporção de títulos públicos nos seus portfólios, pois eles aumentam a liquidez dos bancos e viabilizam a estabilidade dos portfólios, contribuindo para uma estrutura financeira mais sólida. O contrário ocorre na fase expansiva do ciclo (MINSKY, 1992a, 2013, 2019).

A partir dos anos 1980, com aceleração das inovações financeiras e avanço da liberalização e desregulação financeira, houve crescimento dos fundos de pensão, de investimento, seguradoras e outras instituições financeiras não bancárias. Os títulos públicos passaram a ser muito demandados por essas instituições e os fundos de investimento e pensão tornaram-se os principais compradores de títulos públicos nos mercados financeiros nacionais e internacionais. Por sinal, a abertura externa contribuiu para o desenvolvimento do mercado secundário desses papéis. Com isso, o mercado de títulos públicos se tornou um dos segmentos mais ativos do mercado financeiro internacional (GUTTMANN, 2008, 2017; KEGREL, 2017; MINSKY, 1992b, 2013; PLIHON, 1998; SAWYER, 2014b; WRAY, 2010).

Enquanto os agentes privados crerem que títulos da dívida interna são tão seguros quanto moeda, pois o pagamento das obrigações da dívida depende, em última instância, da moeda emitida pelo próprio Estado, haverá demanda permanente pelos títulos do governo e estes serão negociados continuamente, com baixa variação de preço. Além disso, enquanto bancos, fundos, e público em geral estiverem dispostos a manter e negociar dívida, os títulos públicos podem permanecer como principal instrumento de política monetária.

1.1.3 Política monetária e operações de mercado aberto

A política monetária é responsabilidade do Banco Central e, na prática, é conduzida com o propósito de fixar e estabilizar a taxa básica de juros a fim de se alcançar os objetivos finais de tal política, quais sejam, controle inflacionário, atenuação de ciclos no produto e no emprego, estabilidades de liquidez, financeira, de expectativas, entre outros fins. Sua implementação ocorre por meio da relação entre o Banco Central e os bancos, particularmente no mercado de reservas bancárias. Seu objetivo operacional centra-se no controle da taxa de juros de curto prazo, um preço de referência no sistema econômico, na persecução da estabilidade dos preços, mas também de variáveis como emprego, produto e taxa de câmbio. Isso exige ações e ferramentas para influenciar a disponibilidade e o custo do dinheiro através do controle e regulação do preço das reservas bancárias.

Keynes (1985) argumentou sobre a não neutralidade da moeda e da política monetária. Indo além, os pós-keynesianos desenvolveram sobre o papel da política monetária na estabilidade monetária e financeira, para a qual se faz necessária baixa variabilidade das taxas de juros e câmbio. Na perspectiva pós-keynesiana, a regulação, administração de dívida e, sobretudo, a taxa de juros são os grandes instrumentos que o Banco Central tem para alcançar seus objetivos. A taxa de juros é o principal instrumento da política monetária por afetar a economia de várias maneiras, por meio dos seus canais de transmissão (crédito, portfólio, riqueza financeira, câmbio e expectativas), ou seja, mecanismos que podem afetar as decisões dos agentes privados (ARESTIS; FERRARI FILHO; TERRA, 2018; ARESTIS; SAWYER, 2006; CARVALHO et al., 2007; TERRA; ARESTIS, 2017).

Na prática moderna, para controlar a taxa de juros de curto prazo, o Banco Central administra basicamente três instrumentos de política monetária: operações de mercado aberto, redesconto e reservas compulsórias. Através desses instrumentos, em especial das operações de mercado aberto, o Banco Central promove ajustes no volume de reservas dos bancos conforme sua meta de juros³. A adequação das reservas pela compra e venda de títulos públicos pelo Banco Central mitiga as pressões de liquidez que podem afastar a taxa de juros da meta.

³ Os empréstimos de redesconto também regulam as reservas dos bancos, porém, são usados para resolver problemas temporários e inesperados de liquidez, diante da dificuldade dos bancos e outras instituições depositárias obterem financiamento normal no mercado. Esses empréstimos são conhecidos como empréstimos de último recurso do Banco Central.

É por meio desse mecanismo que as variações da liquidez decorrentes de ações do próprio Banco Central (variação não autônoma), do Governo e do público em geral (estas, variações autônomas) são compensadas de modo a assegurar a taxa de juros definida e anunciada. O Banco Central gerencia a liquidez segundo as condições prevalentes no mercado de reservas, evitando que o excesso de reserva pressione para baixo a taxa de juros, e que a insuficiência delas suba a taxa de juros.

As operações de mercado aberto que o Banco Central realiza, definitivas ou compromissadas, constituem negociação de moeda com os bancos. A venda de títulos em caráter definitivo, ou temporário, em que os títulos representam apenas uma garantia, reduz as reservas e eleva os juros, representando uma política monetária contracionista. Em contraste, a compra de títulos aumenta as reservas e baixa a taxa de juros, caracterizando uma política monetária expansionista. Para ambos os perfis de política monetária haverá sua instrumentalização de forma acomodacionista, que busca manter a taxa de juros no patamar estabelecido, quando oferta e demanda por moeda no mercado monetário não conseguem fazer o *'clear'* de mercado.

O Banco Central procura governar a liquidez do sistema bancário, ao passo que os bancos procuram dispor do volume desejável dela vis-à-vis o legalmente exigido. Os títulos públicos de curto prazo servem aos dois interesses. Os títulos federais, ativo do Banco Central, e as reservas bancárias, passivo do Banco Central, são dois componentes essenciais da política monetária. Da interação deles resulta a taxa básica de juros da economia: taxa pelo qual o Banco Central vende e compra títulos públicos, contraindo ou expandindo as reservas.

Os bancos buscam minimizar as reservas livres. Nesse sentido, as reservas em excesso são normalmente trocadas por títulos negociados pelo Banco Central. A venda de títulos pela autoridade monetária visa acomodar as necessidades de reservas dos bancos, recolhendo as reservas e evitando a queda da taxa de juros. Assim, os bancos compram os títulos que querem sem dificuldade, como se estivessem emprestando reservas ao Banco Central. No fim, a política monetária oferece uma alternativa remunerada às reservas excessivas. Em oposição, se o ambiente for de reservas insuficientes, a taxa de juros tende a subir e o Banco Central vai injetar reservas comprando títulos (LAVOIE, 2013; WRAY, 1998).

Em resumo, a política monetária diz respeito ao alcance da meta da taxa de juros através do ajuste necessário nas reservas bancárias. Por detrás da variação das reservas estão as operações com títulos públicos do Banco Central. Dessa forma, as operações de mercado aberto são o

mecanismo com o qual se aumenta ou diminui a taxa de juros de curto prazo, conduzindo-a para a meta.

Cabe ressaltar que para os pós-keynesianos a taxa de juros é exógena e as reservas (moeda) são endógenas⁴. Isto significa que o Banco Central age conforme a demanda por reservas dos bancos, numa postura defensiva para manter a taxa de juros anunciada. O ponto de partida da oferta de reservas é a criação de moeda bancária via demanda por crédito, que pode implicar falta ou excesso de reservas no final do dia em relação ao exigido ou desejado. Em caso de falta, a taxa de juros tende a subir e, em caso de excesso, a taxa de juros tende a cair. Logo, o Banco Central precisa responder, criando ou destruindo reservas para sustentar a taxa de juros.

1.1.4 Operações compromissadas

As operações de mercado aberto podem ser definitivas ou temporárias. Nas operações definitivas, o Banco Central vende ou compra títulos públicos federais de forma permanente, tendo como contraparte um amplo conjunto de instituições financeiras autorizadas a participar dos leilões de títulos públicos, chamadas de *dealers*. Os bancos comumente são os maiores participantes. O Banco Central transaciona títulos em definitivo para regular reservas de forma mais duradoura, quando se deseja acomodar fatores de longo prazo que condicionam a base monetária. Também para ofertar títulos públicos às instituições financeiras e, assim, viabilizar a composição de carteira de títulos delas, e negociações que envolvam títulos, inclusive, operações compromissadas.

Nas operações de mercado aberto temporárias, consideradas uma ferramenta complementar, o Banco Central transaciona títulos de maneira não definitiva, todos os dias úteis, e na medida certa para auxiliar o ajuste da oferta de reservas e o controle da taxa de juros de curto prazo. Essas operações também se processam pelo método de leilão e junto aos *dealers*. As operações

⁴ Existem diferentes ênfases concernentes à teoria monetária pós-keynesiana, o que dá origem a várias vertentes do pensamento pós-keynesiano: Neo-chartalista (ou Teoria Monetária Moderna), Pós-chartalista (ou Horizontalista) e Estruturalista (ou Fundamentalista). As especificidades de cada corrente estão fora do escopo deste trabalho e podem ser encontradas em autores como: Lavoie, 1996 e 2003; Palley, 2015; Paula, 2003; Sawyer, 2019; Terra, 2019; Tymoigne; Wray, 2013; Wray, 1998, 2000. Contudo, procuramos esclarecer as diferenças relativas à política monetária importantes para a compreensão do objeto desta tese.

de mercado aberto temporárias são conhecidas como operações compromissadas, em que a compra de títulos ocorre com compromisso de revenda ou a venda de títulos ocorre com compromisso de recompra. As compromissadas servem para sanar insuficiências ou excessos de liquidez bancária de curto prazo. Com elas é feito o “ajuste fino” de liquidez, sendo o meio mais fácil e rápido que o Banco Central dispõe para gerir as reservas bancárias cotidianamente (CARVALHO et al., 2007; FEDERAL RESERVE, 2021a; TERRA, 2020).

Esse tipo de operação oferece maior flexibilidade à condução da política monetária e não altera o tamanho da carteira de títulos do Banco Central, apenas sua composição. Os títulos utilizados como lastro no gerenciamento das reservas bancárias são registrados como “compromisso de revenda” no lado do ativo do balanço do Banco Central quando se trata de compra temporária de títulos para conceder recursos aos bancos, e como “compromisso de recompra” no lado do passivo quando se tem venda temporária de títulos para tomar recursos dos bancos⁵.

Os compromissos de revenda e recompra são dois lados da operação de mercado aberto, porém eles também expressam duas formas de operações compromissadas. Se o Banco Central é a parte que compra os títulos e que assume a obrigação de revendê-los à contraparte em uma data futura, que concomitantemente se compromete a recomprar, a operação é chamada de compromisso de revenda. Seu objetivo é aumentar temporariamente as reservas bancárias. Nos acordos de revenda, o Banco Central age como se estivesse emprestando reservas aos bancos, por um curto prazo, recebendo juros por isso.

Agora, se o Banco Central é a parte que vende os títulos e que tem o dever de comprá-los da sua contraparte, que simultaneamente se compromete a revendê-los, a operação recebe o nome de compromisso de recompra. Busca-se, com isso, reduzir temporariamente as reservas. Nos acordos de recompra, o Banco Central atua como se estivesse captando reservas dos

⁵ No balanço patrimonial do *Federal Reserve*, as operações compromissadas aparecem como “títulos adquiridos sob acordos de revenda”, no lado do ativo, e como “títulos vendidos sob acordos de recompra”, no lado do passivo. Os termos *repo* e *reverse repo agreements*, ou *repurchase* e *reverse repurchase agreement operations*, se referem às operações compromissadas feitas na implementação da política monetária. Isto pode ser visto no link <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/temp>. No balanço patrimonial do Banco Central do Brasil, as operações compromissadas aparecem como “compromisso de revenda” no lado do ativo, e como “compromisso de recompra” no lado do passivo. É possível obter informações sobre operações compromissadas em “Nota à imprensa do mercado aberto”. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoabertoswaptitulos>.

bancos, pagando juros por isso. A Figura 1 demonstra como as operações compromissadas funcionam, supondo como contraparte os bancos. O compromisso de revenda aumenta temporariamente as reservas bancárias ao passo que o compromisso de recompra as reduzem, também de modo temporário.

Figura 1 – Mecanismo dos Compromissos de Revenda e Recompra

Compromisso de revenda	
	Banco Central compra títulos públicos com compromisso de revender.
	Bancos vendem títulos públicos com compromisso de recomprar.
	Banco Central entrega reservas e recebe a taxa de juros da operação.
	Bancos recebem reservas e pagam a taxa de juros da operação.
Compromisso de recompra	
	Banco Central vende títulos com compromisso de recomprar.
	Bancos compram títulos com compromisso de revender.
	Banco Central recebe reservas e paga a taxa de juros da operação.
	Bancos entregam reservas e recebem a taxa de juros da operação.

Fonte: Elaboração própria.

Tomando o compromisso de recompra para fins de aprofundamento da análise, os pontos abaixo esclarecem ainda mais seu modo operacional:

- (i) O Banco Central é a ponta vendedora das operações compromissadas e irá alienar títulos públicos e receber reservas por um período determinado. A autoridade monetária aparece demandando reservas e entregando títulos do Tesouro como garantia na data da negociação.

- (ii) Os bancos é a ponta compradora das operações compromissadas e irão alienar reservas e receber títulos no prazo acordado. Os bancos surgem ofertando reservas e recebendo títulos como garantia na data da operação.
- (iii) O Banco Central recompra os títulos dos bancos na data de recompra, devolvendo as reservas e pagando a taxa de juros da transação (e não a taxa de juros dos títulos). A taxa é pré-fixada e baseada na taxa de juros do *overnight*.
- (iv) Os bancos revendem os títulos ao Banco Central na data de vencimento da operação, recebendo as reservas de volta e os juros da transação.

A taxa de juros é definida no dia da negociação, sendo a taxa máxima aceita pelo Banco Central nas operações desta natureza, determinada pelo método de leilão e especificada para todas as contrapartes elegíveis. A taxa de juros é a diferença entre o preço de recompra e o preço de venda. A liquidação das operações compromissadas é realizada em valor bruto e em tempo real, de acordo com as normas e procedimentos do “sistema de registro”, o sistema de custódia e liquidação oficial (no Brasil, é o chamado Selic, Sistema Especial de Liquidação e Custódia, de onde surge a taxa de juros Selic). As operações compromissadas podem ser antecipadas e repactuadas, com celebração de nova operação compromissada entre as partes. Não obstante, essas operações precisam ser financiadas e isso é fator importante do crescimento do seu estoque. A Tabela 1 traz os elementos das operações compromissadas e suas respectivas descrições.

Tabela 1 – Elementos das Operações de Revenda e Recompra

Elementos	Descrição
Data de negociação	Data em que a operação de mercado foi conduzida e em que os detalhes da revenda ou recompra foram acordados.
Data de liquidação	Data em que a revenda ou recompra começou, quando as reservas e títulos foram inicialmente trocados.
Data de recompra	Data em que a revenda ou recompra terminou, quando as reservas e valores mobiliários foram trocados.
Valor da operação	Valor agregado da operação de mercado aberto em que a revenda ou recompra foi executada.
Tipo de transação	Indica se a transação foi uma revenda ou uma recompra.
Prazo	Número de dias corridos durante o qual a revenda ou recompra esteve pendente (da data de liquidação até a data de recompra).
Valor de negociação	Quantidade de reservas pagas ou recebidas pelo Banco Central para os títulos sujeitos à revenda ou recompra.
Taxa de recompra	Taxa para cada negociação, em porcentagem, implícita pela diferença entre o preço pelo qual os títulos foram comprados e vendidos.
Contraparte	Nome da entidade que celebrou a revenda ou recompra com o Banco Central.
Tipo de título	Tipos de títulos que foram entregues na revenda ou recompra: Tesouro.
Quantidade de títulos	Valor de mercado dos títulos sujeitos à revenda ou recompra, líquido de margem e juros acumulados na transação, comprados ou vendidos pelo Banco Central.

Fonte: Federal Reserve (2018). Adaptação própria.

A compreensão desses elementos esclarece bem a face de transação financeira das operações compromissadas. Além disso, a taxa de juros de curto prazo é o parâmetro de remuneração dessas operações. Blikstad (2020) argumenta que nos compromissos de recompra o Banco Central toma emprestado recursos líquidos do sistema bancário, transformando parte das reservas bancárias (ativo monetário dos bancos) em obrigações com o sistema bancário (passivo não monetário do Banco Central).

Quando o Banco Central faz acordo de recompra, esta transação não implica mudança no volume do seu ativo, apenas reduz os títulos livres em sua carteira e aumenta, correspondentemente, os títulos sob custódia do mercado. Isto significa que os títulos públicos vendidos pelo Banco Central permanecem em sua propriedade, tendo em vista que nas operações compromissadas eles apenas servem de garantia da operação, por isso passam a estar sob custódia do mercado, mas sem configurar troca efetiva de propriedade.

As compromissadas modificam igualmente a composição do passivo do Banco Central, pois há aumento do compromisso de recompra para reduzir os componentes da base monetária. Por outro lado, o banco que concede empréstimo ao Banco Central tem seu ativo aumentado no valor equivalente ao montante repassado ao Banco Central (PELLEGRINI, 2017c). A Figura 2 mostra os efeitos no ativo dos bancos e no passivo do Banco Central, da venda de títulos públicos pelo Banco Central concomitantemente à assunção do compromisso de recompra. Mais compromissos de recompra pelo Banco Central ($\Delta+$) são, em contrapartida, mais aplicações dos bancos em operações compromissadas, logo, em títulos vinculados a operações compromissadas ($\Delta+$).

Figura 2 – Compromisso de Recompra por Parte do Banco Central

Ativo dos Bancos - Compromisso de Revenda	Passivo do Banco Central - Compromisso de Recompra
TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS Vinculados a Operações Compromissadas ($\Delta+$) Títulos Vinculados a Recompras	PASSIVO EM MOEDA LOCAL Compromisso de Recompra ($\Delta+$) Títulos Vinculados em Garantia

Fonte: Elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2021a, 2021b, 2021c).

Nota₁: Observou-se o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF.

Nota₂: Observou-se as Demonstrações Financeiras – Contábeis do Banco Central do Brasil.

As aplicações em operações compromissadas do Banco Central figuram como financiamento dos bancos a ele, em que se recebem títulos públicos federais como garantia. Para os bancos, essas aplicações permitem conciliar alguma rentabilidade com liquidez plena e risco zero. São transações livres de risco de inadimplência, pois o Banco Central é o emissor da moeda fiduciária. Em uma data futura os bancos resgatam seus fundos, com rendimento médio baseado na taxa do *overnight*, devolvendo os títulos objeto da operação.

Terra (2020) diz que os bancos demandam compromissadas do Banco Central por duas razões: i) quando eles ficam com sobras de dinheiro em caixa e, ii) quando eles querem diluir riscos. Com relação à primeira razão, as compromissadas são a última opção que os bancos têm para emprestar seus recursos livres. Com relação à segunda, as compromissadas são a primeira opção por representarem segurança.

As operações compromissadas só ocorrem porque o mercado financeiro, principalmente bancos e fundos, têm interesse nessas operações, de prazo curto, de risco praticamente nulo e

remuneradas pela taxa do *overnight*. Para os bancos, essas operações integram as chamadas “operações interfinanceiras de liquidez”, no lado do ativo. Além disso, os bancos podem repassar parte das operações compromissadas com o Banco Central para os fundos de investimento, muitos dos quais eles administram, e outras instituições financeiras que também desejam ativos líquidos e seguros.

Nos Estados Unidos, as operações compromissadas do Banco Central ocupam um papel de apoio na implementação da política monetária. O *Federal Reserve* (FED) executa a política monetária segundo seu duplo mandato: volume de emprego e estabilidade de preços. O FED busca atingir esses objetivos definindo uma faixa-meta para a taxa de fundos federais, taxa dos empréstimos interbancários no *overnight*, sem garantia. Para o controle do nível da taxa de juros de curto prazo, o FED utiliza várias ferramentas, incluindo as tradicionais (mercado aberto, taxa de desconto e exigência de reserva), no gerenciamento do saldo de reservas do sistema bancário. O *Federal Open Market Committee* (FOMC) é responsável pelas operações de mercado aberto realizadas na *Conta de Mercado Aberto do Sistema* (SOMA), maior ativo no balanço do FED, pela Mesa de Negociação do Mercado Aberto do *Federal Reserve of New York* (DESK) (FEDERAL RESERVE, 2021a, 2021c).

Antes da crise financeira de 2007-2008, as operações compromissadas eram usadas de maneira bastante acessória, especialmente para injetar liquidez (acordos de revenda). Na esteira da crise, houve mudanças importantes na implementação da política monetária com intuito de baixar agressivamente as taxas de juros de curto e de longo prazo. Realizou-se “flexibilização” inédita da política monetária, principalmente por meio da compra de ativos (públicos e privados) em larga escala, para manter as taxas de juros no limite inferior zero. Com esta política “não convencional”, houve mudanças no tamanho e na composição da carteira de títulos do FED e aumento substancial das reservas bancárias, que marcaram a enorme expansão do balanço do FED⁶.

⁶ As medidas não convencionais visaram fornecer financiamento de curto prazo às instituições financeiras e reduzir o risco sistêmico, incluindo a Linha de Crédito de Revendedor Primário, a Linha de Leilão a Prazo, os swaps cambiais com outros Bancos Centrais, a Linha de Financiamento de Papel Comercial e as várias linhas de suporte do mercado monetário. Os cortes agressivos na taxa de juros, tanto de curto quanto de longo prazo, foram implementados pelas compras amplas no mercado aberto, principalmente de títulos de longo prazo do Tesouro e títulos emitidos e garantidos por agências elegíveis. As compras do Banco Central reduziram a oferta de títulos no mercado, elevando seus preços e rebaixando seus rendimentos. O empreendimento de uma política monetária altamente acomodatória se mostrou eficiente para desalavancar, sanear e sustentar os lucros das grandes instituições financeiras, principalmente ao viabilizar a substituição de ativos privados de alto risco por títulos do

A política de afrouxamento monetário foi implementada do final de 2008 até o final de 2014. No primeiro ano da sua implementação, o FED passou a usar uma nova ferramenta de política monetária: o pagamento de juros sobre as reservas excedentes. A taxa de juros sobre as reservas em excesso (taxa IOER) passou a ser suporte importante para o ajuste da taxa de curto prazo⁷. Adicionalmente, fez-se maior uso das operações de recompra, predominantemente noturnas.

Em 2014, o FED decidiu fazer a “normalização” da política monetária e, em 2017, a “normalização” do seu balanço patrimonial. Os planos de normalização centraram-se nos seguintes objetivos: (i) aumentar gradualmente o intervalo da meta para a taxa de juros de curto prazo para níveis considerados normais e, (ii) reduzir gradualmente os títulos detidos em sua carteira. No final de 2015, o FED elevou o intervalo da meta de juros e indicou que os ajustes na taxa de juros de curto prazo ocorreriam principalmente com acordos de recompra noturnos. No final de 2017, o FED começou a vender gradualmente e previsivelmente títulos da sua carteira⁸.

Em um ambiente reservas bancárias abundantes e de aumento do tamanho da carteira de títulos do FED, a política monetária foi operacionalizada de uma nova maneira: aumentou-se o tamanho e a frequência das operações de recompra *overnight*. Porém, mesmo com a utilização mais intensiva desse tipo de operação, que atingiu o saldo de US\$ 475 bilhões em 31 de dezembro de 2015, máximo histórico, seu valor em relação ao PIB continuou pequeno, representando apenas 3%. Feita a normalização da política monetária, as operações de recompra

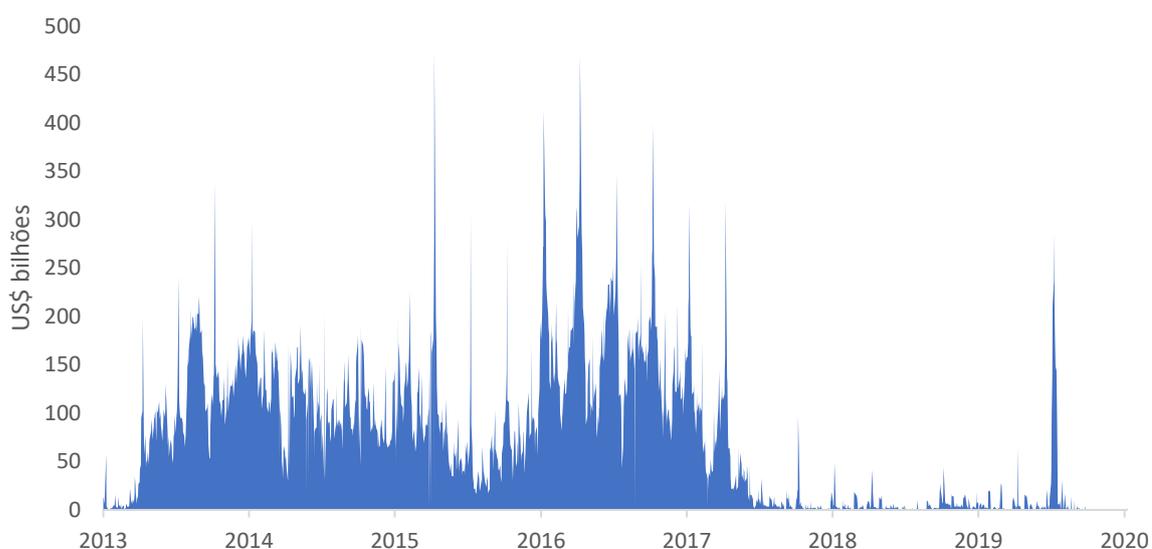
Tesouro. No entanto, isso não foi suficiente para promover uma recuperação econômica sustentada. Como resultado das medidas urgentes para lidar com a crise, houve enorme expansão do balanço do FED e isso se tornou tendência mundial. Vários Bancos Centrais importantes expandiram seus balanços como instrumento adicional de acomodação da política monetária. Informações sobre o balanço expandido do FED estão disponíveis em <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2009/sac091202>.

⁷ As reservas obrigatórias e as reservas excedentes passaram a ser remuneradas pela *Lei de Estabilização Econômica de Emergência de 2008*. A taxa de juros sobre as reservas obrigatórias (taxa IORR) e a taxa de juros sobre as reservas excedentes (taxa IOER) são praticamente idênticas. Bassetto e Messer (2013) avaliaram a remuneração das reservas e concluíram que quando o Banco Central tem autorização para pagar juros sobre as reservas, ele assume o risco da taxa de juros e pode enfrentar perdas. Em caso de perdas há duas saídas: (i) o Banco Central ser recapitalizado pelo Tesouro; (ii) O Banco Central aumentar seus lucros com o imposto inflacionário. A melhor alternativa é o Tesouro cobrir as perdas.

⁸ Houve implicações fiscais da normalização do balanço do FED, relacionadas principalmente ao lucro líquido do Banco Central que é transferido ao Tesouro dos Estados Unidos, redução no tamanho e na volatilidade das remessas, e na probabilidade de perdas líquidas do FED.

recuaram a partir de 2018, embora se perceba aumento em março e abril de 2020 com as ações de supervisão e regulamentação do FED em resposta aos eventos relacionados à pandemia do COVID-19 - medidas destinadas a aumentar a provisão de liquidez para apoiar instituições financeiras e a economia. O Gráfico 1 a seguir mostra o comportamento dos acordos de recompra nos Estados Unidos no período de 2013 a 2020.

Gráfico 1 – FED – Acordos de Recompra (2013-2020), US\$ bilhões



Fonte: Elaboração própria. Federal Reserve (2021b).

Nota: *Reverse Repo Data by Counterparty Type* (09/23/2013 to 09/30/2020). Os números são diários e incluem operações noturnas e a prazo.

Na maior economia do mundo, as operações compromissadas continuam sendo instrumento auxiliar da política monetária. Atualmente, os acordos de recompra noturnos são mais utilizados. Contudo, nas últimas décadas, as compromissadas se transformaram no principal instrumento de política monetária em diversos países. O caso do Brasil é emblemático, em que as operações compromissadas, especialmente os compromissos de recompra, representam a quase totalidade das operações de mercado aberto e percentual alto em relação ao PIB. O aumento extraordinário do saldo das operações compromissadas no Brasil será objeto do próximo capítulo.

Lavoie (2013) observa que uma parte importante das operações de mercado aberto é conduzida na forma de acordos de revenda ou recompra, como empréstimos lastreados por títulos do Tesouro. Com as operações de revenda, o Banco Central acrescenta reservas no

sistema bancário, que deixam os bancos no fim dos contratos, recebendo juros em razão disso. Com os acordos de recompra ocorrem o oposto: o Banco Central retira reservas, que voltam aos bancos no fim dos contratos, pagando juros por isso. O objetivo dessas operações é o mesmo: manter a taxa do *overnight* na meta. Em nenhum momento ocorre transferência de propriedade dos títulos que servem de garantia.

Para Lavoie (2013) a capacidade das operações compromissadas de proporcionar flexibilidade à condução da política monetária motivou a substituição das operações de mercado aberto definitivas por elas. O mercado de compromissadas assumiu grande importância em muitos países a partir da década de 1990, apresentando crescimento expressivo nos Estados Unidos e no Canadá, dentre outros.

Sobre o crescimento das operações compromissadas, Lavoie (2013) argumenta ainda que as mudanças no sistema de pagamentos, com o avanço da tecnologia e aperfeiçoamentos institucionais, possibilitaram a liquidação em tempo real e induziram os bancos com falta ou excesso de liquidez temporária a se engajarem em operações compromissadas. O fato de não haver transferência de propriedade dos títulos também facilitou o avanço dessas operações. Outro impulsionador foi o fato dessas operações aparecerem no balanço dos bancos como títulos e não como empréstimos, o que ajuda a contornar os requerimentos mínimos de capital, segundo a relação capital próprio e ativos, considerando o risco de crédito dos ativos.

As operações compromissadas também possuem relação estreita com a dívida pública, afinal, constituem passivo do Banco Central e são operacionalizadas por títulos públicos. Nesse sentido, elas podem integrar o cálculo da dívida pública, representando uma parte da dívida relacionada à implementação da política monetária⁹. Observando a realidade brasileira, Pellegrini (2017c) constata que as compromissadas são dívida de curto e curtíssimo prazo, que não são geridas enquanto dívida, por estarem na alçada do Banco Central. Além disso, os juros

⁹ As operações compromissadas podem ser incluídas no cômputo da dívida pública, tanto no conceito de dívida bruta como no de dívida líquida. Esses conceitos, segundo o Manual de Estatísticas de Finanças Governamentais 2014 do Fundo Monetário Internacional (FMI), incluem os títulos da dívida (dívida mobiliária). A dívida bruta consiste em todos os passivos do governo, na forma de instrumentos de dívida, ou seja, posição de estoques em ativos financeiros que exigem pagamentos de juros e/ou principal do devedor ao credor em datas futuras. A dívida líquida refere-se à dívida bruta menos os ativos financeiros detidos pelo setor público (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2014).

pagos por elas, bem como sua rolagem, levam ao aumento do seu estoque e fazem com que o estoque e a conta de juros da dívida pública aumentem.

Desta maneira, um aumento das operações compromissadas do Banco Central pode impactar a dívida bruta. Porém, o aumento da dívida devido à utilização delas pode não ser simplesmente resultado das ações do Banco Central para gerir a liquidez da economia, mas pode ser uma escolha da política monetária de sanear balanços de instituições financeiras, como foi o *quantitative easing* nos Estados Unidos (TERRA, 2020). Além disso, o uso de compromissadas para absorver o excesso de liquidez duradouro acaba encurtando o prazo médio da dívida, ocasionando uma piora da sua composição (PELLEGRINI, 2017c).

Em face disso, a redução do uso das operações compromissadas pode favorecer a redução da dívida bruta, se a regulação da liquidez da economia passar a ser feita com instrumentos que produzam passivo ao Banco Central que não use para tal dívida do Tesouro Nacional. Por esse ângulo, a remuneração das reservas bancárias excedentes, por meio de depósitos voluntários das instituições financeiras no Banco Central, é posta como alternativa às operações compromissadas, uma vez que o enxugamento do excesso de liquidez ocorre sem necessidade de colateral em títulos públicos do Tesouro. O pagamento de juros sobre os depósitos voluntários dos bancos no Banco Central constitui passivo para este, mas somente implicará aumento do passivo do Tesouro se o resultado do Banco Central for deficitário, por exigir emissão de títulos do Tesouro para cobrir as perdas (BASSETTO; MESSER, 2013; FERREIRA, 2016b; PAULA; SANGOI, 2016a; PELLEGRINI, 2017c, 2020).

1.2 Operações Compromissadas e a Relação Tesouro - Banco Central

Como visto, as operações compromissadas se destinam à gestão da liquidez e ocorrem no volume necessário para ajustar a taxa de juros à meta instituída pela autoridade monetária. Vários fatores afetam a liquidez da economia, sendo chamados de fatores condicionantes da base monetária. Esses fatores, por sua vez, condicionam a evolução das operações compromissadas. Entre eles estão ações do Tesouro Nacional, como operações com títulos públicos no mercado primário e operações na conta única do Tesouro no Banco Central, e ações do Banco Central, como operações com o setor externo e saldos de recolhimentos compulsórios

(BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d; FEDERAL RESERVE, 2021d; PELLEGRINI, 2017c; TERRA, 2020).

As ações do Tesouro podem impactar a base monetária e a taxa de juros, exigindo resposta do Banco Central para sua normalização. Os resgates líquidos de títulos por parte do Tesouro, por exemplo, injetam liquidez na economia, fazendo com que as reservas bancárias aumentem e a taxa de juros de juros, *ceteris paribus*, caia em decorrência disso. Para evitar a queda da taxa de juros, o Banco Central precisa enxugar a liquidez excedente através de venda de títulos no mercado aberto, inclusive na forma de operações compromissadas. Assim, quando o Tesouro realiza o resgate de dívida vincenda em mercado acaba ampliando as compromissadas, um passivo do Banco Central (GARCIA, 2020; PELLEGRINI, 2020).

Os movimentos na conta única do Tesouro no Banco Central também causam impacto monetário. A redução nesta conta, como exemplo, motivada por déficit primário do governo ou por resgate líquido de títulos em mercado pelo Tesouro, expande a base monetária e provoca aumento das compromissadas para reduzi-la, caso nenhum outro fator condicionante autônomo da base monetária o fizer, no objetivo de estabilizar a taxa de juros. Para isso, claro, é necessário que a carteira de títulos públicos do Banco Central tenha espaço para fornecer garantia às operações compromissadas.

A Figura 3 mostra os efeitos no balanço do Banco Central vindos da diminuição da conta única do Tesouro. Tudo o mais constante, a conta do Tesouro reduz-se ($\Delta-$) expandindo a base monetária ($\Delta+$), o que tende a ampliar as reservas bancárias e pressionar para baixo a taxa de juros. Com isso, a base será reduzida ($\Delta-$) pelo aumento das operações com compromisso de recompra ($\Delta+$). No decurso, há mudança de títulos livres para títulos vinculados a operações compromissadas, e a carteira de títulos do Banco Central aumenta se houver emissão por parte do Tesouro para execução da política monetária.

Figura 3 – Balancete Sintético do Banco Central – Compromisso de Recompra pela Redução da Conta do Tesouro Nacional

Ativo	Passivo
Carteira de títulos públicos	Base monetária $\Delta+$ $\Delta-$ Conta do Tesouro Nacional $\Delta-$ Compromisso de recompra $\Delta+$

Fonte: Elaboração própria.

Segue-se que o relacionamento entre o Tesouro e o Banco Central pode afetar a base monetária e a taxa de juros. Nesse sentido, dois pontos precisam ser considerados: (i) como as operações do Tesouro impactam as reservas bancárias e a taxa de juros, e (ii) as operações do Banco Central para gerir as reservas bancárias e a taxa de juros.

Com relação ao primeiro ponto, as operações financeiras do Tesouro afetam a oferta monetária e, logo, as reservas bancárias e a taxa de juros de curto prazo. Sempre que o governo incorre em déficit, financiado por suas disponibilidades financeiras no Banco Central, há aumento da quantidade de moeda em circulação e, por conseguinte, aumento nas reservas do sistema bancário. Em caso de excesso de reservas livres ao final do dia, segue-se pressão de baixa da taxa de juros. Por outro lado, superávits reduzem a quantidade de moeda ocasionando redução nas reservas, o que gera pressão de alta da taxa de juros (LAVOIE, 2013; WRAY, 1998, 2000, 2002).

É preciso recordar que o governo costuma financiar déficits orçamentários, inclusive os juros da dívida, através da emissão de títulos. Déficits públicos continuamente financiados por aumento da dívida pública podem pressionar a maior a taxa de juros do mercado interbancário, desde que o volume de captação de recursos seja maior do que o déficit, o que usualmente acontece, pois o governo sempre se antecipa na captação de recursos em relação aos déficits mensais programados para acontecer ao longo do ano. Isso, então, pode implicar redução de reservas livres no sistema financeiro ao final do dia, sobretudo quando há leilões do Tesouro. Daí haverá necessidade de ações compensatórias por parte do Banco Central, pelo fato de ele perseguir a meta da taxa de juros.

Lavoie (2013) esclarece que se os títulos do Tesouro usados para financiar as despesas do governo são inicialmente vendidos ao Banco Central ou a bancos privados não importa do ponto de vista dos efeitos sobre as reservas bancárias. No entanto, ele adverte que o aumento nas reservas de forma direta somente ocorre no caso da venda de títulos aos bancos privados. Se a venda é feita ao Banco Central, a expansão das reservas só acontece após a efetivação dos gastos do governo. Antes disso, há apenas mudanças no balanço do Banco Central, com redução da base monetária e aumento da carteira de títulos. Para Lavoie (2013) o resultado dos gastos deficitários do governo é a redução da taxa de juros do *overnight*, a não ser que o Banco Central faça intervenção defensiva, vendendo títulos para retirar o excesso de reservas.

Assim, é preciso especificar se os títulos do Tesouro são vendidos aos bancos ou ao Banco Central no mercado primário, o que depende do arranjo institucional existente em cada país

entre o Tesouro e o sistema bancário e, ainda, reputar que as emissões de títulos para fins fiscais fornecem títulos públicos que serão posteriormente usados pela política monetária na definição da taxa de juros de curto prazo. Para fins monetários, o Banco Central opera com títulos do Tesouro no mercado primário e secundário, de forma definitiva ou compromissada. Ademais, em países onde o Tesouro encontra-se proibido de vender seus títulos diretamente ao Banco Central, como nos Estados Unidos, na Área do Euro, e no Brasil, o Tesouro faz aporte de títulos no Banco Central, quando necessário e no montante adequado, para que ele possa realizar a política monetária.

Quanto ao segundo ponto, o Banco Central realiza operações no mercado aberto para remover ou prover reservas de modo a compensar as operações fiscais do Tesouro. Os títulos do Tesouro são usados para manter as reservas bancárias no nível apropriado e permitir que o Banco Central atinja sua meta de juros. O Banco Central venderá títulos se as reservas são excessivas em razão do déficit e, comprará títulos se as reservas são insuficientes em razão do superávit, no volume adequado para estabilizar a taxa de juros. Se o Banco Central não acomodar as demandas bancárias por reservas, a taxa de juros pode cair ou subir como resultado das ações do Tesouro (LAVOIE, 2013; TYMOIGNE; WRAY, 2013; WRAY, 1998, 2000).

Ou seja, a coordenação entre Tesouro e Banco Central influencia se a taxa de juros vai se manter, cair ou subir por efeito das ações da autoridade fiscal. A autoridade monetária pode decidir acomodar totalmente as ações da autoridade fiscal, de modo a neutralizar seu efeito sobre as reservas e a taxa de juros. Se não acomodar, a taxa de juros é afetada, reduzindo quando há déficits e subindo como resultado de superávits. Mas, normalmente, o Banco Central realiza as medidas compensatórias para estabilizar a taxa de juros, vendendo e comprando títulos no mercado secundário para sanar excessos e deficiências de reservas.

1.3 Operações Compromissadas e as Operações do Setor Externo

Ao considerar as interações com o resto do mundo, o setor externo refere-se às transações comerciais e financeiras internacionais do país que são registradas no balanço de pagamentos. As exportações e importações de bens e serviços e a entrada e saída de capital geram, como

contrapartida, entrada e saída de moeda estrangeira¹⁰. Assim sendo, as operações do setor externo sintetizam-se, basicamente, nas compras e vendas de moeda estrangeira pelo Banco Central que resultam da abertura comercial e financeira. A taxa de câmbio, preço de uma moeda em termos de outra, é determinada no mercado de câmbio e formada pelos fluxos internacionais de bens e capitais e pelas operações de instituições financeiras neste mercado, inclusive as realizadas pelo Banco Central (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j; KRUGMAN; OBSTFELD, 2001).

O Banco Central realiza operações de câmbio no mercado à vista (compra e venda de moeda estrangeira) e no mercado futuro (derivativos cambiais, por exemplo, *swap* cambial)¹¹. As atuações no mercado de câmbio ocorrem basicamente para evitar o excesso de volatilidade da taxa de câmbio e para administrar o saldo das reservas internacionais. O objetivo é manter o funcionamento regular do mercado de câmbio e ter liquidez e segurança nos pagamentos internacionais.

A intervenção do Banco Central no mercado de câmbio à vista impacta diretamente as reservas internacionais, ao passo que a intervenção no mercado futuro não. O *swap* cambial é um instrumento temporário que o Banco Central utiliza para oferecer proteção (*hedge*) cambial e gerenciar a liquidez no mercado de câmbio. Os *swaps* de moeda permitem trocar, por exemplo, uma taxa de juros especificada em uma moeda por outra, ou a variação da taxa de juros pela variação da taxa de câmbio.

Assumindo que a troca de rendimentos acontece entre a variação das taxas de juros e câmbio, quando o Banco Central oferta *swap* de compra (*swap* tradicional), que equivale à venda de moeda estrangeira no mercado futuro (posição vendida em Dólar), o objetivo é conter a valorização da moeda estrangeira no mercado à vista. O Banco Central assume o compromisso de pagar a variação cambial mais o cupom cambial, recebendo em troca a variação da taxa de juros doméstica acumulada no período do contrato. Por outro lado, quando o Banco Central oferta *swap* de venda (*swap* reverso), isso funciona como compra futura de moeda estrangeira (posição comprada em Dólar), cujo objetivo é segurar a desvalorização da moeda estrangeira.

¹⁰ O Dólar americano é a moeda de referência no mundo, o padrão monetário internacional, de modo que os registrados das transações no balanço de pagamentos são em Dólar.

¹¹ Mercado de câmbio à vista denota as operações realizadas no mercado primário (transações do balanço de pagamentos) e secundário (transações no interbancário). Mercado futuro diz respeito às operações com derivativos cambiais em bolsa ou em mercado de balcão.

O Banco Central pagará a variação da taxa de juros e receberá a variação cambial mais o cupom cambial. O cupom cambial é uma taxa representativa de juros em moeda estrangeira (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j; BASTOS; FONTES, 2014).

Além de atento ao comportamento da taxa de câmbio, o Banco Central busca gerir as reservas internacionais. Estas reservas são compostas principalmente por depósitos em moedas estrangeiras (Dólar, Euro, Iene e outras moedas líquidas e seguras); títulos de governos estrangeiros; posição de reserva no Fundo Monetário Internacional, depósitos no Banco de Compensações Internacionais (BIS), ouro e outros títulos estrangeiros (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021p).

A dinâmica externa das economias impacta a liquidez, a taxa de câmbio e a taxa de juros doméstica, pois entradas e saídas de recursos externos alteram o volume de moeda nacional em circulação. Quando há grande ingresso de recursos e acúmulo de reservas internacionais, a tendência é a taxa de câmbio se apreciar. Por outro lado, há aumento das reservas bancárias e isto força, *ceteris paribus*, a queda da taxa de juros. Para evitar que isso aconteça, o Banco Central precisa regular a liquidez.

É importante frisar que a entrada e a saída de moeda estrangeira, refletindo especialmente as decisões de portfólio dos agentes externos, obriga o Banco Central a agir: comprando e vendendo moeda estrangeira e, de forma compensatória, vendendo e comprando títulos públicos. Em caso de superávit do balanço de pagamentos, que pode resultar de um forte ingresso de capital estrangeiro, suficiente para cobrir o déficit da conta corrente, o Banco Central compra moeda estrangeira no mercado de câmbio à vista e acumula reservas internacionais. No entanto, se o Banco Central quiser deixar a base monetária e a taxa de juros inalteradas, a venda de títulos públicos no mercado aberto se faz necessária para reduzir as reservas bancárias (BRUNHOFF, 1998).

Este processo é conhecido como esterilização monetária e pode ocorrer através do uso de operações compromissadas. O processo de esterilização consiste em o Banco Central vender títulos públicos imediatamente após a compra de moeda estrangeira para enxugar a liquidez resultante. Isto é feito para cancelar o efeito da política cambial no mercado monetário, impedindo a mudança da taxa de juros. No fim do processo tem-se mais reservas internacionais no ativo do Banco Central e os bancos têm mais títulos públicos ou títulos vinculados a operações compromissadas. A base monetária e a taxa de juros permanecem estáveis (BASTOS; FONTES, 2014a; BLIKSTAD, 2020a; BRUNHOFF, 1998; COSTA, 2020).

Essa ligação entre intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio e oferta de moeda doméstica precisa ficar suficientemente clara. Quando o Banco Central adquire reservas internacionais, a oferta de moeda interna aumenta. Igualmente, a venda de reservas implica diminuição da oferta de moeda. Em termos de balanço, a intervenção cambial modifica o ativo reservas internacionais do Banco Central, fazendo com que o passivo base monetária se altere na mesma magnitude. Entretanto, o Banco Central pode anular o efeito monetário expansionista da intervenção cambial. Isso significa que o Banco Central fará transações de ativos estrangeiros e internos iguais em direções opostas para neutralizar o impacto de suas operações de câmbio no mercado monetário. Neste caso, o Banco Central está agindo contra os efeitos monetários das alterações das reservas. Assim, a venda de reserva esterilizada não tem efeito sobre a oferta de moeda e, portanto, nem o passivo do Banco Central, nem a taxa de juros básica da economia mudam (KRUGMAN; OBSTFELD, 2001).

Diga-se de passagem, que sob a égide do câmbio flutuante e das políticas de liberalização e desregulamentação financeira que possibilitaram, inclusive, aumento da especulação no mercado de câmbio, tem-se maior instabilidade da taxa de câmbio e, como consequência, da taxa de juros. Todavia, as políticas voltadas à estabilização do câmbio e dos juros, que envolvem a compra e a venda de títulos públicos no mercado aberto, implicam mudanças nas carteiras dos bancos. A política cambial, seguida de esterilização monetária, afeta a composição das carteiras financeiras, como observou Brunhoff (1998).

A Figura 4 mostra a relação positiva entre as reservas internacionais, ativo do Banco Central, e os compromissos de recompra, passivo do Banco Central. Tudo o mais constante, o aumento das reservas internacionais ($\Delta+$) aumenta a base monetária ($\Delta+$), e para que isto não implique em redução da taxa de juros, compromissos de recompra ($\Delta+$) são feitos para diminuir a base monetária ($\Delta-$). Para tanto, o Banco Central utiliza títulos públicos do seu ativo. Em caso de insuficiência, o Tesouro colocará títulos na carteira do Banco Central para lastrear operações compromissadas. No processo, títulos livres em carteira se tornam operações compromissadas. A carteira de títulos do Banco Central aumenta se o Tesouro colocar títulos nela para lastrear as operações.

Figura 4 – Balancete Sintético do Banco Central – Compromisso de Recompra pelo Aumento das Reservas Internacionais

Ativo	Passivo
Reservas internacionais $\Delta+$ Carteira de títulos públicos	Base monetária $\Delta+$ $\Delta-$ Compromisso de recompra $\Delta+$

Fonte: Elaboração própria.

As reservas internacionais são necessárias para o bom funcionamento do mercado de câmbio, contribuindo para a estabilidade monetária e financeira da economia. Elas permitem a intervenção no mercado para prover liquidez e o financiamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos. Assim, possibilitam cumprir as obrigações de pagamentos externos e ampliam a capacidade de resistência a choques ataques externos, inclusive, ataques especulativos (BASTOS; FONTES, 2014; DAVIDSON, 2002; WRAY, 2002).

Contudo, a acumulação de reservas externas pode influenciar a taxa de câmbio, seu nível e sua volatilidade. Também tem custos fiscais, representado pela diferença entre o rendimento das reservas e o custo dos títulos públicos usados para esterilizar as intervenções. Trata-se do custo da esterilização, haja vista a necessidade de vender títulos públicos de curto prazo para neutralizar o impacto das reservas em moeda estrangeira sobre a taxa de juros. Se existir diferencial entre a taxa de juros externa e interna, com esta maior do que aquela, o custo de esterilização existe. Perdas também podem ser decorrentes da apreciação da moeda nacional em relação à moeda estrangeira (BASTOS; FONTES, 2014; PRATES; CINTRA, 2007).

Em conclusão, as operações no setor externo podem ser fator importante de aumento das operações compromissadas, especialmente nas economias menos desenvolvidas, onde há maior volatilidade dos fluxos de capital, da taxa de câmbio e, da taxa de juros, consecutivamente. Essas economias também apresentam taxa de juros mais alta para atrair capitais internacionais ou evitar que eles saíam. Precisam dispor, ainda, de maior volume de reservas internacionais em razão das maiores vulnerabilidade externa e instabilidade do câmbio. Estes elementos favorecerem maior sensibilidade das operações compromissadas nestas economias.

Além disso, a política monetária afeta a taxa de câmbio - um canal de transmissão da política monetária. A modificação da taxa de juros doméstica, que pode ser resultado de eventos externos, como alteração nos fluxos internacionais de capital, acarreta mudanças nesses fluxos por conta da mudança do diferencial de juros interno-externo, fazendo com que a liquidez

doméstica e a taxa de câmbio sofram variação. É importante notar que as operações de mercado aberto buscam reduzir a volatilidade da taxa de juros, portanto, contribuem para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio (ARESTIS; FERRARI FILHO; TERRA, 2018; BRUNHOFF, 1998; CHICK, 2010; DAVIDSON, 1996; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, 2014).

1.4 Considerações finais

Este capítulo ofereceu explicação sobre as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Estas operações consistem numa transação financeira entre o Banco Central e os bancos, na forma de compra de títulos com compromisso de revenda ou venda de títulos com compromisso de recompra, para emprestar ou tomar recursos por prazo curto, com garantia de títulos públicos e pagamento dos juros da transação.

As compromissadas são importante instrumento de política monetária. Elas são operações de mercado aberto temporárias para ajustar a liquidez da economia e, assim, controlar a taxa de juros de curto prazo. São utilizadas para sanar insuficiências ou excessos temporários de reservas no sistema bancário, oferecendo flexibilidade à política monetária e mantendo estável a taxa de juros. Por fim, as compromissadas configuram dívida pública, de curto prazo e com remuneração baseada na taxa de juros do *overnight*.

Algumas relações fazem parte da dinâmica das operações compromissadas. A primeira se estabelece entre o Banco Central e os bancos, constituindo a base da política monetária, na qual trocas de títulos públicos por reservas bancárias, e vice-versa, ocorrem no interesse dos bancos, diante das suas posições de reservas e dos seus desejos de liquidez e segurança, e segundo o interesse do Banco Central, que procura zerar essas posições para manter a taxa de juros alinhada à meta.

A segunda relação é entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, indicando que as ações do Tesouro afetam a liquidez da economia e a taxa de juros se não forem contrabalanceadas pelo Banco Central, para gerir tanto a liquidez quanto a taxa de juros. As operações do Tesouro com títulos públicos no mercado de dívida pública e na sua conta no Banco Central fazem parte dos fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas pelo fato de alterarem a base monetária e colocar a necessidade de operações compensatórias com títulos públicos no mercado secundário.

A última relação se circunscribe ao Banco Central e o setor externo. As operações do Banco Central com o setor externo incluem-se, também, nos fatores condicionantes da evolução das compromissadas, tendo em vista que sua atuação no mercado de câmbio pode impactar o mercado monetário, levando-o a vender títulos públicos para assegurar a taxa de juros anunciada.

A partir desse entendimento, o próximo capítulo elucidará o aumento acentuado das operações compromissadas no Brasil ao longo dos anos 2000. Logo, investigar-se-á a condução da política monetária na qual as operações compromissadas são o principal instrumento, o relacionamento existente entre Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, e as operações do Banco Central do Brasil com o setor externo, na busca da compreensão dos principais fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas no país, do seu alto patamar em relação ao PIB e enquanto componente da dívida pública.

2. A INSTITUCIONALIDADE E PARTICULARIDADES DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO BRASIL

As operações compromissadas que o Banco Central do Brasil realiza para a gestão da liquidez apresentaram notável comportamento ascendente nas últimas duas décadas no Brasil. Ademais, elas passaram a compor o cálculo da dívida bruta oficial. Por um lado, elas são um passivo do Banco Central e o meio por qual se efetiva e se ajusta a taxa básica de juros. Por outro, elas aumentam a dívida bruta por envolver a venda temporária de títulos públicos federais ao mercado. Decorre daí o volume expressivo de compromissadas no ativo dos bancos e fundos de investimento no país, de forma que elas se consolidaram como ativo capaz de proporcionar diversos tipos de benefícios aos aplicadores, não sem implicar efeitos deletérios.

Investiga-se no presente capítulo as particularidades das operações compromissadas no Brasil no período recente, ou seja, seu uso atípico, que se expressa na altíssima participação nas operações de mercado, na contabilização e avanço na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e na composição que têm no ativo das instituições financeiras. Para tanto, faz-se uma abordagem técnico-operacional e consideram-se as compromissadas como instrumento monetário, financeiro e de dívida.

A seção 2.1 do capítulo apresenta aspectos institucionais e operacionais da política macroeconômica brasileira a fim de esclarecer o contexto em que se processam as operações compromissadas. A seção 2.2 discute as compromissadas como principal instrumento da política monetária. Ressalta-se o montante delas nas operações de mercado aberto e discute-se seu lastro. A seção seguinte avalia as compromissadas como componente relevante da dívida bruta interna. Sua contabilização na DBGG é feita por serem colateralizadas em títulos do Tesouro Nacional e por sua capacidade de afetar as condições do mercado da dívida pública. O prazo das compromissadas também recebe atenção. Na seção 2.4 examina-se a alocação de recursos dos bancos e fundos de investimento em compromissadas destacando os principais motivos que os levam a tanto. Seguem-se, então, algumas considerações finais.

2.1 Institucionalidade e Operacionalidade da Política Macroeconômica

Esta seção expõe os regimes que guiam a política macroeconômica brasileira, a saber, os regimes de câmbio flutuante, meta de inflação e meta de resultado primário. O intuito é

fornecer o arcabouço institucional concreto a partir do qual ocorrem, na prática, as operações compromissadas no Brasil. Objetivam-se (i) mostrar a institucionalidade e os aspectos técnico-operacionais próprios da gestão da política macroeconômica no Brasil e (ii) viabilizar a compreensão de como o objetivo (i) se relaciona com o uso das operações compromissadas no Brasil.

2.1.1 Regime de câmbio flutuante e seus impactos monetários

A adoção do regime câmbio flutuante, em meados de janeiro de 1999, ensejou uma série de mudanças no funcionamento do mercado cambial brasileiro. A passagem a esse regime ocorreu com a crise cambial brasileira de 1999, na esteira da crise da Ásia em 1997, da crise da Rússia em 1998, da elevação da taxa de juros nos Estados Unidos a partir de 1998, e de problemas particulares do Brasil, como o persistente déficit em conta corrente e a crescente dívida pública, que criavam desconfiança dos investidores com relação ao país e sua capacidade de continuar administrando o câmbio, como fizera entre julho de 1994 e janeiro de 1999 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, 2019a; BARBOSA-FILHO, 2008; LOYOLA, 1999).

Por vir como resultado de uma crise cambial, o novo regime partiu de um cenário com acentuada desvalorização do Real e intensa volatilidade da taxa de câmbio. Desde então, a taxa de câmbio no Brasil é livremente pactuada entre as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio. O Banco Central atua, geralmente, para conter movimentos desordenados na cotação Real/Dólar. As ações do Banco no mercado de câmbio podem ocorrer no mercado futuro (*swaps* cambiais) e no mercado à vista (*spot*), a depender da conjuntura econômica. Em momentos de maior estresse, o Banco Central entra em ambos os mercados, buscando reduzir a volatilidade cambial e desvalorizações que alterem o nível do câmbio bruscamente (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, 2019a, 2021i; BARBOSA-FILHO, 2008; BASTOS; FONTES, 2014).

Em cenários de maior volatilidade, porém sem fatores exógenos possivelmente causadores de *overshooting*, o Banco atua via *swaps* cambiais mais frequentemente. Dessa forma, não se vulnerabilizam as reversas, pois os contratos são rolados em reais. Outro motivo para maior atuação no mercado futuro de câmbio é o grande volume de recursos transacionados nele imprimir considerável efeito sobre o preço *spot* do Dólar. O preço futuro se move antes, sendo transmitido, por arbitragem, para o preço à vista. Assim, as pressões no mercado futuro são transmitidas para o mercado à vista, com o Banco Central atuando neste último para mitigar a

volatilidade cambial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, 2019b; BASTOS; FONTES, 2014b; ROSSI; ARAUJO; BARBOSA-FILHO, 2020).

Os *swaps* cambiais começaram a ser ofertados em abril de 2002, no contexto de forte pressão cambial, em função do ataque especulativo contra o Brasil perante as incertezas em torno das eleições presidenciais daquele ano, e se transformaram em um importante instrumento da política cambial. Seu uso visa, sobretudo, a oferta de *hedge* aos agentes vendidos em Dólar. Desta forma, o Banco Central intenta segurar movimentos antecipatórios de compra ou venda da moeda estrangeira e, assim, controlar a volatilidade cambial. As medidas visando conter movimentos excessivos de apreciação ou depreciação, sobretudo decorrentes da exposição aos fluxos de capital, são motivadas pela preocupação com o *pass-through* do câmbio para a inflação, com a avaliação de risco cambial precificado pelo capital externo para investir no Brasil, e com o endividamento externo das empresas brasileiras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, 2019b, 2021i, 2021j).

Como qualquer ativo financeiro, a utilização das operações de *swaps* cambiais tem custos financeiros. No caso dos *swaps*, o Banco Central oferece usualmente ao mercado um contrato em que ganha a variação da Selic enquanto paga a variação do câmbio. Desse modo, sempre que o movimento do câmbio for de desvalorização que supere a Selic diária acumulada pela maturidade do contrato, o Banco Central doa mais recursos que recebe. Embora a transação seja realizada por recursos de emissão monetária do Banco Central, o desembolso se soma nos juros pagos pelo Governo Central, e nos recortes Governo Geral e setor público. Eis o custo de operação deste instrumento de política cambial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j; BASTOS; FONTES, 2014).

As operações de *swap* afetam a exposição da dívida mobiliária federal em poder do público. Em se tratando de posição líquida em *swap* tradicional (posição passiva do Banco Central em variação cambial e ativa na taxa Selic), o valor de referência para o ajuste do *swap* é deduzido do estoque de títulos indexados à taxa Selic e somado ao estoque de títulos corrigidos pela taxa de câmbio. Já na posição líquida em *swap* reverso (posição ativa em variação cambial e passiva na taxa Selic), o valor de referência é subtraído do estoque de títulos cambiais e adicionado ao estoque de títulos “selicados”. Grosso modo, os contratos de *swap* se somam à dívida mobiliária federal interna no cálculo da dívida bruta (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b). Os contratos são do tipo “*Swap* Cambial com Ajuste Periódico Baseado em Operações Compromissadas de Um Dia (SCS)” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

Nas operações do setor externo, o Banco Central dispõe de vários instrumentos financeiros destinados à gestão das reservas internacionais – intervenções líquidas no mercado à vista, a termo, empréstimos em moeda estrangeira e operações compromissadas em moeda estrangeira, linhas com recompra – no objetivo de reduzir a exposição do país a choques externos e oscilações cambiais, possibilitando a continuidade dos pagamentos externos e a redução da percepção de risco do mercado. O Banco Central é o depositário e administrador das reservas internacionais do país, estabelecendo os objetivos estratégicos, bem como o perfil de risco e retorno esperado da aplicação das reservas dentro de determinados limites operacionais. Existe custo ou ganho de manutenção das reservas internacionais, representado pela diferença entre sua rentabilidade e seu custo médio de captação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, 2021j). O estoque de reservas internacionais entra no cálculo da dívida líquida, já que elas são ativos do governo federal, e as operações com reservas internacionais fazem parte dos fatores condicionantes da evolução da dívida bruta.

No que se refere às intervenções do Banco Central no mercado à vista, através dos leilões de Dólar competitivos que ele realiza no mercado interbancário, instrumento que aumenta ou reduz a oferta de Dólar no país, seu uso busca influenciar as posições assumidas pelos bancos em termos de compra/venda de Dólar. Desta forma, o Banco espera, às vezes por mais difícil que seja, influenciar a cotação do Dólar na direção que ele considera conveniente. Não obstante, as intervenções no mercado à vista resultam em variação das reservas internacionais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, 2021i).

Tomando as compras de Dólares à vista, há o objetivo duplo de, por um lado, conter a sobrevalorização da taxa de câmbio frente aos fluxos financeiros e em transações correntes que entram no país, e, por outro lado, compor reservas internacionais. No Brasil, há estreita relação entre acúmulo de reservas internacionais e operações compromissadas, pois a contrapartida da aquisição de reservas é a expansão da base monetária, que se não for compensada por fatores que atuam para sua contração, faz necessária intervenção do Banco Central no mercado monetário no intuito de resguardar a estabilidade da taxa básica de juros (BASTOS; FONTES, 2014; PELLEGRINI, 2018).

Da mesma forma para movimentos contracionistas da liquidez no mercado monetário quando há refluxo de capitais estrangeiros do país, o que pode, inclusive, pressionar redução de reservas cambiais pela liquidação de ativos em Reais e demanda de Dólares. Caso nenhum outro fator condicionante da base monetária atue para compensar este movimento, o Banco Central

pode ser obrigado a injetar liquidez no mercado monetário a fim de manter estável a taxa de juros.

2.1.2 Metas de resultado primário e os impactos monetários do Tesouro Nacional

O regime de metas de resultado primário, proposto pelo Governo Federal em meio ao plano de ajuste fiscal de 1998 a 2002, era peça importante do novo arranjo fiscal e monetário arquitetado em acordo com o Fundo Monetário Internacional. O resultado primário é a diferença entre todas as receitas e despesas do governo, sem incluir gastos com juros da dívida pública. Denomina-se superávit primário o resultado positivo, e déficit primário, o resultado negativo. O superávit primário é necessário para estabilizar a relação dívida/PIB quando a taxa de juros paga nos títulos públicos excede à taxa de crescimento do produto, garantindo, assim, os recursos para pagamentos dos juros da dívida e para eventuais resgates de títulos. O ajuste do saldo primário deve ocorrer anualmente de forma a promover a convergência da dívida/PIB para o nível desejado dentro do horizonte relevante da política fiscal (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a; MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2019; PLANALTO, 2001).

A Lei de Responsabilidade Fiscal, de maio de 2000, criou regras para disciplinar a condução fiscal do país. O Art. 4º desta Lei designou que as metas de resultados primário e nominal e o montante da dívida pública fossem definidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, no anexo de metas fiscais¹². O Art. 34º vedou o Banco Central de emitir títulos próprios a partir de dois anos da aprovação da Lei, o que implicou mudança no *modus operandi* do Banco Central, que passou a utilizar títulos do Tesouro Nacional em sua carteira para a execução da política monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a; PLANALTO, 2000).

Nesse quadro institucional, as operações com títulos públicos federais têm finalidade fiscal e monetária. Do lado fiscal, as vendas e compras de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), bem como todos os procedimentos de emissões, resgates, troca e pagamentos de juros dos títulos no âmbito da gestão da dívida sob responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional, decorrem da necessidade de financiamento do governo. Os títulos da dívida pública podem ser emitidos para financiar o déficit primário no exercício fiscal, refinanciar a dívida

¹² As metas são para os três anos subsequentes. O Governo Federal deve enviar ao Congresso Nacional até o dia 15 de abril de cada exercício fiscal a Lei de Diretrizes Orçamentárias, que deve ser votada e aprovada em até três meses, à custa do recesso parlamentar caso o tempo previsto não seja cumprido.

pública vicenda e atender outras finalidades definidas em lei (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016a).

Do lado monetário, as compras e vendas de títulos na execução da política monetária ocorrem para gerenciar a liquidez doméstica e, assim, gerir a taxa Selic. Os títulos negociados estão em poder do Banco Central do Brasil, alocados em sua carteira após emissão do Tesouro Nacional no montante necessário para condução da política monetária. Quando o Banco Central usa tais títulos em suas operações de mercado aberto eles se tornam classificados como em poder do público, cuja contraparte é o Banco Central, e passam a ser passivo do governo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016a, 2020b).

Todo o resto igual, os resultados primários e as transações com títulos públicos por parte do Tesouro impactam as reservas bancárias, de modo que o Banco Central precisa atuar para recompor ou receber reservas para não se terem oscilações na taxa de juros de curtíssimo prazo, o que no caso brasileiro ocorre por meio de operações compromissadas. Superávits e emissões líquidas de títulos causam diminuição do nível de liquidez, deslocando a taxa Selic para abaixo da meta, ao passo que déficits e resgates líquidos redundam em aumento do nível de liquidez, deslocando a Selic para cima da meta. Portanto, operações compromissadas são efetuadas sempre que o Banco Central quiser fazer frente à atuação do Tesouro Nacional e seus efeitos sobre o mercado monetário e, logo, sobre a taxa básica de juros (ARAÚJO, 2002; PELLEGRINI, 2017b).

O resultado primário, assim como as emissões e os resgate líquidos de títulos em mercado, movimentam a conta única do Tesouro Nacional, ou seja, as disponibilidades de caixa do Governo Federal depositadas no Banco Central, como determina o Art. 164, § 3º da Constituição de 1988. Na conta única são lançadas todas as entradas e saídas de recursos provenientes de operações financeiras governamentais, sendo seu saldo remunerado pela taxa média da rentabilidade dos títulos mantidos na carteira do Banco Central. Além disso, os resultados positivos do Banco Central, considerando todas as receitas e despesas de suas operações, são transferidos para a conta única, observando o disposto em lei. Os resultados negativos, por sua vez, são cobertos pelo Tesouro via emissão de títulos. Os pagamentos e/ou recolocação de títulos na carteira do Banco Central e demais operações financeiras do Tesouro também condicionam a evolução da conta única (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, 2020b). O saldo desta Conta representa liquidez para efetuar os pagamentos correntes do governo e eventuais resgates de títulos do Tesouro que estão vencendo.

Em resumo, os movimentos da conta única do Tesouro são fator importante de modificações da base monetária, logo, afetam as operações compromissadas. Sua elevação, que pode ocorrer por superávit primário ou emissões líquidas, contrai a base monetária. Quando há movimento contrário, que pode ser devido a déficit primário ou resgastes líquidos, a base monetária é expandida. Espera-se, portanto, mudanças no estoque das operações compromissadas decorrentes de movimentos fiscais (PELLEGRINI, 2017e; SERRANO; PIMENTEL, 2017).

A conta única também aparece na descrição dos fatores condicionantes da evolução da dívida pública. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é o balanço de todos os passivos e ativos do setor público não-financeiro e do Banco Central. O ente setor público é o mais abrangente das finanças públicas e incorpora administração direta e indireta das três esferas de governo, o Banco Central e as empresas estatais não-financeiras, com exceção daquelas dos Grupos Petrobras e Eletrobras.

Já a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) consolida o passivo total dos governos federal, estaduais e municipais. Os principais fatores condicionantes da evolução da dívida pública são os resultados primários, os juros nominais e os impactos de variações cambiais. Especificamente para a DBGG, destacam-se ainda as emissões líquidas de títulos em mercado, emissões relacionadas a empréstimos a bancos oficiais e as operações para compra de reservas internacionais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, 2019c; SALTO, 2018).

Em 2008, o Banco Central decidiu mudar a metodologia utilizada no cálculo da DBGG, excluindo dela os títulos do Tesouro da sua carteira e incluindo nela as operações compromissadas que realiza. Desse jeito, considera-se como dívida efetiva somente as operações compromissadas, posto que oferecerem títulos do Tesouro em garantia. Esta mudança teve dois objetivos: captar melhor o relacionamento institucional entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, e conferir maior efetividade na análise da situação fiscal do governo. O cálculo da DBGG retroagiu a dezembro 2006, ano em que o saldo dos títulos do Banco Central foi zerado. Contudo, as séries contendo a carteira de títulos do Banco Central permanecem apuradas e disponibilizadas regularmente, possibilitando o acompanhamento dos dois indicadores da DBGG (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008, 2018; PELLEGRINI, 2017c).

2.1.3 Regime de metas para a inflação

O regime de metas para a inflação é a diretriz da política monetária no Brasil desde junho de 1999. A partir da implementação deste regime como forma de condução da política monetária, o Banco Central do Brasil age para manter a taxa de inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA), dentro dos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional¹³. O Regime estabelece um compromisso institucional da autoridade monetária com a estabilidade de preços, que usa seus instrumentos, especialmente a taxa de juros de curto prazo, para operacionalizar a política monetária a bem de fazer o IPCA convergir com a meta.

A meta da taxa Selic, taxa básica de juros, é definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom), sendo o principal instrumento de controle da inflação¹⁴. Esta taxa incide sobre as operações de empréstimos de reservas bancárias no *overnight*, lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), ou seja, é a taxa das operações compromissadas. Via de regra, o Banco Central realiza operações compromissadas para que a taxa Selic efetiva fique próxima à meta, e, assim, cumprir o objetivo de inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016b, 2020a, 2021e).

A taxa Selic afeta a inflação através de diversos canais de transmissão da política monetária, sendo por intermédio deles que as variações na taxa de juros impactam o comportamento de variáveis econômicas relevantes, notadamente os preços. O Banco Central elenca cinco canais: (i) expectativas; (ii) investimento e consumo; (iii) crédito, (iv) câmbio; e (v) riqueza (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016b). É necessário considerar ainda um sexto canal: (vi) portfólio.

Estes canais funcionam, de modo conciso, da seguinte forma: (i) o canal das expectativas refere-se à capacidade de a taxa de juros influenciar as expectativas, futuras e presentes, dos agentes quanto à atividade econômica, a taxa básica de juros futura, a taxa de longo prazo e a curva de juros, além da taxa de inflação; (ii) o canal investimento e consumo diz respeito ao impacto nas decisões de investimento das empresas e de consumo das famílias que se alteram

¹³ A meta de inflação é definida em junho de cada ano para três anos-calendário à frente. Se a meta de inflação não for cumprida, o presidente do Banco Central escreve carta aberta ao presidente do Conselho Monetário Nacional, explicando as causas do descumprimento, as medidas necessárias para alcançá-la e o tempo esperado para que isso aconteça. O IPCA é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

¹⁴ O Copom delibera sobre a meta da taxa Selic a cada 45 dias.

em razão da mudança dos juros; (iii) o canal do crédito concerne ao efeito do juro básico sobre as taxas de juros do mercado financeiro, incidentes nas operações de empréstimos para financiamento tanto dos planos de investimento quanto de consumo; (iv) o canal do câmbio denota o efeito da Selic sobre a taxa de câmbio e desta sobre os preços; (v) o efeito riqueza corresponde ao efeito sobre os preços dos ativos prefixados, o que influencia a riqueza patrimonial dos agentes e, assim, seus gastos; e (vi) o portfólio transmite o efeito da taxa de juros por meio das mudanças nas carteiras de ativos do público, pois suas preferências se alteram face mudanças no custo de oportunidade de investimento e no rendimento dos ativos causadas por variações dos juros básicos.

De modo geral, ao decidir sobre a Selic, o Banco Central espera influir sobre os componentes da demanda, expectativas de mercado, preços dos ativos, inclusive taxa de câmbio, crédito, composição e tamanho dos agregados monetários, processo de marcação de preços e estoque de riqueza. Intenta-se, ainda, motivar rearranjo na composição das carteiras, indicar precificação aos marcadores de preço, bem como suavizar desvalorizações da taxa de câmbio e o efeito *pass-through*.

No arcabouço de metas para a inflação, o controle das pressões inflacionárias é feito, precipuamente, pela elevação da taxa Selic, cuja magnitude de subida dependerá da conjuntura e do grau de ancoragem de expectativas que o Banco Central detém. Nos momentos deflacionários, contudo, em que há hiato de produto e desemprego, a redução de juros básicos costuma acontecer. Neste caso, a ancoragem de expectativas é também relevante para que o Banco Central consiga conduzir as decisões dos agentes pela intenção expansionista de sua política.

O Banco Central atua no mercado aberto para colocar a taxa de juros no nível fixado, e mantê-la perto dele. Para isso, realiza diariamente operações compromissadas no mercado secundário de títulos públicos federais, de curtíssimo prazo. A taxa *overnight* depende, essencialmente, das condições prevalecentes no mercado de reservas bancárias. As reservas variam em função da demanda do público por moeda, das operações cambiais, do recolhimento compulsório e operações de redesconto, e das operações do Tesouro Nacional. É por meio das compromissadas que o Banco Central ajusta a liquidez bancária de curto prazo e evita o desvio entre a Selic e sua meta. Além disso, o Banco Central utiliza operações compromissadas quando quer alterar o patamar da taxa de juros do mercado de reservas bancárias (ARAÚJO, 2002; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016b, 2016a).

2.2 Operações Compromissadas como Instrumento de Política Monetária

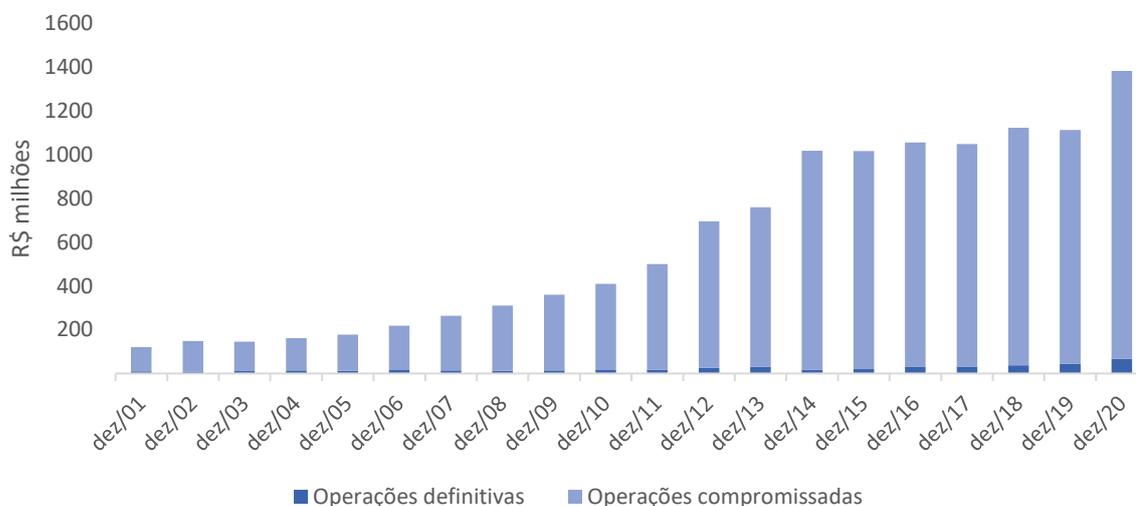
Esta seção focaliza o papel das operações compromissadas na execução da política monetária no Brasil, que faz delas o principal instrumento do Banco Central na sua política de juros. Nesse sentido, duas discussões são postas. Uma retrata as compromissadas como quase totalidade das operações de mercado aberto. A outra explica o lastro dessas operações, a saber, os títulos públicos da carteira do Banco Central.

2.2.1 Operações compromissadas no mercado aberto

A realização de operações compromissadas, de competência exclusiva do Departamento de Operações do Mercado do Banco Central, serve ao gerenciamento cotidiano da liquidez bancária, e se destina a colocar a taxa Selic efetiva na meta fixada pelo Copom. Em outras palavras, é por meio das compromissadas, troca de recursos lastreada em títulos do Tesouro Nacional, que o Banco Central regula, no curtíssimo prazo, a disponibilidade de reservas bancárias a fim de manter estável a taxa básica de juros da economia.

A participação das compromissadas no volume de transações com títulos públicos federais no mercado aberto é bastante ampla, como exhibe o Gráfico 2. As operações definitivas têm pouca participação, apresentando baixo volume dos valores apurados. De acordo com Figueiredo; Fachada e Goldenstein (2002), as operações definitivas são ocasionais para evitar que altos volumes negociados possam causar volatilidade nos preços dos títulos, e, portanto, na curva de juros. Sendo assim, a escolha pelo uso de operações compromissadas aparentemente busca não afetar muito a precificação dos títulos públicos em mercado, nem alterar o comportamento da estrutura a termo da taxa de juros. No final de 2020, as compromissadas atingiram o valor de R\$ 1,316,251 trilhão no mercado aberto, representando 95% das transações neste mercado, muito além dos R\$110,811 bilhões de 2001, quando sua participação já era majoritária (92%).

Gráfico 2 – Volume de Operações com Títulos Federais no Mercado Aberto – Média Mensal do Total Diário (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021h).

Nota: Consideram-se exclusivamente as operações de venda com compromisso de recompra.

O Gráfico 2 ilustra as operações compromissadas como principal instrumento da política monetária. O saldo delas reflete a atuação do Banco Central para lidar com as oscilações diárias do estoque de reservas bancárias que causam variações da taxa de juros de curtíssimo prazo: a taxa Selic. Portanto, é com esse instrumento que o Banco Central neutraliza as variações autônomas das reservas para manter a Selic estável.

O volume diário de operações compromissadas é definido a partir da avaliação das condições de liquidez do sistema bancário para o dia. Estima-se o excesso ou a falta de liquidez e, em seguida, realizam-se leilões de compromissadas para equilibrar o mercado de reservas bancárias. Os leilões ocorrem no início do dia; no final do dia acontecem as operações de nivelamento para sanar eventuais desajustes de liquidez (SILVA JR, 2012). Dessa forma, o Banco Central toma ou doa reservas aos bancos, ampliando o estoque de compromissadas ao tomar recursos por meio dos compromissos de recompra e reduzindo-o com os compromissos de revenda ao doar recursos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

A venda com recompra, ou compra com revenda, pode ocorrer com ou sem livre movimentação dos títulos vinculados em garantia. Se houver cláusula de “sem livre movimentação”, o doador de recursos não tem faculdade para negociar os títulos recebidos durante a vigência da operação. Já se houver cláusula de “livre movimentação”, admite-se a

venda dos títulos pelas instituições financeiras dentro prazo acertado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, 2021a). Os compromissos de recompra sem livre movimentação predominam no Brasil, como se vê na Tabela 2.

Tabela 2 – Operações Compromissadas (Dez/2019 e Dez/2020), R\$ milhões

	31.12.2020	31.12.2019
Compromissos de Revenda	19	-
Ativos vinculados em garantia	19	-
Compromisso de Recompra	1.235.813	951.507
Ativos vinculados em garantia	1.145.848	891.405
Com livre movimentação	185.555	110.304
Sem livre movimentação	960.293	781.101

Fonte: Banco Central do Brasil (2020b). Adaptação própria.

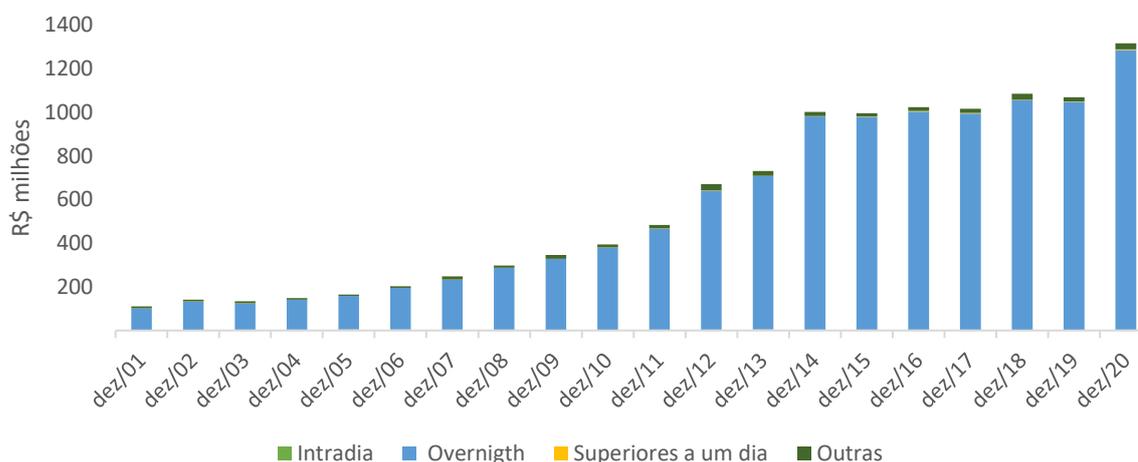
A prevalência dos compromissos de recompra revela que o Banco Central é grande tomador de recursos no mercado monetário, sugerindo uma situação de liquidez estrutural do sistema bancário nacional. Os bancos mantêm nível de liquidez acima do requerido, e, assim, a liquidez habitual no sistema de pagamento costuma ser superior às necessidades das instituições bancárias. Nesse caso, se não houver intervenção do Banco Central para absorver o excesso de reservas, ainda que temporariamente, a Selic fica aquém da meta.

Silva Jr (2012) sugere que as compromissadas também são utilizadas para administrar, em base diária, a volatilidade do diferencial entre a Selic e sua meta, dentro dos limites aceitos pelo Banco Central. O comportamento do diferencial da Selic de sua meta pode ser influenciado pelo Banco, de modo que a escolha do nível de volatilidade representa um parâmetro da política monetária. Historicamente, a volatilidade é baixa e o diferencial médio entre a Selic e sua meta é negativo, ou seja, na média, a taxa Selic fica abaixo da meta, embora bastante próxima. Isto indica que o Banco Central é mais tolerante com o excesso de liquidez, atuando estrategicamente para manter a liquidez estrutural do sistema, porém, sem comprometer seus objetivos.

As operações compromissadas são classificadas em: intradia, *overnight*, superiores a um dia e outras. Nas operações intradia, o compromisso ocorre no mesmo dia operação; nas operações *overnight* a data do compromisso é o dia útil posterior; e nas operações "mais que over" o prazo do compromisso é superior a um dia útil. O Gráfico 3 abaixo expõe a evolução e

a composição dessas operações. Em 2020, as operações compromissadas *overnight* representaram 97% do total das compromissadas. Portanto, a maioria das operações compromissadas ocorre no *overnight*, como meio de tomar recursos por um dia, de tal modo que a taxa Selic tenda para a meta. Normalmente são operações prefixadas à taxa máxima aceita e aplicada a todas as propostas vencedoras, com retorno definido pela taxa contratada, expressa como percentual da taxa Selic. As vezes são feitas operações pós-fixadas, com rentabilidade média baseada também na taxa Selic. No caso de operações compromissadas doadoras de recursos, o Banco Central aceita a taxa mínima dos leilões (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020c, 2021h, 2021e).

Gráfico 3 – Evolução e Composição das Operações Compromissadas do Banco Central do Brasil (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021h).

Nota: Consideram-se exclusivamente as operações de venda com compromisso de recompra.

Isto posto, segue-se que as operações *overnight* são a forma característica de operacionalização da política monetária no país. São elas que formam a taxa Selic, média das taxas acordadas no volume financeiro diário das compromissadas com prazo de um dia útil, cujo meio de operacionalização são os títulos do Tesouro Nacional.

É no sistema Selic que as operações compromissadas são registradas e liquidadas. Elas são realizadas com títulos avaliados pelo preço de lastro, preço aceito pelo Banco Central nos seus leilões, e liquidadas por seus valores brutos em tempo real no Sistema de Transferência de Reservas, que constitui o cerne do sistema de pagamentos. A liquidação das operações é

condicionada à disponibilidade dos títulos negociados na conta de custódia do vendedor e à disponibilidade de recursos financeiros por parte do comprador. Para simplificar, as operações compromissadas são liquidadas na conta de reservas bancárias no Banco Central (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e).

Os leilões de compromissadas, a depender de qual estiver sendo feita, podem ser direcionados apenas aos *dealers* ou a todas as instituições financeiras participantes do Selic. As operações no *overnight* são restritas aos *dealers* com intuito de gerir a liquidez bancária de curtíssimo prazo. Já as operações com prazos maiores se destinam a todas as instituições financeiras a fim de regular a liquidez num horizonte mais amplo.

As operações compromissadas do Banco Central no Brasil alcançaram uso e volume que parecem incomum se comparadas com experiências internacionais. É o que mostrou Azevedo (2005) ao elencar os principais instrumentos da política monetária entre 2002 e 2004 nos Estados Unidos, Reino Unido, emergentes sob regime de metas de inflação e Brasil. Após demonstrar que as operações compromissadas fazem parte dos instrumentos corriqueiros, o foco no Brasil revela que a administração da liquidez é essencialmente feita por meio de compromissadas de curtíssimo prazo. O autor defendeu a redução do estoque das compromissadas, também a introdução de compromissadas prefixadas de médio prazo, a fim de aumentar a eficiência dos mecanismos de transmissão da política monetária e de favorecer a gestão da dívida pública, ou seja, a maior emissão de títulos prefixados e o alongamento da dívida.

Ferreira (2016b) fez um levantamento da composição do passivo dos Bancos Centrais dos Estados Unidos, da União Europeia, do México, da Coreia do Sul e do Brasil, com dados de 2015 e em percentual do PIB. As operações compromissadas do Banco Central do Brasil representaram cerca de 15% do PIB, ao passo que as compromissadas do *Federal Reserve* e do Banco Central da Coreia não chegavam a 2%, sendo irrelevante no caso do Banco Central Europeu e do Banco Central do México. Diante do excesso estrutural de liquidez nos anos 2000, sobretudo após a crise internacional de 2008, os países tiveram que absorvê-la. No entanto, somente o Brasil usou volume excepcionalmente alto de operações compromissadas para esta finalidade, o que, por fim, impactou a DBGG.

Para tornar evidente a relevância que as operações compromissadas assumiram no Brasil, Pellegrini (2017c) comparou o balanço do Banco Central de quatorze países, emergentes e com reservas internacionais maiores do que 15% do PIB, focalizando o tamanho da carteira de títulos

público no ativo e usando dados de outubro de 2016. As evidências sugeriram que o Brasil foi o único país que fez uso intensivo de compromissadas na condução da política monetária. O autor também analisou os fatores que explicavam o acentuado aumento das compromissadas e discutiu a dimensão delas na dívida pública.

Tanto Ferreira (2016b) como Pellegrini (2017c) apontaram que o uso abundante de compromissadas não parece ideal, sobretudo pelos impactos na DBGG. Nesse sentido, ambos discutiram estratégias para redução do saldo das compromissadas, com possível alongamento de prazo, como a autorização para que o Banco Central receba depósitos voluntários remunerados, a permissão para ele emitir títulos próprios e o aumento da venda definitiva de títulos da sua carteira. Para Ferreira (2016) a redução do saldo das compromissadas proporcionada pelo uso de substitutos podem reduzir a DBGG. Para Pellegrini (2017b), no entanto, os substitutos das compromissadas não deixariam de ser dívida pública, mas poderia melhorar a gestão e o perfil da dívida.

Vieira Filho (2019) tratou da gestão da dívida pública e da política monetária nos Estados Unidos e no Brasil, atentando-se à operacionalidade para enxugar a liquidez estrutural do sistema bancário. O estudo esclareceu que o *Federal Reserve* utilizou até a crise de 2008 operações definitivas predominantemente para gerir a liquidez decorrente de mudanças estruturais, cabendo às operações compromissadas apenas sanar desvios temporários de liquidez. Após a crise, porém, houve introdução de depósitos voluntários remunerados e mais uso de compromissadas. Em 2016, o estoque de operações compromissadas nos Estados Unidos chegou a 3,07% do PIB. No Brasil, por sua parte, registrou 16% do PIB.

Blikstad (2020) fez análise comparativa da composição do balanço dos bancos centrais e da implementação da política monetária de Brasil, México, Rússia e Turquia, com dados de dezembro de 2014 a junho de 2018. No primeiro plano da análise, ele mostrou que apesar de o Brasil ter apresentado menor participação das reservas internacionais no ativo do Banco Central em relação aos outros países, houve necessidade de efetuar operações de mercado aberto para absorção da liquidez decorrente do acúmulo de reservas. Nos demais países, não havia evidências de que atuações no mercado de câmbio à vista tenha influenciado a liquidez estrutural e ocasionando mudanças nas operações de mercado aberto. No segundo plano de análise, os dados sobre estoque de operações de mercado aberto em relação ao PIB mostram que enquanto o Brasil apresentou cerca de 19% do PIB em operações compromissadas para

absorção de liquidez, o México, a Rússia e a Turquia não ultrapassaram os 2%, feitas para injeção de liquidez.

O que se percebe no Brasil é a escolha pelo amplo uso de operações compromissadas para retirar o excesso de liquidez do mercado, com a taxa das compromissadas sendo a meta operacional do Banco Central e servindo de referência para as transações do interbancário. Por outro lado, as compromissadas representam parte importante da dívida bruta, indexada à taxa Selic e com perfil de curto e curtíssimo prazo, fazendo com que a dívida bruta também tenha historicamente este perfil (DORNELAS e TERRA, 2021). Mas antes de explorar essa questão, tecem-se considerações sobre o lastro das compromissadas: os títulos públicos da carteira do Banco Central.

2.2.3 O lastro das operações compromissadas

O Banco Central do Brasil mantém títulos públicos destinados à execução da política monetária. O Tesouro emite títulos ao Banco Central, a preço de mercado, para que ele tenha instrumentos suficientes à realização de operações de mercado aberto. Nas operações compromissadas, os títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central servem de garantia e elas absorvem parte majoritária dos títulos aportados. Essas operações figuram como segundo maior passivo em Real do Banco Central, e os títulos, objetos delas, consistem no maior ativo em moeda local (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

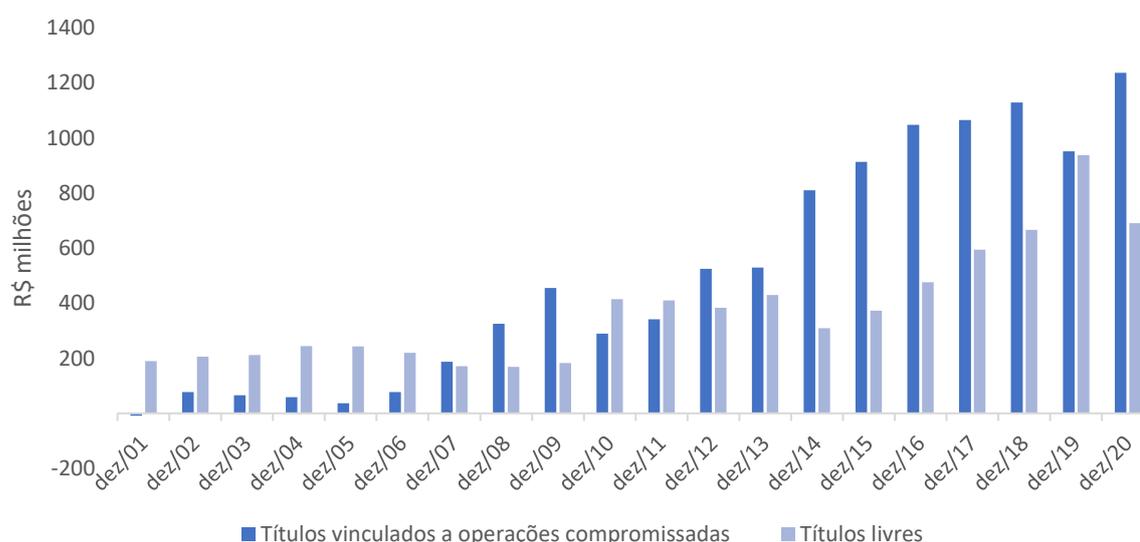
Os fatores condicionantes da evolução da carteira de títulos do Banco Central são as emissões para redimensionamento da carteira, os pagamentos ou relocalizações de títulos na carteira, as emissões para cobertura dos resultados negativos do Banco Central, bem como os juros nominais sobre o estoque da carteira e outras variações patrimoniais dos títulos nela (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

A Lei nº 11.803/2008 dispôs sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central e sobre o tratamento do resultado financeiro do Banco no contexto de ampliação das operações cambiais, assegurando a ele o volume necessário de títulos para a execução da política monetária, bem como a compensação do seu resultado negativo (PLANALTO, 2008). Essa Lei foi depois alterada pela Lei 13.820/2019, que modificou o aporte de títulos na autoridade monetária e o relacionamento financeiro entre o Tesouro Nacional e Banco Central.

Pela Lei 13.820, o Tesouro pode emitir títulos ao Banco Central sempre: a) que seu patrimônio líquido atinja o valor de 0,5% do ativo total e b) que sua carteira de títulos livres para negociação atinja 5% da carteira total (recomposição de carteira). Ela especificou ainda que os prejuízos do Banco Central devem ser cobertos pela reserva de resultado constituída e pela redução do patrimônio líquido do Banco, até o limite de 1,5% do ativo total. Apenas se este procedimento não for suficiente, é que o Tesouro pode emitir títulos para a cobertura do saldo remanescente (PLANALTO, 2019). Outro aspecto importante desta Lei é a possibilidade de o Tesouro efetuar resgate e cancelamento de títulos livres em posse do Banco Central para reduzir a DPMFi, sem desembolso financeiro, após prévia autorização do Conselho Monetário Nacional.

Os títulos do Tesouro na carteira do Banco Central fazem parte da DPMFi, e as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central são contabilizadas na DBGG, já que elas utilizam títulos do Tesouro como garantia. Importa lembrar que no conceito atual, a DBGG não compreende toda a carteira de títulos do Banco Central, abrangendo somente as operações compromissadas. O Gráfico 4 ilustra a carteira de títulos do Banco Central, que se divide os títulos em livres e vinculados a operações compromissadas.

Gráfico 4 – Evolução e Composição da Carteira de Títulos do Banco Central do Brasil (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração com base em Secretaria do Tesouro Nacional (2021a).

Títulos livres são aqueles que não são objetos de operações compromissadas e não estão vinculados em garantia nos contratos de *swap* cambial ou em operações de empréstimos. Na prática, a carteira livre é a diferença entre a dívida mobiliária na carteira do Banco Central e o estoque das operações compromissadas, de *swaps* e outras formas de empréstimo que o Banco faz e colateraliza com títulos. As vendas de títulos por parte do Banco Central ocorrem a partir dos títulos que estão em sua carteira. Os títulos adquiridos no mercado aberto são adicionados a ela, e podem ser objeto de vendas futuras.

As características da DPMFi em poder do Banco Central são muito semelhantes àquelas da DPMFi em poder do mercado. Destacam-se os títulos com remuneração atrelada à taxa Selic, os de remuneração prefixada e os indexados ao IPCA. A Tabela 3 resume os atributos mais importantes dos principais títulos do Tesouro ofertados ao Banco Central e negociados no mercado secundário.

Tabela 3 – Características dos Títulos Existentes na Carteira do Banco Central do Brasil

Título	Descrição
Tesouro Selic (Letra Financeira do Tesouro – LFT)	Rendimento pós-fixado definido pela taxa Selic
Tesouro Prefixado (Letra do Tesouro Nacional LTN – LTN)	Rendimento prefixado definido pelo deságio sobre o valor nominal
Tesouro IPCA com Juros Semestrais (Nota do Tesouro Nacional - série B – NTN-B)	Rendimento pós-fixado definido pelo IPCA, mais pagamento semestral de cupom de juros de 6% a.a.
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais (Nota do Tesouro Nacional - série F – NTN-F)	Rendimento prefixado definido pelo deságio sobre o valor nominal, mais pagamento semestral de cupom de juros de 10% a.a.

Fonte: Elaboração a partir de Banco Central do Brasil (2020b).

Outros títulos também compõem a carteira da autoridade monetária. Alguns papéis de emissão própria do Banco Central brasileiro foram emitidos até 2002 e circularam até 2006, como as Notas do Banco Central – série Especial (NBCE), com taxa de juros definida na emissão, e as Notas do Banco Central – série Flutuante (NBCF), com atualização pela taxa de câmbio. Dentre os papéis de responsabilidade do Tesouro, as Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), com valor nominal corrigido pela variação da taxa de câmbio, também circularam até a mesma época. Ademais, vale mencionar a Nota do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C) e a Nota do Tesouro Nacional – Série P (NTN-P), atualizados, respectivamente,

pelo Índice Geral de Preços - Mercado e pela Taxa Referencial, em circulação até hoje (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k; SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2021b).

Os títulos do Tesouro Nacional também estão em poder do mercado, via ofertas públicas por ordem e em nome do Tesouro no Selic, maiormente no mercado primário, mas também no mercado secundário. Desta maneira, o Tesouro Nacional realiza leilões de títulos direcionados a todas as instituições financeiras participantes do Selic, inclusive ao Banco Central. A dívida mobiliária em mercado e as operações compromissadas efetuadas a partir da posse dos títulos do Tesouro consistem nos principais componentes da DBGG.

2.3 Operações Compromissadas como Componente da Dívida Bruta

A presente seção se concentra na apresentação e na análise das compromissadas na DBGG. Com o crescimento acelerado das compromissadas pós-2006, mais do que triplicando sua participação no PIB em apenas dois anos, o governo brasileiro decidiu mudar o cálculo da dívida bruta, apurando os títulos colateralizados em compromissadas em vez de toda a carteira de títulos do Banco Central. Para isso, alegou que somente os títulos utilizados como colaterais nessas operações constituíam dívida, com capacidade de afetar as condições do mercado da dívida pública. A subseção a seguir descreve esta história.

2.3.1 As compromissadas na DBGG

Após trajetória de alta da dívida bruta atrelada ao enxugamento da liquidez, o governo federal alterou a metodologia de contabilidade da dívida bruta no país. Avaliou-se que a inclusão da totalidade dos títulos públicos na carteira do Banco Central, conforme pedem os critérios do Fundo Monetário Internacional, distorcia as estimativas da DBGG brasileira, superestimando-a e prejudicando a percepção sobre a condição fiscal do país. Isto embasou a alteração metodológica em 2008, com cálculo retroativo a 2006, quando os títulos do Tesouro se tornaram exclusivos na carteira do Banco Central, em função do fim da emissão de títulos próprios do Banco conforme a Lei de Responsabilidade Fiscal e posterior recolhimento dos que estavam em mercado.

Desta maneira, consideram-se na DBGG apenas os títulos usados como garantia nas operações compromissadas. A não computação dos títulos livres busca maior adequação da

condição de endividamento à situação fiscal, sobretudo pela maior aderência entre a DBGG e o resultado fiscal, primário e nominal, dos governos federal, estadual e municipal (ATHAYDE; VIANNA, 2015; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018; VALOR ECONÔMICO, 2013)¹⁵.

Contudo, ao colocarem títulos do Tesouro em mercado, ainda que temporariamente, as compromissadas aumentam a dívida pública. Conseqüentemente, o resultado primário requerido para estabilizá-la em relação ao PIB precisa aumentar, salvo se houver clareza quanto à natureza monetária das compromissadas. O juro pago por elas é responsabilidade do Banco Central, não transita pelo orçamento público, logo, não é fiscal. Porém, com o aumento da dívida cresce o risco fiscal, com eventual aumento dos juros pedidos pelos investidores para novas compras de títulos.

Apesar de o Banco Central não fazer parte do conceito de Governo Geral, suas operações compromissadas agregam a DBGG. Essa particularidade é entendida pelos motivos elencados abaixo:

- i) O Banco Central do Brasil não emite títulos próprios: o elevado volume de títulos do Tesouro em sua carteira para execução da política monetária acaba inflando o indicador DBGG no padrão de mensuração convencional. Os títulos livres estão lá por razões técnicas de política monetária, especialmente para a realização de operações compromissadas, e não afetam o mercado da dívida se não forem colocados no mercado. Nesse sentido, incorporar apenas os títulos do Tesouro que lastreiam as compromissadas foi entendido como mais apropriado, uma vez que eles podem influenciar efetivamente as condições da dívida pública em mercado (LAMUCCI; PERES, 2014; VALOR ECONÔMICO, 2013).
- ii) O conceito brasileiro de DBGG é mais sensível à política de gestão da liquidez: o impacto da política monetária na dívida bruta é representado pelo volume das operações compromissadas. Esse indicador capta, inclusive, o efeito de menor taxa de rolagem da

¹⁵ No fim de julho de 2013, o governo brasileiro solicitou ao Fundo Monetário Internacional a revisão do cálculo dívida bruta dos países, por considerar que a metodologia utilizada pelo Fundo infla o indicador. O pedido foi objeto de carta e de reunião do governo junto à direção do Fundo. Em junho de 2014, a instituição informou que passaria também a publicar em seus documentos oficiais a estimativa feita pelo governo brasileiro, mas que manteria sua metodologia que inclui os títulos públicos na carteira do Banco Central (LAMUCCI; PERES, 2014; VALOR ECONÔMICO, 2013).

dívida em mercado sobre a liquidez e, por conseguinte, sobre as compromissadas, evitando a redução artificial da dívida pública. A não rolagem integral da dívida mobiliária em mercado vincenda eleva a liquidez da economia e requer realização de operações compromissadas. Sem a inclusão, o indicador da DBGG captaria exclusivamente a redução da dívida mobiliária, sem levar em conta o aumento das compromissadas (ATHAYDE; VIANNA, 2015; PELLEGRINI, 2017e).

- iii) A emissão de títulos em favor do Banco Central ocorreu significativamente por efeito das intensas compras de reservas internacionais. Primeiro para enxugar a liquidez resultante; segundo, para a cobertura dos resultados negativos do Banco Central mais frequentes pelo efeito da apreciação cambial sobre o valor das reservas em Real e pelo custo de carregamento das reservas (ATHAYDE; VIANNA, 2015; FERREIRA, 2016b; SILVA; TERRA, 2021; VALOR ECONÔMICO, 2013)
- iv) A diferença entre as duas metodologias não é muito significativa: as séries não podem se afastar sistematicamente dado que a grande razão dos títulos em carteira é servir como colateral às operações compromissadas. Mas, como a carteira de títulos do Banco Central supera as operações compromissadas, a mensuração da dívida pelo padrão internacional é maior que pelo padrão brasileiro (FERREIRA, 2016b; PELLEGRINI, 2017a)¹⁶.

Pellegrini (2017a) observa que a inclusão das operações compromissadas no cômputo da dívida pública não parece apropriado, pois a natureza delas é monetária e não fiscal. Em países com uso moderado das compromissadas, sua inclusão na dívida sequer é considerada, já que se trata de operação feita por bancos centrais que, segundo o padrão internacionalmente aceito, não compõem o Governo Geral¹⁷. Porém, no caso do Brasil, a inclusão das compromissadas na

¹⁶ Na metodologia do Fundo Monetário Internacional, a DBGG alcançou 98,1% do PIB em dezembro de 2020, contra 64,6% no mesmo mês em 2006. Segundo os cálculos do Banco Central do Brasil, a DBGG foi de 88,8 % e 55,5% do PIB nas respectivas datas, o que significa um nível mais baixo de endividamento para o Brasil, embora a trajetória dos dois indicadores seja parecida.

¹⁷ Apenas os títulos públicos em posse do Banco Central para execução da política monetária são contabilizados na dívida bruta. Se os bancos centrais operam exclusivamente com títulos próprios, esses papéis são seus passivos. Assim, eles não integram o cálculo da dívida do Governo Geral, sendo inclusos apenas no conceito de setor público nas estatísticas fiscais.

mensuração da dívida se justifica por seu uso majorado, revelando uma natureza híbrida, ou seja, monetária e fiscal, da dívida pública. De tal modo, cria-se um arranjo institucional peculiar no âmbito da relação entre Tesouro Nacional e Banco Central.

As operações compromissadas são o segundo maior componente no indicador oficial de DBGG, atrás somente da dívida mobiliária em mercado. Nos dados da dívida bruta interna, elas chegaram ao montante de R\$1,235,799 trilhão, o equivalente a 21,3% do estoque da dívida, e 16,6% do PIB em dezembro de 2020. No final de 2006, elas somavam R\$ 77,367 bilhões, 6,5% da dívida bruta e 3,2% do PIB. A Tabela 4 traz informações sobre os dois principais componentes da dívida bruta interna que representam, juntos, 96% do total da DBGG em moeda local.

Tabela 4 – Composição da Dívida Bruta Interna – Fatores Selecionados (Dez/2006 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

Período	Dívida Bruta Interna		Dívida mobiliária em mercado		Operações compromissadas	
	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões
dez/06	49,2	1 186 058	44,6	1 073 652	3,2	77 367
dez/07	51,6	1 218 445	42,9	1 167 028	6,9	187 416
dez/08	49,3	1 533 984	37,8	1 174 839	10,5	325 155
dez/09	52,9	1 764 659	38,2	1 271 937	13,6	454 710
dez/10	44,7	1 735 354	36,1	1 402 679	7,4	288 666
dez/11	44,5	1 949 424	35,7	1 560 835	7,8	341 878
dez/12	46,2	2 225 121	34,1	1 641 581	10,9	523 995
dez/13	42,9	2 289 776	31,5	1 681 566	9,9	528 734
dez/14	46,2	2 671 420	30,3	1 749 348	14,0	809 063
dez/15	53,3	3 194 760	35,7	2 138 752	15,2	913 280
dez/16	59,8	3 747 178	40,5	2 540 436	16,7	1 047 484
dez/17	64,3	4 234 454	45,5	2 996 553	16,2	1 064 980
dez/18	65,7	4 599 901	46,9	3 281 873	16,1	1 128 342
dez/19	64,8	4 802 653	49,2	3 644 099	12,8	951 508
dez/20	77,8	5 793 320	58,1	4 325 455	16,6	1 235 799

Fonte: Banco Central do Brasil (2021). Elaboração própria.

É nítido o aumento da participação das operações compromissadas na dívida bruta a partir de 2006, com elas apresentando maior ritmo de crescimento em comparação à dívida mobiliária em mercado. Uma constatação importante feita por Pellegrini (2017c), é que apesar de as compromissadas serem o segundo maior componente da DBGG, elas são excluídas da gestão da dívida pública federal, de responsabilidade do Tesouro Nacional. Isto é um problema na medida em que o Banco Central também não as administra como dívida. O autor aponta que sua não gestão explica parte do seu aumento. Contudo, no que diz respeito ao aumento acentuado das compromissadas, é preciso olhar os fatores condicionantes que exigem a atuação do Banco Central no mercado monetário, objeto de análise do próximo capítulo.

2.3.2 Os prazos das compromissadas

Além do alto volume, o prazo de vencimento reduzido é outra característica importante das compromissadas. Sabendo disso, Pellegrini (2017c) afirma que o uso intenso das compromissadas reforça as dificuldades de se romper com o perfil de curto prazo da dívida, aumentando ainda a parcela da dívida bruta indexada à taxa Selic. Apesar de serem prefixadas enquanto durarem as operações, as compromissadas são parecidas aos títulos pós-fixados, pois a taxa que as remuneram se altera a cada contrato, de curtíssimo e curto prazo. Por serem indexadas à taxa Selic, justamente para efetivá-la, e por entrarem na contabilidade da DBGG, já que são colateralizadas em títulos da dívida mobiliária federal, as compromissadas dificultam a prefixação extensa e a evolução do prazo médio da dívida pública como um todo.

As compromissadas prefixadas e tomadoras de recursos variam de um dia útil até sete meses. O Gráfico 5 mostra, no período de dezembro de 2004 a dezembro de 2020, os prazos das compromissadas por faixa de período contratado: até treze dias corridos, de duas semanas a dois meses, de três e de seis meses, e de dois a sete meses. No período coberto, as operações de 2 semanas a 2 meses tiveram bastante peso de 2013 até 2019. Elas equivaleram a 74% do saldo líquido total das compromissadas em dezembro de 2019, com prazo médio de 21 dias

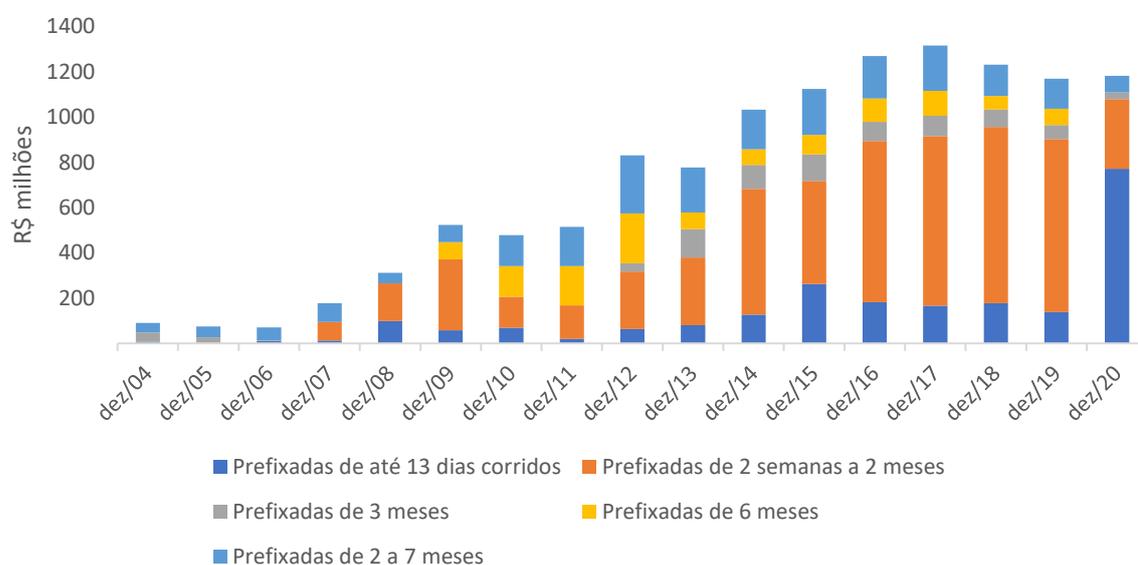
úteis¹⁸. As operações de até 13 dias vieram em seguida, com 13% e maior prazo contratado de um dia útil.

Mas, em 2020, observa-se perfil diferente para as compromissadas. Houve forte crescimento das operações de até 13 dias corridos, chegando a 60% do saldo líquido total. As operações de 2 semanas a 2 meses recuaram para 24% e tiveram prazo médio reduzido a 10 dias úteis. Também neste ano introduziram-se prefixadas de dois meses e pós-fixadas de três, seis e de três a nove meses. No fim, houve encurtamento das operações, com o aumento das compromissadas *overnight*.

No todo, as compromissadas tiveram prazo médio de 28 dias úteis no período de dezembro de 2004 a dezembro de 2020. É possível ver no Gráfico 6 o prazo a decorrer das compromissadas por número de dias úteis, bem como a tendência de encurtamento do vencimento nos períodos de maior aversão ao risco. O prazo menor que um mês é muito inferior ao prazo médio da dívida mobiliária interna. Ambos os prazos se comportaram de modo inverso até 2016, mas na mesma direção daí em diante, apresentando encurtamento, o que pode ser explicado pelo elevado nível de incerteza na economia brasileira, notadamente com relação a situação fiscal do governo, e por conta da queda da Selic. Em dezembro de 2020, o prazo médio das compromissadas foi de apenas 8 dias úteis ao passo que o da dívida mobiliária foi de 40,7 meses (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020j, 2021d).

¹⁸ O saldo líquido das operações compromissadas é a diferença entre as operações de venda com compromisso de compra e as operações de compra com compromisso de revenda.

Gráfico 5 – Prazo das Operações Compromissadas – Média Mensal (Dez/2004 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil (2021h). Elaboração própria.

Gráfico 6 – Prazo a Decorrer das Operações Compromissadas (Dez/2004 - Dez/2020), dias úteis



Fonte: Banco Central do Brasil (2021h). Elaboração própria.

Nos dados da DBGG por indexador, a participação da Selic, que remunera as comprometidas e os títulos pós-fixados indexados a ela, era de 35,6% em 2006 e saltou para

46,1% em 2020 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d). Lopreato (2015) ressalta que os avanços na gestão da dívida, especialmente a estratégia de reduzir o peso dos títulos pós-fixados na estrutura da dívida, estiveram acompanhados do avanço das compromissadas, o que deixou intocável a estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro centrada em títulos de baixo risco, alta liquidez e ganhos no *overnight*.

Lopreato (2015) afirma que uso das compromissadas criou uma institucionalidade similar àquela que vigorava no período de alta inflação, em que a riqueza financeira estava grandemente aplicada no *overnight*. O mecanismo do *overnight* permitiu às instituições financeiras ganho pós-fixado e diário, aliando a possibilidade de resgates imediatos com o privilégio de se obterem ganhos no curto prazo. É exatamente nesse sentido que as operações compromissadas contribuem para a cultura de alta liquidez com rentabilidade assegurada existente no mercado financeiro doméstico.

Na mesma linha, Paula e Sangoi (2016) apontam que o aumento da participação das compromissadas na dívida bruta manteve intacto o circuito *overnight* na economia brasileira, favorecendo as aplicações de curto prazo, com rebatimentos sobre os canais de transmissão da política monetária e para o desenvolvimento do mercado de dívida privada. Os títulos indexados à Selic e as operações compromissadas criam um efeito contágio da dívida pública para a política monetária e vice-versa, que se traduz em perda de eficiência na gestão da dívida e da política monetária. A piora nas condições do mercado da dívida afeta a execução da política monetária, assim como a alteração da taxa de juros do Banco Central determina diretamente o custo de quase metade da dívida pública¹⁹.

Dornelas e Terra (2021) observam que pelo fato de a dívida ser grandemente pós-fixada, existe um efeito renda positivo quando a taxa Selic sobe, ao contrário do que ocorre quando a dívida é majormente prefixada. Assim, a taxa de juros é resistente à baixa e, no fundo, isso condiciona, inclusive, maior volume de operações compromissadas, além de impactar o custo médio e a volatilidade da dívida. Em determinados momentos, quando os investidores estão buscando títulos mais curtos pela maior aversão ao risco, as operações compromissadas chegam a competir com os títulos do Tesouro, forçando o governo a marcar um *spread* sobre os juros

¹⁹ É oportuno considerar os custos fiscais diretos da política monetária vindos da mudança nos juros básicos sobre a dívida pública. Um aumento da taxa básica de juros da economia eleva os custos dos títulos indexados a ela (títulos pós-fixados).

pagos nas compromissadas para vender dívida mais longa, o que resulta em maiores encargos financeiros.

Silva e Terra (2021) argumentam que quando o Tesouro decide recomprar dívida pública em mercado, de maior maturidade com juros mais altos, há impactos no mercado monetário e nas compromissadas, já que esta atuação expande as reservas bancárias livres e compele o Banco Central a atuar com compromissadas, ampliando seu estoque. No fundo, o que se tem é uma troca de dívida longa por curta, com eventual inserção de prêmio de risco sobre a dívida longa do Tesouro.

O perfil de curto prazo prevalecente no mercado de dívida pública reflete no comportamento do mercado privado e no financiamento da economia. Dornelas e Terra (2021) também colocam que ao contribuir diretamente para a continuidade do perfil de curto prazo e pós-fixação da dívida, as compromissadas reforçam o prazo curto dos investimentos financeiros no Brasil, de tal modo que a baixa demanda por ativos de mais longa duração atrapalha o desenvolvimento do mercado de capitais.

Nesse sentido, o desafio consiste em dar tratamento mais adequado à dívida pública, estabelecendo separação entre sua gestão e a política de juros básicos, além de reduzir a importância dos títulos pós-fixados e de criar condições para a rolagem da dívida com prazos maiores. É preciso também reduzir o estoque de operações compromissadas, e se possível alongar seus prazos, devolvendo as elas o papel corriqueiro de instrumento de controle da liquidez. Ou seja, atenuar o papel de investimento de curtíssimo prazo que elas assumiram nos últimos quinze anos. A seguir, investigam-se as operações compromissadas como ativo demandado por bancos e fundos de investimento no país.

2.4 Operações Compromissadas como Ativo dos Bancos e Fundos de Investimento

A ponta compradora das operações compromissadas é avaliada nesta parte final do capítulo. Busca-se cobrir os determinantes da aplicação dos bancos e fundos de investimento nas compromissadas que o Banco Central coloca em mercado. Dessa forma, elucida-se porque elas são atraentes para absorver reservas livres dos bancos e importante ativo nos portfólios de instituições financeiras.

No Brasil, bancos e fundos de investimentos, sobretudo nacionais, são grandes detentores dos títulos federais em poder do público, seja em carteira própria ou vinculados a operações compromissadas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h). Silva e Terra (2021) salientam que os bancos têm as operações compromissadas do Banco Central como oportunidade para aplicar reservas livres, diluir risco e, ainda, colateralizar negócios financeiros. Os fundos, por sua vez, aplicam nelas por serem ativos altamente líquidos e seguros, podendo utilizar o lastro delas como garantia em novos contratos e ainda cumprir questões de regulação.

Lopreato (2008) esclarece que a legislação incidente sobre fundos de investimento estabelece liquidez diária ou de poucos dias nas cotas, o que favorece o carregamento de compromissadas. Ademais, elas ajudam na gestão estratégica por encurtar portfólios, facilitar composição das carteiras segundo as expectativas de cada momento, contribuir para a fusão do mercado monetário com o de dívida pública e para a rolagem de títulos públicos no *overnight*.

Há fundos de curto prazo que buscam retorno por meio de investimentos em títulos indexados às taxas do *overnight*, ou em papéis prefixados, desde que atrelados de alguma maneira às taxas do interbancário. Esses fundos também concentram suas aplicações em títulos de curta maturidade emitidos pelo Tesouro e em operações compromissadas lastreadas, sobretudo, em títulos públicos federais, mas também em títulos privados classificados com baixo risco de crédito. Não há qualquer restrição ao emprego de recursos em operações compromissadas (FERREIRA, 2016).

Para os bancos, as compromissadas são instrumento tradicional para destinação das reservas livres, de modo que o excesso de liquidez é remunerado. Salto e Afonso (2016) explicam que a ausência de um mercado interbancário bem desenvolvido no Brasil faz com que a troca de liquidez ocorra majoritariamente entre bancos e autoridade monetária. Assim, sobras de caixa têm a melhor garantia possível. No âmbito dos fundos, o carregamento de compromissadas ocorre para que seja possível atender necessidades de liquidez, já que o dinheiro aplicado nelas pode ser sacado rapidamente se necessário. Dessa maneira, há espaço cativo para compromissadas nos portfólios de bancos e fundos de investimento, bastante afeitos a ativos de alta liquidez.

Dornelas e Terra (2021) consideram que bancos utilizam compromissadas como meio de casar a estrutura ativa com a passiva de seus balanços, o que reflete a demanda do público por liquidez e segurança. Os bancos e os diversos fundos que eles administram alocam recursos em diversos ativos, dependendo da disposição dos agentes ao risco. As compromissadas servem

para fazer frente aos passivos de curto prazo. Portanto, a aplicação nelas viabilizam carteiras consistentes com a composição do passivo, diminuindo o risco de descasamento de prazos.

A demanda ativa dos investidores por compromissadas do Banco Central foi examinada por Bofim (2017). Dentre vários motivos para os agentes buscarem essas operações, destaca-se o fato de elas serem aplicação alternativa, ou mesmo preferida, aos títulos públicos de *duration* nula ou curta (LFT e prefixados de baixa maturidade). Entre os fatores que estimularam a demanda por compromissadas entre meados de 2011 e meados de 2017, como ativo da “família de baixa *duration*”, estão: deterioração das expectativas, aumento da incerteza e persistência da difusa indexação a juros pós-fixados, política de redução em mercado das LFT, deslocamento entre as taxas Selic e DI, e política de alongamento das compromissadas.

Os bancos são os maiores participantes das negociações de compromissadas no sistema Selic, que inclui também corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, cooperativas de crédito, sociedades de crédito, financiamento e investimento, além de outros. Os fundos de investimento são clientes que adquirem compromissadas, assim como as entidades fechadas e abertas de previdência, seguradoras, resseguradoras e operadoras de planos de saúde. As aquisições ocorrem exclusivamente por meio das contas cadastradas pelos participantes, para custódia de títulos em nome próprio ou de terceiros (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020e).

Nas compromissadas realizadas com o Banco Central em que há financiamento concedido a ele, admitem-se duas posições para bancos que compram títulos com compromisso de revenda (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021a):

- I. Revenda a liquidar – posição bancada: títulos adquiridos com compromisso de revenda e não repassados, ou seja, não vendidos com compromisso de recompra.
- II. Revenda a liquidar – posição financiada: títulos adquiridos com compromisso de revenda e repassados, isto é, vendidos com compromisso de recompra.

A posição bancada registra as operações compromissadas feitas com o Banco Central em que os títulos recebidos como lastro são mantidos em carteira própria até o vencimento da operação. Na posição financiada, contudo, são lançadas as aplicações em compromissadas cujos títulos recebidos tenham sido vendidos de modo temporário. Desta forma, o lastro da segunda operação compromissada são títulos de terceiros. Neste caso, devem ser observados os procedimentos do acordo de livre movimentação. Os títulos são passados adiante por período inferior ao prazo da operação com o Banco Central em virtude do compromisso de devolução

dos títulos. Infere-se disso que o lastro em compromissadas com a autoridade monetária pode servir de base para que outras operações desta natureza sejam feitas: entre bancos, entre bancos e fundos, entre fundos, destes com outras empresas financeiras e com o restante do público.

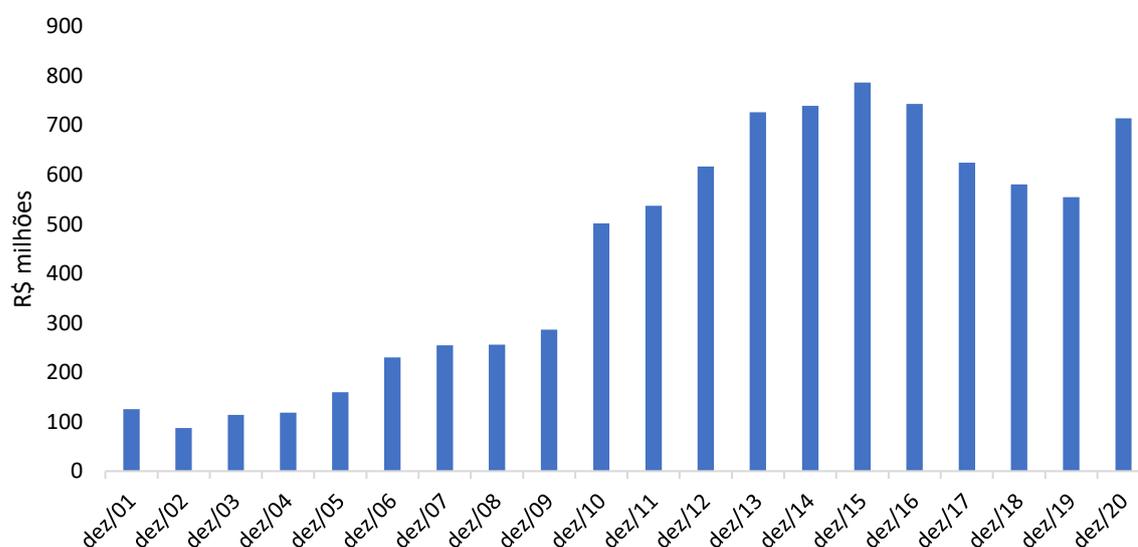
No âmbito do sistema bancário, aqueles que cedem disponibilidades têm as operações compromissadas registradas como ativo, na conta aplicações interfinanceiras de liquidez. Trata-se de revenda de títulos a liquidar, em posição bancada ou financiada, na conta títulos e valores mobiliários. Para os bancos que recebem disponibilidades como forma de captação em mercado aberto, as compromissadas são obrigações. Os títulos são registrados como recompra a liquidar, de títulos próprios ou de terceiros adquiridos via operações compromissadas, na conta títulos e valores mobiliários²⁰ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021a; OLIVEIRA, 2009; SANTOS et al., 2016).

Quando os bancos emprestam ao Banco Central por intermédio das operações compromissadas, os títulos objetos da transação são contabilizados na conta títulos e valores mobiliários como “vinculados a operações compromissadas”, por envolver o compromisso de recompra de títulos com revenda a liquidar. Ocorre, desta maneira, a zeragem da posição da conta de reservas livres e a redução do custo de oportunidade de se manter “sobras de caixa” sem rendimento.

O Gráfico abaixo mostra o volume de títulos vinculados a operações compromissadas no ativo dos bancos no Brasil de dezembro de 2001 a dezembro de 2020. Nota-se que desde 2006 o volume é bastante expressivo. No capítulo seguinte os fatores responsáveis pelo aumento acentuado das compromissadas serão explicados em pormenor. Por enquanto, cabe dizer que os títulos nesta conta somaram R\$ 714,157 bilhões em 2020. O valor máximo foi compilado em 2015, R\$ 786,922 bilhões.

²⁰ É importante dizer que as operações compromissadas podem envolver ou não o Banco Central, pois elas podem ser feitas entre instituições financeiras e delas com terceiros, colateralizadas em títulos de renda fixa, públicos e/ou privados. O intuito é compatibilizar liquidez com a rentabilidade das carteiras.

Gráfico 7 – Bancos: Títulos Vinculados a Operações Compromissadas (Dez/2001 - Dez/2020), R\$ milhões

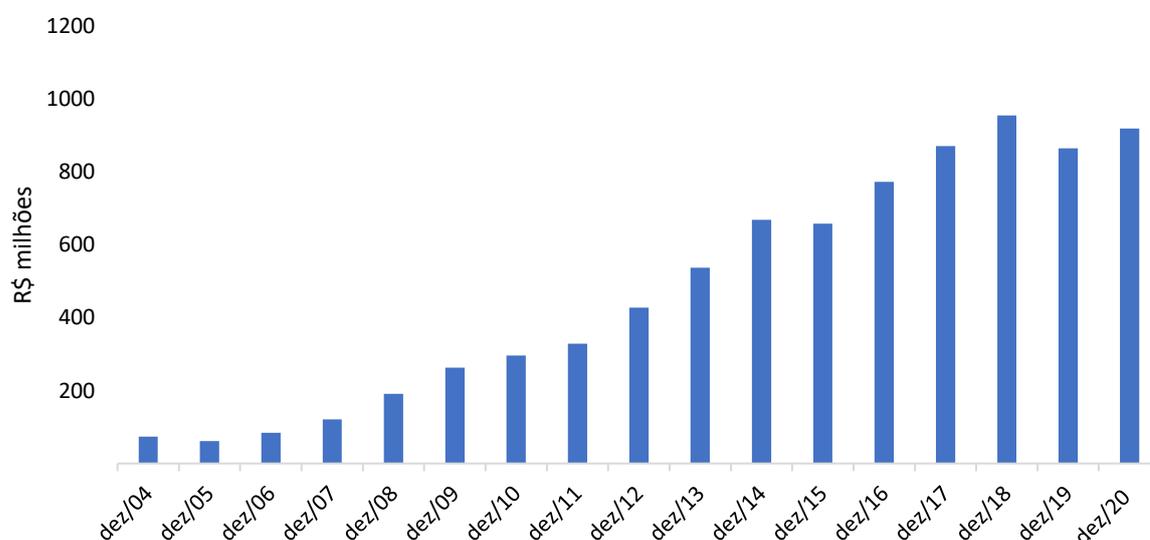


Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil (2021b).

Nota: Balanço Patrimonial Analítico dos Bancos - dados mensais.

No caso dos fundos de investimento, o portfólio deles compreende operações compromissadas, com lastro em títulos federais ou em títulos estaduais, municipais e privados, títulos públicos federais, CDB/RDB, debêntures, ações, outros títulos de renda fixa, outros papéis de renda variável etc. O Gráfico 8 ilustra o aumento acentuado das aplicações em operações compromissadas com lastro em títulos federais, o que representa parcela importante dos ativos dos fundos de investimento. Em 2020, o setor alocou R\$ 919,935 bilhões em operações compromissadas, cerca 18,28% dos recursos. A maior participação no ativo total ocorreu em 2016, 23,66%.

Gráfico 8 – Fundos de Investimento – Operação Compromissada – Lastro em Títulos Públicos Federais (Dez/2004 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria a partir de ANBIMA (2021b).

No que diz respeito à regulação dos fundos de investimento, a Instrução nº 558 da Comissão de Valores Mobiliários, de março de 2015, dispôs sobre a administração de carteira de valores mobiliários, aplicada à administração e gestão dos fundos. A administração das carteiras deve buscar, entre outras coisas, atender aos objetivos de seus clientes, respeitar a política de investimento do fundo e implementar política de gestão de risco para as carteiras (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015).

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (conhecida pela sigla ANBIMA) desenvolve normas e regulações relacionadas à constituição e funcionamento de fundos de investimento, de acordo com a legislação e regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. Até o final de 2018 vigorou o Código de Regulação e Melhores Práticas da Associação, segundo o qual a aplicação de recursos dos fundos deveria ser compatível com suas políticas de investimento e risco. As decisões de investimento deviam observar as diretrizes de gerenciamento de liquidez das carteiras e as diretrizes de escala de risco dos ativos. Nesse sentido, a política de investimento estabelecia, por exemplo, faixas de alocação de recursos, limites de concentração e procedimentos mínimos para aquisição de ativos (AMBIMA, 2016).

Este Código foi substituído no início de 2019 pelo de Administração de Recursos de Terceiros, que inclui administração fiduciária, gestão de recursos de terceiros e gestão de patrimônio financeiro. A administração dos recursos passou a ser centrada nos veículos de investimento da política de investimento de cada fundo. A gestão dos riscos ocorre também segundo os veículos de investimento, mantendo limites permitidos pela carteira do fundo e/ ou pela regulação vigente, e considerando a liquidez das operações realizadas (AMBIMA, 2021). Neste particular, as operações compromissadas garantidas em títulos do Tesouro são classificadas como instrumento de investimento com plena liquidez e risco praticamente nulo. Elas podem ser compradas hoje e vendidas amanhã, viabilizando o ajuste rápido das carteiras.

Outros fatores também determinaram a mobilização de recursos em compromissadas por parte de instituições financeiras, como a institucionalidade da indexação financeira no sistema financeiro, reduzidos prazos das captações de recursos por conta da liquidez diária de muitas aplicações financeiras, aversão ao risco e aumento substancial do grau de preferência pela liquidez dos agentes pós-2015, o que suscitou mudanças no ativo dessas instituições.

No entanto, o vício em compromissadas, como retratado por Salto e Afonso (2016), produz impacto negativo na economia ao dificultar a retomada do investimento, da produção e do emprego. Trata-se de uma forma de dívida pública que assegura ganhos com liquidez para seus aplicadores, bastante demanda em tempos de grandes incertezas e dificuldades. Se nas operações compromissadas o dinheiro livre encontra porto seguro, por que realizar investimentos mais arriscados? Nesse sentido, a liquidez e a rentabilidade das operações compromissadas colocam limites à expansão do financiamento de longo prazo.

Pellegrini (2017c) enuncia que o avanço acelerado das compromissadas não encontrou qualquer resistência por parte do mercado, pelo contrário: vultosos recursos foram aplicados no Banco Central, corrigidos pela Selic e passíveis de resgate em poucos dias. Parece improvável os aplicadores abandonarem essa opção, ainda mais perante o desafiador quadro econômico e fiscal. A demanda por compromissadas deve continuar alta, ao não ser mediante pagamento de um prêmio que compense renunciar a liquidez que elas proporcionam, particularmente por parte do Tesouro, para que haja troca de compromissadas por títulos públicos mais longos.

O alto volume de operações compromissadas no ativo dos bancos e fundos de investimento no Brasil faz parte da institucionalidade construída por décadas, várias delas sob alta inflação, a partir da relação entre mercado financeiro, Banco Central e Tesouro Nacional para oferecer uma estrutura de ativos às instituições financeiras, e ao público em geral, capaz de aliar liquidez

diária e alguma remuneração. A operacionalização da política monetária acaba disponibilizando um ativo com atributos de liquidez, segurança e rentabilidade. Assim, as operações compromissadas se mostram funcionais à característica marcante do Sistema Financeiro Nacional: ganhos com baixo risco por meio da dívida pública.

2.5 Considerações Finais

O capítulo tratou do uso intensivo das operações compromissadas no Brasil durante os anos 2000. Como se viu, os aspectos institucionais e operacionais da política macroeconômica brasileira ajudam a deslindar o processamento das operações compromissadas. O estoque de compromissadas aumenta sempre que o Banco Central toma reservas dos bancos através dos compromissos de recompra dos papéis vinculados em garantia, ou seja, dos títulos do Tesouro Nacional em sua carteira destinados exclusivamente à execução da política monetária.

As operações compromissadas de recompra, sem livre movimentação, no *overnight*, com taxa prefixada e realizadas no sistema Selic caracterizam a condução da política monetária no país. Elas representam a quase totalidades das operações de mercado aberto, logo, são responsáveis diretas pela efetivação da taxa Selic. No Brasil, elas alcançaram volume excepcionalmente alto, algo que parece não ter correspondência em outros países.

Em vista do exposto, as compromissadas são contabilizadas na DBGG, sendo o segundo maior componente do indicador na metodologia utilizada pelo governo brasileiro desde 2008. A gestão da liquidez por meio das compromissadas representa um passivo ao Banco Central na medida em que representa uma obrigação do Banco. Elas colocam temporariamente títulos do Tesouro em poder do mercado, aumentando a dívida bruta com possibilidade de afetar as condições da dívida pública em mercado. As principais características das compromissadas são o alto volume e o prazo bastante reduzido.

Do lado da demanda, essas operações são buscadas por serem ativo altamente líquido e seguro. Nelas as instituições financeiras podem aplicar reservas livres e obter rendimentos pela Selic no *overnight* e no curto prazo. Elas também possibilitam aumentar a liquidez e diminuir os riscos das carteiras, fazer novas operações compromissadas, diminuir as chances de descasamento entre ativos e passivos, além de oferecer maior flexibilidade na composição das carteiras.

Há, contudo, implicações do uso extraordinário e da demanda ativa por compromissadas. Existem efeitos deletérios para a gestão da política monetária na medida em que contribuem para a obstrução do efeito riqueza. Além disso, cria-se embaraço à gestão da dívida pública por dificultar a superação do perfil de curto prazo e pós-fixado da dívida, ser uma parcela não gerida pelo Tesouro do passivo público, impactar a dinâmica da dívida bruta e implicar eventual inserção de prêmio de risco sobre a dívida longa do Tesouro. Outro efeito negativo ocorre sobre o desenvolvimento do mercado de dívida privada, pois o acesso às compromissadas como ativo significa favorecer aplicações de curto prazo com rentabilidade assegurada.

Com intuito de controlar a liquidez sem afetar a dívida pública, foi proposto o Projeto de Lei 3877/20 com a finalidade de autorizar o Banco Central a receber depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras. Em 14 de julho de 2021 foi aprovada a Lei 14.185/21 que dispõe sobre o acolhimento pelo Banco Central dos depósitos voluntários. A remuneração, os limites, os prazos e outros pontos atinentes aos depósitos serão definidos e regulados pelo Banco Central. Espera-se com a vigência da Lei que os depósitos remunerados funcionem como instrumento alternativo às operações compromissadas, capazes, portanto, de diminuir o saldo delas e de mitigar algumas distorções decorrentes do seu estoque elevado (PLANALTO, 2021).

3. OS FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

Este capítulo analisa os fatores que levaram à larga expansão das operações compromissadas no Brasil do final de 2002 ao final de 2020. Da segunda metade da década de 2000 até a primeira metade da década seguinte, viu-se grande evolução das operações compromissadas, diante de contextos externo e interno que propiciaram isto. Porém, mesmo depois que as condições da economia brasileira mudaram, a partir de meados da década passada, as compromissadas continuaram em trajetória ascendente. Se no primeiro momento as reservas internacionais e as operações com títulos públicos no mercado primário tiveram papel importante, no segundo, este papel coube aos juros incidentes sobre as próprias compromissadas.

Os fatores condicionantes das operações compromissadas são aqueles que afetam as condições de liquidez da economia e obrigam o Banco Central fazer devida compensação para evitar flutuações na taxa básica de juros. Para tanto, investigam-se as operações realizadas pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional que causam impacto monetário. Ou seja, são atuações das autoridades monetária e fiscal que requerem esterilização monetária. No caso brasileiro, a esterilização é feita com uso de operações compromissadas. Dentre os condicionantes estão também os juros incorporados às operações; e como se verá, decorre daí boa parte do aumento recente do estoque delas.

No intuito de esclarecer os determinantes fundamentais do avanço das compromissadas no país ao longo das duas últimas décadas, o capítulo se divide em cinco seções: na primeira apresentam-se os fatores em conjunto, vendo a participação percentual de cada um deles na variação do estoque no período. Na segunda seção avaliam-se os impactos monetários das operações do Banco Central envolvendo suas intervenções cambiais, os depósitos compulsórios e outras operações financeiras. Aprecia-se ainda o resultado do Banco, sobretudo, com a equalização cambial. Na parte terceira analisam-se os impactos monetários do Tesouro Nacional com operações com títulos públicos federais, com o resultado fiscal e demais operações financeiras, tendo como contrapartida movimentações na conta única. A quarta parte dispensa atenção aos juros das compromissadas como fator condicionante da dinâmica delas. Algumas reflexões sobre as compromissadas e outros instrumentos alternativos de controle de liquidez seguem na seção seguinte, antes de se elencar os aspectos principais do capítulo.

3.1 Estoque de Operações Compromissadas

A expansão das operações compromissadas observada desde meados da década de 2000, em valores nominais e em relação ao PIB, tem como marco inicial os efeitos monetários da atuação do Banco Central. Em paralelo, soma-se a atuação do Tesouro Nacional no mercado primário de títulos públicos e a posição do resultado primário do Governo Central²¹. Outro aspecto relevante no exame são os juros incidentes sobre as próprias compromissadas.

Banco Central do Brasil (2018) e Pellegrini (2017c) são referências no que diz respeito à análise dos fatores condicionantes das operações compromissadas. O primeiro trata das compromissadas no âmbito da evolução da DBGG na metodologia empregada no país ao passo que o segundo as apreende a partir dos fatores que impactam a base monetária. Deve ser claro que, com exceção dos juros, os fatores mencionados aumentam a base monetária. Esse aumento é basicamente cancelado por meio das operações compromissadas, com o Banco Central operando em defesa da taxa Selic. É importante dizer que estes fatores ora aumentam e ora diminuem o estoque das compromissadas. Contudo, eles não se compensaram a ponto de implicar uma trajetória neutra do estoque no tempo; ao final do período, os impactos dos fatores condicionantes fizeram o saldo das compromissadas crescer.

De maneira especial, são os movimentos do Tesouro e do Banco Central, bem como o relacionamento entre eles, que determinam a evolução das compromissadas. Lembrando que o governo delega ao Banco Central a emissão e a gestão da moeda, fornecendo as condições para isto e sancionando, em última instância, as transações monetárias no país e deste com o exterior, que condicionam a base monetária e suas oscilações²².

O forte crescimento das operações compromissadas de 2006 em diante chama atenção. No final de 2005, o saldo das compromissadas era de R\$ 37,2 bilhões e em dezembro de 2020 o total delas chegou a R\$ 1,2 trilhão. Em proporção do PIB, essas operações passaram de 1,7% para 16,6%. A Tabela 5 mostra o estoque de operações compromissadas de 2002 a 2020, discriminando seus fatores condicionantes através dos impactos monetários. Se determinado

²¹ Governo Central é composto por Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central.

²² Trata-se do conceito de base monetária ampliada, cujos principais fatores condicionantes são: operações com títulos públicos federais, conta única do Tesouro Nacional, operações com o exterior, depósitos compulsórios, redesconto e operações com derivativos cambiais.

fator atua para elevar ou reduzir a liquidez além ou aquém das necessidades que estabilizam os juros Selic, o Banco Central aumenta ou diminui o montante de compromissadas a fim de ter a liquidez em nível apropriado, ou seja, compatível com a taxa Selic perseguida pela política monetária.

Tabela 5 – Estoque e Fatores Condicionantes das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)

	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020
Estoque (% PIB)	5,2	3,0	3,2	10,5	7,4	10,9	14,0	16,7	16,1	16,6
Estoque (RS milhões)	77.089	58.892	77.367	325.155	288.666	523.995	809.063	1.047.484	1.128.342	1.235.799
Operações com reservas internacionais	-26.427	14.556	74.369	-12.124	75.553	25.897	16.275	32.553	-17.349	-117.734
Operações com <i>swap</i> cambial	10.942	-6.032	5.436	-4.801	0	-1.098	17.329	-75.562	15.125	40.801
Compulsórios ¹	82.585	27.950	-14.988	62.180	-270.653	108.766	43.958	-944	21.280	15.270
Operações com títulos públicos	31.216	-9.409	21.613	138.058	43.239	128.750	126.611	16.158	19.504	-388.139
Resultado primário	-32.697	-52.722	-51.524	-71.780	-79.243	-86.838	20.357	158.501	115.453	744.716
Demais operações financeiras	12.213	4.429	-7.987	-6.733	29.063	-29.561	-11.348	-131.057	-156.403	-43.596
Juros nominais ²	8.031	14.309	13.280	32.940	35.998	36.202	67.148	134.575	65.752	32.973

Fonte: Banco Central do Brasil (2021m). Adaptação própria.

Nota 1: Compulsórios e demais operações do Banco Central.

Nota 2: Juros nominais e outras variações patrimoniais.

No acumulado, o saldo das operações compromissadas aumentou cerca de quinze vezes de 2002 a 2020. Quando se observa a participação de cada fator em relação à variação nominal do estoque das compromissadas no período, como mostra a Tabela 6, o impacto da aquisição de reservas internacionais foi de 19,7 p.p., o resultado das operações de *swap* cambial correspondeu a 6,5 p.p., e os depósitos compulsórios e demais operações do Banco Central a 3,0 p.p.. Desta forma, os impactos monetários do Banco Central foram responsáveis por 29,1% da variação nominal do estoque de compromissadas no período observado.

As operações com títulos públicos no mercado primário representam somente 1,5 p.p. no acumulado, o resultado primário teve participação de 49,6 p.p., enquanto as demais operações financeiras do governo equivaleram à contração de 50,2 p.p. Sendo assim, o impacto monetário do Tesouro Nacional praticamente se compensou ao longo dos anos, sendo de apenas 0,9%. Os juros das operações compromissadas e outras variações patrimoniais foram os que

mais contribuíram para a ampliação do estoque, 70,0 p.p.. A Tabela 6 apresenta o impacto acumulado de cada fator nos anos selecionados.

Tabela 6 – Fluxo Acumulado e Participação Percentual dos Condicionantes das Operações Compromissadas (Dez/2002 e Dez/2020)

	R\$ milhões	Part. %
Estoque em Dez/2002	77.089	
Operações com reservas internacionais	244.833	19,7
Operações de <i>swap</i> cambial	80.309	6,5
Compulsórios e demais operações do Banco Central	37.268	3,0
Operações com títulos públicos	18.682	1,5
Resultado primário do Governo Federal	617.820	49,6
Demais operações financeiras do Governo Federal	-624.873	-50,2
Juros nominais e outras variações patrimoniais	870.536	70,0
Estoque em Dez/2020	1.235.799	

Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021m).

Nota: Governo Federal inclui Tesouro Nacional e Previdência Social.

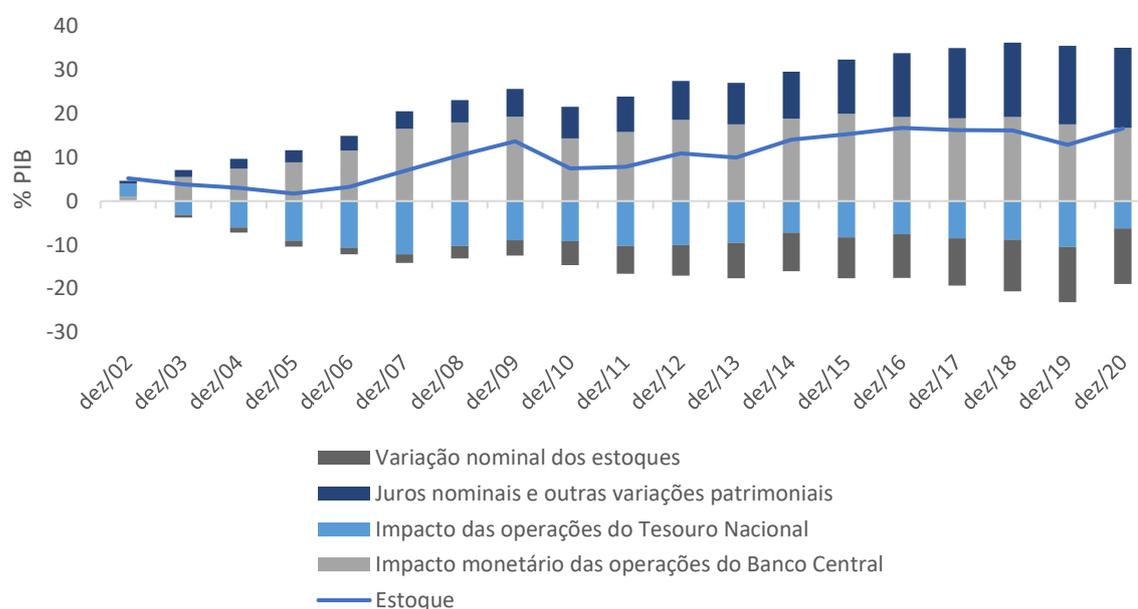
Cabe denotar ainda o comportamento das compromissadas por subperíodos, já que cada fator condicionante pode atuar tanto para aumentar quanto para reduzir seu estoque. Identificam-se cinco subperíodos, além de movimentos distintos nos últimos dois anos.

- 2002 - 2005: queda em função da diminuição das reservas internacionais no biênio 2004 e 2005, do decréscimo do saldo líquido das operações de *swap* cambial a partir de 2003 e, do superávit primário.
- 2006 - 2009: subida fortemente correlacionada com as compras de reservas internacionais e com os resgates líquidos de títulos públicos no mercado primário com uso dos superávits financeiros.
- 2010 - 2011: baixa das compromissadas motivada pelo aumento dos depósitos compulsórios.
- 2012 - 2014: alta do estoque com a intensificação dos resgates líquidos de títulos pelo Tesouro.
- 2015 - 2018: crescimento moderado associado aos déficits primários e aos juros das próprias compromissadas.

- 2019: redução com as emissões líquidas de títulos públicos e com a venda de reservas internacionais.
- 2020: elevação com o expressivo déficit primário pelos efeitos da pandemia de Covid-19, pelo uso de superávits financeiros para financiar gastos extraordinários no início do estado de calamidade pública em 2020, pela recompra de dívida em meados de 2020 para não validar os juros elevados pedidos para a rolagem da dívida e diminuição dos depósitos compulsórios, apesar da emissão líquida de títulos no ano e da venda de reservas internacionais diante da forte depreciação cambial.

Para finalizar essa parte acerca dos fatores condicionantes da evolução das compromissadas no agregado, o Gráfico 9 ilustra o consolidado dos impactos monetários do Tesouro Nacional e do Banco Central, além dos juros nominais e o efeito da variação do PIB nominal. Vê-se que as operações do Banco Central, os juros e outras variações patrimoniais afetam positivamente o estoque das compromissadas em proporção do PIB, enquanto o PIB e as operações do Tesouro afetam-no negativamente, com exceção de 2002.

Gráfico 9 – Evolução das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

Estes números estão em linha com os achados de Silva e Terra (2021). Eles mostram, a partir de um exame empírico acerca da dinâmica das operações compromissadas entre 2003 e 2019, que as reservas internacionais, os juros nominais e as operações com títulos impactam positivamente as compromissadas no curto e no longo prazo ao passo que o resultado primário e os *swaps* cambiais as impactam apenas no longo prazo. Os depósitos compulsórios não apresentaram relevância estatística na explicação do comportamento das compromissadas no período. A primeira análise que se pode fazer está relacionada à atuação do Banco Central e seu significado para a evolução das compromissadas no país. As outras análises estão associadas à atuação do Tesouro Nacional e aos juros pagos nas compromissadas.

3.2 Impacto Monetário das Operações Financeiras e Monetárias do Banco Central

Esta seção investiga o aumento das compromissadas que decorre das intervenções do próprio Banco Central. Examinam-se as operações financeiras da autoridade monetária que geram impactos expansionistas/contracionistas nas condições de liquidez, a saber, aquisições/vendas de reservas internacionais, compras/vendas de *swap* cambial e reduções/elevações das alíquotas dos depósitos compulsórios.

3.2.1 Operações com reservas internacionais

O estoque de operações compromissadas no balanço do Banco Central apresentou intenso crescimento no período de acúmulo de reservas internacionais. Com a grande entrada de Dólar no país de 2006 a 2012, haja vista os saldos comerciais positivos com o exterior e os influxos de capitais internacionais para o país no contexto de alta dos preços das *commodities* e abundância de liquidez, viu-se considerável intervenção do Banco Central no mercado de câmbio. Largas compras de Dólar foram feitas para compor reservas internacionais.

Com relação às reservas, ativo importante para lidar com desequilíbrios nas transações externas e para outras necessidades financeiras da autoridade monetária em sua gestão do balanço de pagamentos, elas podem amenizar as adversidades que desestabilizam os fluxos de capitais e geram movimentos disfuncionais de apreciação e depreciação do câmbio. No entanto,

as reservas normalmente têm custos de carregamento por causa das intervenções para esterilizar seus impactos sobre a oferta de Reais²³.

No Brasil, a aquisição de reservas internacionais teve como contrapartida o aumento do estoque de operações compromissadas. Isso ocorreu por conta da necessidade de esterilizar a liquidez resultante que ameaçava a estabilidade da taxa Selic. Por um lado, houve aumento dos ativos externos e, portanto, da liquidez disponível em moeda estrangeira, o que ampliou a segurança da economia doméstica contra possíveis interrupções na disponibilidade de recursos externos. Por outro, o acúmulo de reservas aumentou a liquidez na economia, posto que as aquisições de moeda estrangeira são pagas em moeda nacional, sem que houvesse compensação, na mesma medida, por parte de outros fatores condicionantes da base monetária capazes de reduzir o estoque de compromissadas.

O essencial é que a forte acumulação de reservas teve efeito expansionista sobre a base monetária, exigindo intervenção do Banco Central no mercado monetário, o que se deu por meio de operações compromissadas. Ou seja, ao comprar Dólar no mercado à vista de câmbio, o Banco Central injetou liquidez na economia que foi esterilizada com compromissadas a fim de evitar a queda indesejável da taxa de juros (CARBONE, C.; GAZZANO, 2016; FERREIRA, 2016b; PELLEGRINI, 2017d). Desse modo, o aumento das reservas internacionais (ativo) levou ao aumento das compromissadas (passivo) para regular as condições de liquidez da economia e assegurar a Selic-meta.

Portanto, em princípio, a expansão das compromissadas coincidiu com ampliação das reservas internacionais. De 53,799 US\$ bilhões em dezembro de 2005, as reservas alcançaram US\$ 373,147 bilhões em dezembro 2012, aumento de quase seis vezes. Desde então, seu saldo manteve-se relativamente estável. US\$ 355,620 bilhões era o total das reservas internacionais que o Brasil detinha em 2020, ano que uma quantidade razoável de reservas cambiais foi vendida por causa da saída expressiva de capital.

Quanto ao saldo das operações compromissadas, houve crescimento de mais de duas vezes comparativamente às reservas entre 2005 e 2012. Tomando o período como todo, as reservas internacionais saíram de um patamar de 9% do PIB em 2002 para 24,8% do PIB em 2020. As

²³ O custo das operações compromissadas feitas após as compras de reservas internacionais pode ser maior que a rentabilidade das reservas, e, por isso, há custos no carregamento delas.

compromissadas passaram de 5,2% para 16,6%. Embora o saldo das reservas internacionais em Dólar tenha ficado praticamente estável desde 2012, seu volume aumentou acentuadamente em Real por conta da depreciação cambial de 2011 em diante, principalmente em 2015 e 2020. As compromissadas, por sua vez, registraram avanço importante, com exceção de 2019, refletindo outros movimentos dos seus fatores condicionantes. O Gráfico 10 mostra a evolução conjunta das reservas internacionais e das operações compromissadas de dezembro de 2002 a dezembro de 2020, em que se pode ver o comportamento expansivo e similar das séries no período considerado.

Gráfico 10 – Reservas Internacionais e Operações Compromissadas (Dez/2002 – Dez/2020), % PIB



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

Pellegrini (2017c) argumenta que, provavelmente, o Banco Central utilizou amplamente compromissadas para enxugar a liquidez advinda do acúmulo de reservas devido à falta de regras que garantissem títulos públicos suficientes para as necessidades da política monetária em um contexto de excesso estrutural de liquidez. A expansão da liquidez gerada pelas compras de reservas indicava a necessidade de outros instrumentos, como as operações definitivas no mercado aberto.

Ferreira (2016b) chama atenção para o fato de a política de acumulação de reservas internacionais ter afetado o balanço do Banco Central. Apesar de a expansão dos balanços dos bancos centrais ter sido tendência mundial a partir da crise de 2008, o Brasil apresentou traços

peculiares. Do lado do ativo, além do acréscimo das reservas internacionais, houve incremento de títulos do Tesouro na carteira do Banco Central tanto para lastrear as compromissadas como para cobertura dos resultados negativos do Banco Central.

Intentou-se resolver este problema com a Lei nº 11.803/2008, que regulou as relações entre Banco Central e Tesouro Nacional, mesmo assim a Lei pouco impactou nas compromissadas, que continuaram sendo usadas intensamente. Do lado do passivo, houve aumento acentuado das compromissadas, expressando a forma como se esterilizou a liquidez resultante do acúmulo de reservas. Houve também crescimento do saldo da conta única do Tesouro Nacional, sobretudo vindos, entre 2002 e 2014, dos superávits primários federais, que se tornaram superávits financeiros na referida conta. Ademais, pós-2014 a desvalorização cambial também forneceu recursos à conta única. A Tabela 7 reporta o efeito das reservas cambiais no estoque de operações compromissadas. O impacto é visto em cada ano, em termos nominais na moeda nacional, em relação ao PIB, e no acumulado do período.

Tabela 7 – Impacto Monetário das Operações com Reservas Internacionais (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ Milhões	Acumulado
dez/02	-3,2	-26.427	-26.427
dez/03	-3,1	643	-25.783
dez/04	-2,4	14.556	-11.227
dez/05	0,0	52.395	41.168
dez/06	3,1	74.369	115.536
dez/07	8,8	155.391	270.927
dez/08	8,4	-12.124	258.803
dez/09	10,3	62.937	321.740
dez/10	12,2	75.553	397.292
dez/11	14,2	85.156	482.448
dez/12	14,7	25.897	508.345
dez/13	14,3	-22.429	485.917
dez/14	14,6	16.275	502.192
dez/15	14,3	-15.038	487.154
dez/16	14,9	32.533	519.687
dez/17	14,9	1.397	521.083
dez/18	14,6	-17.349	503.735
dez/19	12,7	-141.168	362.566
dez/20	11,1	-117.734	244.833

Fonte: Elaboração com base em Banco Central Do Brasil (2021m).

Nota: valores negativos = saldo doador de recursos. Valores positivos = saldo tomador de recursos.

Percebe-se, portanto, que a composição de reservas internacionais contribuiu fortemente para elevar a liquidez da economia de 2006 até 2012, com exceção de 2008, ano central da crise internacional. Nesse sentido, é inquestionável que a acumulação de reservas foi acompanhada de perto pelo avanço das compromissadas. Contudo, após 2012 o efeito das reservas foi menos expressivo e mais oscilante na explicação do comportamento das operações compromissadas.

3.2.2 Operações de *swap* cambial

Outro fator que contribuiu para a expansão das compromissadas foram os resultados das operações de *swaps* cambiais²⁴. Como visto no capítulo anterior, estas operações são realizadas pelo Banco Central para regular o funcionamento do mercado de câmbio e oferecer *hedge* cambial para as instituições financeiras e demais agentes. Os leilões de *swap* ocorrem no sistema Selic e são registrados na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), contraparte central das operações, na forma de "Contrato de *Swap* Cambial com Ajuste Periódico". A margem de garantia se constitui mediante entrega de títulos públicos federais, avaliados pelos preços de lastro aceitos nas operações compromissadas de um dia. Atualmente, os contratos de *swap* têm valor nominal de US\$50 mil, com ajustes diários em reais pela taxa Selic²⁵.

O objeto de negociação é o diferencial entre a taxa Selic e a variação da taxa de câmbio no período contratado, isto é, a troca de rentabilidade da taxa Selic contra variação da taxa de câmbio em relação ao Dólar acrescida da taxa de cupom cambial, taxa representativa de juros em Dólar. Quando o Banco Central compra contratos de *swap*, denominados “*swap* cambial tradicional”, ele assume posição passiva em taxa de câmbio mais cupom cambial e posição ativa na taxa Selic. Esta operação equivale à venda de títulos cambiais. Inversamente, quando vende contratos de *swap*, chamados de “*swap* cambial reverso”, o Banco Central assume posição ativa em taxa de câmbio mais cupom cambial e posição passiva na taxa Selic, sendo uma operação análoga à recompra de títulos cambiais.

Se a variação cambial mais o cupom cambial excederem a taxa Selic no período do contrato, o Banco Central paga a diferença; se não, ele a recebe. A diferença é liquidada exclusivamente

²⁴ Apuram-se duas espécies de resultado para os *swaps* cambial: caixa e competência. O resultado caixa corresponde a ganhos e perdas com a correção cambial, a marcação a mercado e os juros. O resultado competência registra os ganhos e perdas ocorridos no mês, independente da data de sua liquidação financeira, feita no dia útil seguinte.

²⁵ Valor nominal é o valor de referência da posição devedora assumida pelo Banco Central, convertida pela taxa de câmbio de compra de final de período.

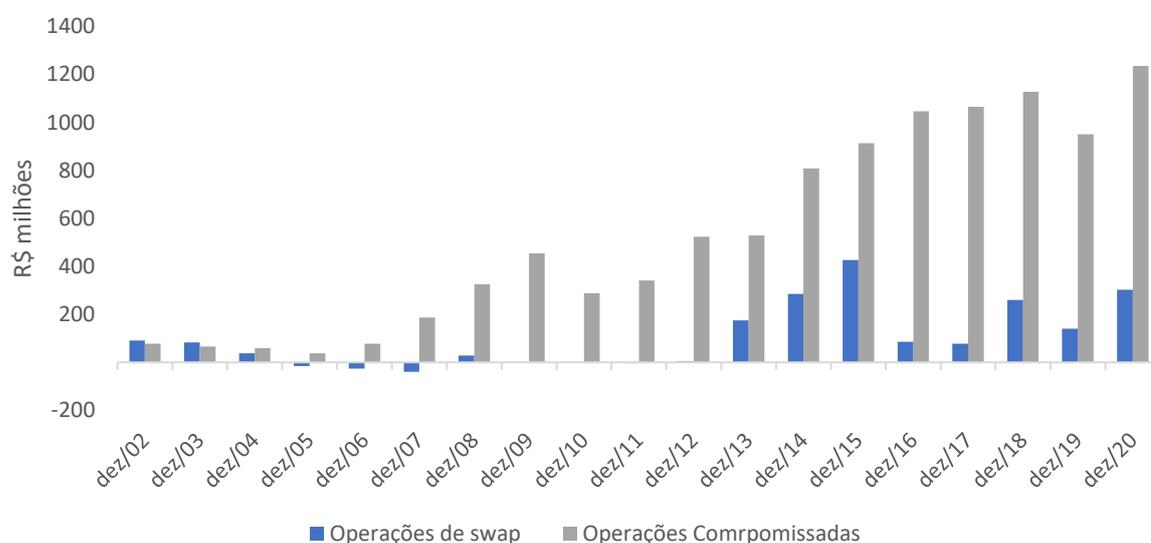
em Real e corresponde ao resultado realizado. Nos *swaps* cambiais tradicionais, o Banco Central costuma ter perda com a depreciação cambial e ganhos com a apreciação cambial.

Em momentos de alta volatilidade do câmbio, o Banco Central opta por colocar uma grande quantia de *swaps* cambial no mercado. Os *swaps* alcançaram volumes significativos a partir de 2013, quando o câmbio se tornou mais volátil, com a intenção de mitigar a desvalorização cambial acentuada. O saldo líquido das operações de *swap* teve aumento expressivo entre 2013 e 2015, e entre 2018 e 2020, anos em que se intensificou a demanda por proteção cambial, face a maior variação da taxa de câmbio e a perspectiva de contínua desvalorização cambial. O valor dos contratos somou R\$ 426,77 bilhões em 2015 e R\$ 302,50 em 2020, com o Banco Central tendo perda de R\$ 102,628 bilhões e de R\$ 40,986, respectivamente. Outro ano que cabe destacar foi 2016, em que o Banco Central teve ganhos de R\$ 83,803 bilhões nas operações de *swap* com a apreciação cambial.

Os efeitos dos *swaps* cambiais sobre as operações compromissadas foram maiores a partir de 2008, quando se fez mais uso dos *swaps* reversos, especialmente após 2013, quando se ofertaram mais *swaps* tradicionais. De 2015 em diante, com exceção de 2016, a posição comprada prevaleceu. Em 2020, o valor financeiro mensal médio dos leilões de contratos de *swap* cambial tradicional efetuados pelo Banco Central aumentou cerca de 65%, de US\$ 6,6 bilhões em 2019 para US\$ 10,9 bilhões em 2020. Em dezembro do referido ano, a posição comprada totalizou US\$ 415,155 bilhões, mesmo valor da posição líquida, já que não houve posição vendida (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020e, 2020n).

O Gráfico a seguir mostra a evolução das operações de *swap* e das operações compromissadas no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2020. Como se pode ver, o saldo dos *swaps* era pouco expressivo e mais volátil até 2008, crescendo ativamente depois de 2013, de forma que chegou ao patamar próximo do valor nocional máximo em 2015. Desse modo, manteve-se o estoque de reservas internacionais em seu ativo e evitou-se a redução das operações compromissadas que a venda de Dólar no mercado à vista causaria. Quando o Banco Central vende reservas internacionais, ocorre redução da liquidez disponível no mercado, levando o Banco Central a resgatar operações compromissadas. As operações de *swap* cambial, portanto, contribuíram que isso não acontecesse.

Gráfico 11 – Operações de Swap Cambial e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021h e 2021m).

Nota: Valores negativos corresponde a colocação e resgate de *swap* reverso.

Embora tenha ocorrido aumento do estoque de *swaps* cambiais, é o resultado dessas operações que importa para mudança do saldo das comprometidas. Os pagamentos do Banco Central ao mercado, quando a variação cambial mais o cupom cambial são maiores do que variação da taxa Selic no caso de depreciação cambial, expandem a base monetária. Logo, as operações comprometidas aumentam. Na situação em que o Banco Central recebe pagamentos do mercado, quando a taxa Selic é maior do que a variação cambial com o cupom cambal devido à apreciação cambial, a base monetária se contrai. Desse modo, as operações comprometidas diminuem. A Tabela 8 traz o impacto monetário das operações de *swap* cambial de 2002 até 2020.

Tabela 8 – Impacto Monetário das Operações de Swap Cambial (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ Milhões	Acumulado
dez/02	0,7	10942	10.942
dez/03	-0,2	-15632	-4.690
dez/04	-0,5	-6032	-10.722
dez/05	-0,6	-2684	-13.407
dez/06	-0,4	5436	-7.970
dez/07	-0,1	8812	842
dez/08	-0,2	-4801	-3.959
dez/09	-0,3	-3199	-7.158
dez/10	-0,3	0	-7.158
dez/11	-0,3	-706	-7.864
dez/12	-0,3	-1098	-8.962
dez/13	-0,3	1315	-7.647
dez/14	0,0	17329	9.682
dez/15	1,5	89657	99.339
dez/16	0,3	-75562	23.776
dez/17	-0,1	-7033	16.744
dez/18	0,2	15125	31.869
dez/19	0,1	7640	39.508
dez/20	0,5	40801	80.309

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

Nota: valores negativos = saldo doador de recursos. Valores positivos = saldo tomador de recursos.

As operações compromissadas sobem em caso de perda e diminuem em caso de ganho do Banco Central com as operações de *swap* cambial. Por exemplo, em 2015, ano de forte desvalorização cambial, o resultado negativo do Banco com *swaps* expandiu a base monetária, de tal modo que as operações compromissadas se elevaram. Porém, em 2016, ano de valorização cambial, o resultado positivo com os *swaps* fez com que elas se reduzissem, dado a contração da base monetária.

Dessa forma, o resultado das operações de *swap* tende a ser positivo com a apreciação cambial e negativo com a depreciação cambial, o oposto do que se observa com o custo de carregamento líquido das reservas. Em geral, a apreciação do câmbio diminuiu o valor em Real das reservas internacionais e elevou o custo de seu carregamento líquido, porém houve ganhos nas operações de *swap*. Já a depreciação do câmbio, na maioria das vezes, aumentou o valor das reservas e diminuiu o custo do seu carregamento, mas implicou perdas nas operações de *swap*. Com a variação cambial, as perdas ou ganhos dos *swaps* são automaticamente realizadas ao passo que as perdas e ganhos das reservas não, a não ser que as reservas sejam de fato negociadas (PELLEGRINI, 2017c). Ademais, as perdas e os ganhos do Banco Central com as

operações cambiais motivaram alterações no arcabouço legal que rege o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, a Lei 11.803/2008 e a Lei 13.820/2019, discutidas um pouco mais quando se passar ao tratamento do resultado do Banco Central.

3.2.3 Depósitos compulsórios e outras operações financeiras

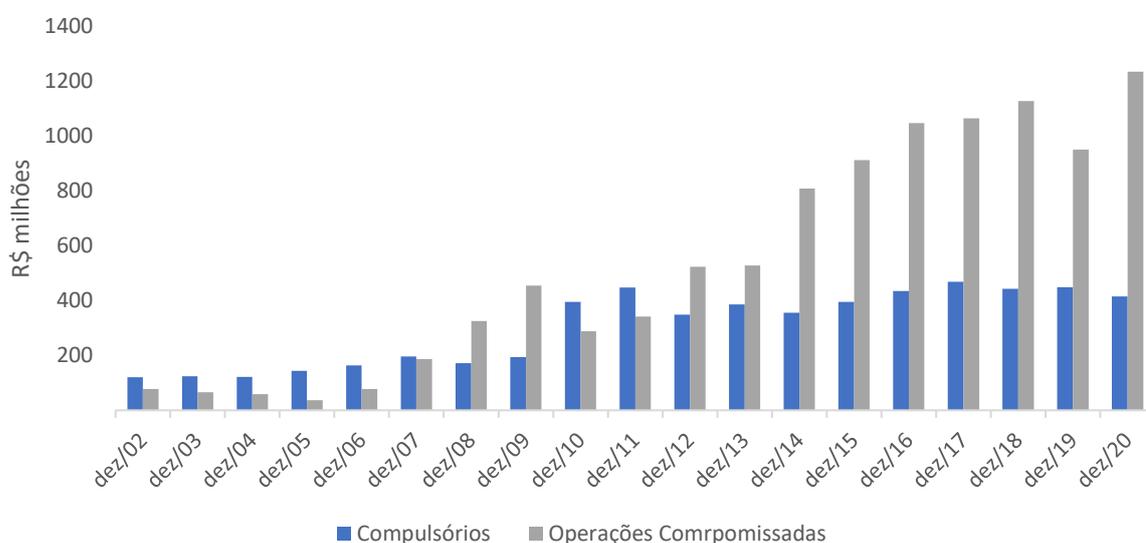
A variação nos depósitos compulsórios das instituições financeiras também altera a base monetária, assim como mudanças no redesconto e em outras operações do Banco Central. Conseqüentemente, o saldo das operações compromissadas aumenta ou diminui. Interessa enfatizar aqui que os recolhimentos compulsórios em espécie, sobre os recursos à vista, a prazo e de poupança, são instrumento de política monetária, e, assim como as operações compromissadas, desempenham função de adequação das condições de liquidez da economia, sendo passivo do Banco Central²⁶.

Ao menos em parte, os compulsórios funcionam como instrumento alternativo às compromissadas. Tudo o mais constante, a variação nas alíquotas dos recolhimentos compulsórios redundam em variação do saldo das operações compromissadas na direção oposta. Portanto, quando os compulsórios diminuem, normalmente se tem maior uso das compromissadas em virtude da expansão da liquidez no interbancário. Contrariamente, quando os compulsórios sobem, o uso das compromissadas se arrefece em razão da diminuição da liquidez no interbancário. Tem-se, na prática, troca entre contas de passivo do Banco Central.

Ademais, quando há liberação parcial dos requerimentos compulsórios em contexto de instabilidade econômica, as reservas bancárias costumam se expandir e ser direcionadas para operações compromissadas, feitas pelo Banco Central com o objetivo de manter a taxa de juros na meta. O Gráfico 12 relaciona depósitos compulsórios e operações compromissadas no período de 2002 a 2020.

²⁶ Em dezembro de 2020, os depósitos compulsórios sobre os recursos à vista tinham alíquota de 21%, sem remuneração. Sobre recursos a prazo, a alíquota estava em 17%, após registrar baixa de 8 p.p. no ano, sendo os recursos remunerados pela taxa Selic. Sobre os depósitos de poupança, a alíquota era de 20%, remunerados com base na TR + 6,17% a.a. ou na TR+70% da taxa Selic.

Gráfico 12 – Depósitos Compulsórios e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m e 2021n).

No quadro da crise internacional, o Banco Central resolveu diminuir as exigibilidades compulsórias das instituições financeiras entre outubro de 2008 e janeiro de 2009 para sustentar a liquidez da economia. As alíquotas dos compulsórios passaram de 45% para 43% sobre os depósitos à vista, de 20% para 15% sobre os depósitos de poupança e de 15% para 13,5% sobre os depósitos a prazo. Neste período, a variação das operações compromissadas foi de R\$ 97,1 bilhões (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020j, 2021f).

A Tabela 9 abaixo mostra os efeitos monetários dos compulsórios e outras operações a cargo do Banco Central. Destaca-se o impacto contracionista no biênio 2010-2011, que contribuiu para a redução do montante das compromissadas. Entre março de 2010 e junho de 2011 houve reversão da política de compulsórios para auxiliar o enxugamento da liquidez resultante das compras de reservas internacionais. As alíquotas sobre os recursos à vista subiram para 43%, as dos depósitos a prazo para 20% e as dos depósitos de poupança para 17%. Com isso, as compromissadas foram menos utilizadas neste período, retrocedendo R\$ 83,3 bilhões. Passados os efeitos dos compulsórios, as compromissadas voltaram a subir. A redução dos recolhimentos obrigatórios sobre os recursos a prazo em 2020, de 25% para 17%, como parte das medidas de combate dos efeitos econômicos da pandemia da Covid-19, também foi parcialmente responsável pelo aumento das operações compromissadas em 2020.

Tabela 9 – Impacto Monetário dos Compulsórios e Demais Operações do Banco Central (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ Milhões	Acumulado
dez/02	3,49	82.585	82.585
dez/03	8,84	91.887	174.473
dez/04	10,27	27.950	202.423
dez/05	9,43	-18.126	184.297
dez/06	8,81	-14.988	169.309
dez/07	7,72	-29.618	139.691
dez/08	9,72	62.180	201.870
dez/09	9,30	-14.079	187.791
dez/10	2,33	-270.653	-82.862
dez/11	1,92	-18.247	-101.109
dez/12	4,18	108.766	7.657
dez/13	3,53	-34.491	-26.834
dez/14	4,29	43.958	17.124
dez/15	4,11	-10.470	6.654
dez/16	4,10	-944	5.710
dez/17	3,85	-16.275	-10.565
dez/18	4,16	21.280	10.715
dez/19	4,31	11.282	21.998
dez/20	4,51	15.270	37.268

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

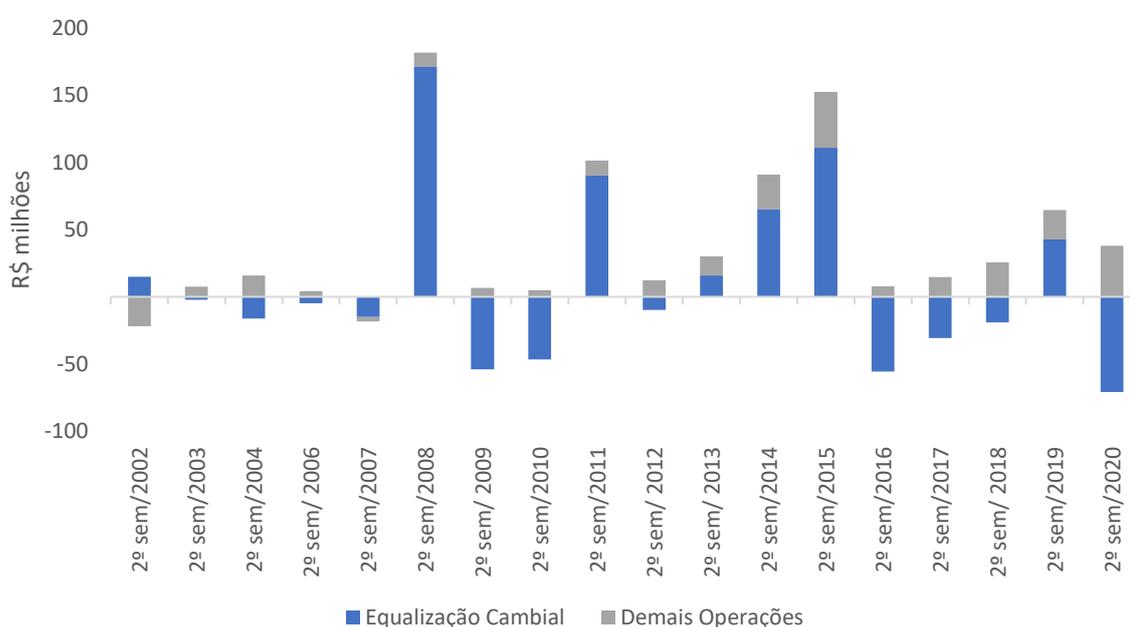
3.2.4 Resultado do Banco Central do Brasil

O resultado financeiro do Banco Central, diferença entre ganhos e perdas em cada balanço semestral, não faz parte dos fatores condicionantes das operações compromissadas. Contudo, o tratamento dos resultados alcançados pela autoridade monetária, mediante transferência ao Tesouro quando positivo e cobertura pelo Tesouro quando negativo, pode ter efeitos indiretos sobre as compromissadas.

A Lei 11.803/2008, aprovada durante a ampliação das reservas internacionais e dos *swaps* cambiais, visou regular o tratamento dos ganhos e perdas patrimoniais da autoridade monetária decorrente da variação cambial, estabelecendo que seus saldos seriam repassados ou custeados pelo Tesouro Nacional. Também objetivou conferir maior transparência à composição dos resultados do Banco Central. Com a Lei, passou-se a apurar o resultado no balanço semestral em duas partes: cambial e operacional. A primeira computa o resultado das operações com reservas internacionais, que explica a maior parte dos resultados, e das operações com derivativos cambiais, sendo conhecida como “equalização cambial”. A segunda contabiliza o resultado das “demais operações” do Banco Central em moeda doméstica.

O elevado volume de reservas internacionais associado à alta volatilidade do câmbio tornou o resultado do Banco Central mais volátil a partir de 2008, com alternância entre expressivos lucros e prejuízos provenientes, respectivamente, da desvalorização e valorização das reservas cambiais. O Gráfico 13 ilustra esses dados, de 2002 a 2020. Nota-se que o resultado das operações cambiais variou bastante, apresentando altos valores absolutos. Já o resultado das demais transações internas é usualmente positivo.

Gráfico 13 – Resultados Semestrais do Banco Central do Brasil (2º semestre/2002 – 2º semestre/2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria. Tesouro Nacional (2021a).

Observa-se no Gráfico que a parte da equalização cambial se modificou bem após 2008, enquanto a parte das demais operações se manteve bem-comportada. Desde meados de 2011, com a tendência de depreciação cambial, apesar de oscilações importantes da taxa de câmbio como as verificadas em 2015 e 2016, o resultado das operações cambiais foi puxado para cima pelas reservas e para baixo pelos *swaps*.

O resultado do Banco Central tende a ser negativo com a apreciação cambial, pois o valor das reservas internacionais em Real diminui, mesmo considerando os ganhos com os *swaps* cambiais, o que requer emissão de títulos do Tesouro para a carteira do Banco Central. Por outro lado, o resultado tende a ser positivo com a depreciação cambial por conta do aumento

do valor das reservas em Real, mesmo considerando as perdas com os *swaps*²⁷, o que resulta em depósito na conta única do Tesouro. Ao contrário do que ocorre com os resultados dos *swaps*, os ganhos e perdas com as reservas são apenas contábeis, ou seja, não efetivamente realizados. Porém, fazem parte dos resultados apurados pelo Banco Central.

Registra-se, em particular, que a equalização cambial de 2015 foi de R\$ 110,938 bilhões positivos com a significativa desvalorização da taxa de câmbio verificada neste ano, e de R\$ 55, 674 bilhões negativos em 2016 com a valorização cambial registrada então. Outro valor negativo importante ocorreu em 2020, R\$ 70,826 bilhões, com o grande volume dos contratos de *swaps* frente à forte desvalorização da taxa de câmbio.

A Lei nº 11.803/2008 dispôs que o Tesouro cobrisse os resultados negativos das operações cambiais via transferência de títulos, e recebesse, em dinheiro, os resultados positivos na conta única. Os lucros do Banco Central, transferidos à conta única, destina-se exclusivamente ao pagamento da dívida pública mobiliária federal, preferencialmente daquela em poder do Banco. Primeiro porque as reservas internacionais são financiadas por emissão de moeda e/ou venda de títulos públicos, segundo por conta do resultado negativo ser coberto via emissão de títulos públicos, e terceiro porque se o resultado positivo for utilizado para outra finalidade, como abatimento da dívida em mercado, há injeção de liquidez na economia (LEISTER; MEDEIROS, 2016).

Os aportes de títulos na carteira do Banco Central em virtude dos resultados negativos fizeram com que o Banco tivesse mais meios para realizar operações compromissadas. Já os créditos na conta única do Tesouro procedentes dos resultados positivos do Banco Central puderam ser utilizados para resgatar dívida pública em poder mercado além de montarem um colchão de liquidez para a gestão das finanças públicas federais. Isto, por sua vez, forçou a realização de operações compromissadas.

O uso dos lucros do Banco Central para resgate de dívida em mercado, advindos principalmente de operações cambiais, causou elevação da base monetária e pressionou para baixo a taxa de juros. A colocação de operações compromissadas em mercado segurou a queda.

²⁷ Cabe notar que os ganhos e as perdas com as reservas são meramente contábeis, ou seja, não realizados financeiramente, a menos que a alienação delas aconteça. Isso se deve ao regime de competência, em que ganhos e perdas são registrados quando ocorrem, independente de terem gerado entrada ou saída de caixa. No caso dos *swaps*, os ganhos e perdas são realizados com efetivo impacto de caixa para o Banco Central, de modo que o valor registrado no regime de competência é similar ao do regime de caixa.

O que se teve na realidade foi uma troca de DPMFi por operações compromissadas (CARBONE, C.; GAZZANO, 2016). Portanto, nas ocasiões em que os resultados positivos do Banco Central foram gastos para recomprar dívida, a esterilização monetária foi feita pelo aumento das operações compromissadas. Isso ocorreu entre 2008 e 2014, como será visto na terceira seção deste capítulo.

O resultado do Banco Central é significativamente afetado pelas reservas internacionais no seu ativo, por deixá-lo mais sensível à variação da taxa de câmbio. Além disso, as reservas impulsionaram o processo de expansão do balanço do Banco a partir de 2008, refletindo o mecanismo de transferência de resultados da Lei 11.803. Do lado do ativo, houve aumento da carteira de títulos do Banco Central com os prejuízos apurados e com as necessidades de neutralizar o acréscimo de liquidez resultante da aquisição de reservas. Do lado do passivo, cresceu consideravelmente o saldo da conta única do Tesouro com os ganhos cambiais e superávits financeiros do período, na presença de contínuos superávits primários até 2013, e das operações compromissadas utilizadas para absorver o excesso de liquidez. Ainda, o uso de parte dos ganhos cambiais do Banco Central para amortizar dívida pública em mercado adicionou liquidez, retirada através de compromissadas (FERREIRA, 2016c; GOLDFAJN, 2016; MENDES, 2016).

A vigência da Lei 11.803/2008 acabou promovendo distorções em razão da sistemática de tratamento do resultado do Banco Central, particularmente os enormes fluxos de recursos entre as autoridades monetária e fiscal. A alternância entre grandes resultados positivos e negativos produziu substancial fluxo de títulos do Tesouro ao Banco Central e de dinheiro do Banco Central para o Tesouro. Isto levou à aprovação da Lei nº 13.820/2019 que estabeleceu que o resultado positivo da equalização cambial, observado o limite do valor integral, deve constituir reservas no próprio Banco Central para compensação de eventuais perdas futuras das operações com reservas e derivativos cambiais. Esta Lei pode contribuir para reduzir a emissão de títulos do Tesouro Nacional para cobertura dos resultados negativos do Banco Central, bem como os depósitos do Banco na conta única do Tesouro, reduzindo assim os fluxos entre as duas instituições (SECRETÁRIA DO TESOUREO NACIONAL, 2021). Consequentemente, pode apoiar a redução das operações compromissadas.

3.3 Impacto Monetário das Operações Financeiras e Fiscais do Tesouro Nacional

Averigua-se agora a relação das compromissadas com as operações do Tesouro Nacional que geram impacto no mercado monetário, quais sejam, resgates e emissões de títulos federais, superávit e déficit primário e outras operações financeiras. A atuação do Tesouro, que tem como contrapartida redução ou elevação do saldo de sua conta única no Banco Central, pode requerer medidas de compensação de responsabilidade do Banco Central por meio de operações compromissadas.

3.3.1 Operações com títulos públicos no mercado primário

Um canal por meio do qual o Tesouro Nacional afeta a base monetária são as operações primárias com títulos de sua própria emissão. Nesse sentido, resgates e colocações de títulos públicos no âmbito das necessidades de financiamento do Governo Central e da gestão da dívida pública, fazem parte dos fatores explicativos da evolução das operações compromissadas.

Resgates (emissões) de títulos do Tesouro Nacional causam diminuições (aumentos) no saldo da conta única do Tesouro no Banco Central. No caso de resgate líquido, com recompras superiores às emissões, há saques na conta única para efetuar pagamentos devidos aos detentores dos títulos. Tudo o mais constante, isto aumenta a liquidez da economia e obriga o Banco Central realizar compromissadas para deixar a base monetária no patamar necessário à estabilidade da taxa Selic. Inversamente, quando o Tesouro realiza emissão líquida de títulos, emissões acima dos resgates, ocorre depósitos na conta única. Há, portanto, redução da liquidez da economia fazendo com que o Banco Central desfaça operações compromissadas para ajustar o nível de liquidez²⁸ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018; PELLEGRINI, 2017c, 2020).

Em outras palavras, se o Tesouro Nacional resgata títulos em termos líquidos junto ao mercado, o impacto monetário é positivo e o Banco Central coloca operações compromissadas no mercado para absorver recursos. Nesse caso, as compromissadas substituem parte da dívida mobiliária na composição da dívida bruta. Porém, se houver emissão líquida o efeito é o oposto:

²⁸ A emissão de dívida pelo Tesouro compreende venda em oferta pública, emissão direta, troca, Tesouro Direto e transferência de carteira. O resgate de dívida, por sua vez, envolve vencimento, compra, troca, Tesouro Direto, pagamento de dividendos e cancelamento (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2021).

reduz-se a liquidez do sistema monetário e o Banco Central resgata compromissadas para conceder recursos líquidos.

No período de 2007 a 2014, os resgates líquidos somaram R\$ 316,378 bilhões. Avulta-se a estratégia do Tesouro em diminuir gradualmente a participação dos títulos remunerados à taxa Selic na estrutura da dívida pública ao longo da década de 2000, sobretudo na primeira metade da década seguinte, com substituições importantes nos anos 2012-2014²⁹. Consequentemente, as operações compromissadas subiram ao serem acionadas para compensar a expansão da base monetária. Dessa forma, elas ocuparam parte do espaço aberto pela redução dos títulos indexados à Selic (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2021).

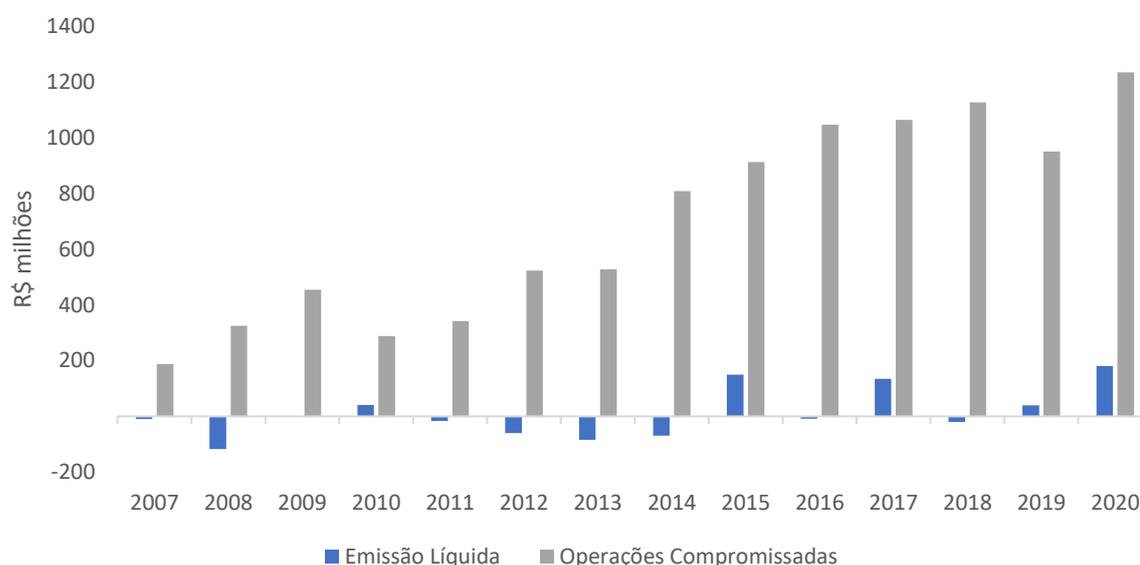
Os resultados primários positivos do Governo Federal até 2013, as transferências de resultados positivos do Banco Central da equalização cambial à conta única após 2012 e os juros nominais da conta única serviram para montar superávits financeiros que se dedicaram ao resgate de dívida mobiliária junto ao mercado. Após 2014, no entanto, os resultados primários negativos levaram o Tesouro a efetuar emissões líquidas, de tal modo que o impacto monetário das operações com títulos públicos foi contracionista sobre a base monetária. As emissões líquidas totalizaram R\$ 658,311 bilhões de 2015 a 2020 com a necessidade de financiar os elevados déficits fiscais (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2021). Retirou-se, portanto, a exigência de efetuar compromissadas devido à atuação do Tesouro no mercado primário de títulos públicos.

Todavia, o saldo das compromissadas não sofreu redução por conta dos déficits primários e dos juros incidentes sobre o estoque. Além disso, em situações adversas, o uso de compromissadas pode aliviar a pressão no mercado de títulos públicos, já que o mercado exige juros mais altos e prazos menores para continuar com a posição de títulos em carteira, principalmente dos prefixados (PELLEGRINI, 2017a).

O Gráfico 14 abaixo permite visualizar as emissões líquidas de títulos públicos (negativas e positivas) juntamente com as operações compromissadas de 2007 a 2020. Vê-se que as emissões líquidas negativas (resgates líquidos) prevaleceram até 2014 e as emissões líquidas positivas foram maiores de 2015 em diante. O primeiro movimento impulsionou as operações compromissadas enquanto o segundo as atenuaram, como fica evidente na Tabela 10 a seguir.

²⁹ As informações estão disponíveis no Relatório Mensal da Dívida da Secretaria do Tesouro Nacional a partir de 2007.

Gráfico 14 – Emissão Líquida da DPMFi e Operações Compromissadas (2007 – 2020), R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m) e Secretaria do Tesouro Nacional (2021b).

Repare-se que em 2008 e no triênio 2012-2014 a emissão líquida da DPMFi foi consideravelmente negativa, já nos anos de 2015, 2017 e 2020 ela foi fortemente positiva, alcançado patamar inédito no último ano. De acordo com os dados do Relatório Mensal da Dívida (2021b), em dezembro de 2020 as emissões da DPMFi atingiram R\$ 184,442 bilhões e os resgastes R\$ 3,600 bilhões. A emissão líquida, portanto, foi de R\$ 180,841 bilhões, quase o mesmo montante da contração da liquidez resultante, de R\$ 180,124 bilhões. Nos dados do Relatório de Administração Selic (2020), o valor financeiro mensal médio dos leilões de títulos realizados pelo Tesouro Nacional aumentou 85,4%, chegando a R\$ 109 bilhões em 2020. No final desse ano, o valor financeiro dos leilões correspondeu a R\$ 181,84 bilhões. O impacto monetário das operações com títulos federais, nos mercados primário e secundário, teve saldo negativo de R\$ 21,783 bilhões. A colocação de títulos no mercado primário foi equivalente a R\$ 183,725 bilhões contra apenas R\$ 2,007 bilhões de resgate.

Tabela 10 – Emissões, Resgates e Impacto na liquidez da DPMFi (2007 - 2020), R\$ milhões – acumulado no ano

	Emissões	Resgates	Emissão Líquida	Impacto na Liquidez
2007	503.417	513.421	-10.004	16.762
2008	329.229	446.462	-117.233	137.348
2009	462.165	462.122	42	99.588
2010	591.762	551.058	40.704	46.723
2011	484.882	501.929	-17.047	73.494
2012	586.930	647.186	-60.256	133.686
2013	467.706	551.402	-83.696	142.233
2014	552.166	621.054	-68.888	126.589
2015	856.436	706.575	149.861	-137.717
2016	708.764	717.201	-8.436	- 20.115
2017	720.573	585.803	134.770	-137.555
2018	656.929	677.302	-20.372	23.458
2019	738.092	698.807	39.284	-383.77
2020	184.442	3.600	180.841	-180.124

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2021b).

Com relação às operações compromissadas, seu valor financeiro mensal médio aumentou 97,2% em 2020, somando R\$ 9,8 bilhões. Em dezembro, o valor financeiro dos leilões de compromissadas foi de R\$ 17,20 bilhões. O saldo líquido das compromissadas no mês foi igual a R\$ 1.289,1 trilhão, refletindo pouco a atuação do Tesouro Nacional no mercado de títulos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d, 2021e). A Tabela 11 abaixo mostra o impacto monetário das operações com títulos federais de dezembro de 2002 a dezembro de 2020.

Tabela 11 – Impacto Monetário das Operações com Títulos Públicos (Dez/2002 -Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ milhões	Acumulado
dez/2002	5,2	31.216	31.216
dez/2003	-0,7	-102.680	-71.464
dez/2004	-1,2	-9.409	-80.873
dez/2005	-2,2	-21.630	-102.503
dez/2006	-1,3	21.613	-80.890
dez/2007	-0,7	17.663	-63.228
dez/2008	3,8	138.058	74.831
dez/2009	6,7	97.314	172.145
dez/2010	7,8	43.239	215.384
dez/2011	9,4	72.049	287.433
dez/2012	12,1	128.750	416.183
dez/2013	14,8	141.925	558.108
dez/2014	17,0	126.611	684.719
dez/2015	14,5	-145.704	539.015
dez/2016	14,8	16.158	555.174
dez/2017	12,9	-127.241	427.933
dez/2018	13,1	19.504	447.437
dez/2019	12,6	-40.615	406.821
dez/2020	7,4	-388.139	18.682

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

Nota-se a significativa expansão da base monetária de 2008 até 2014 por força dos resgates líquidos do Tesouro, viabilizados pelos superávits primários, pelos lucros do Banco Central depositados na conta única e pela remuneração desta conta. Isto implicou acentuado aumento das operações compromissadas. Mas, a partir de 2014, as emissões líquidas em função dos déficits primários passaram a contrair a base monetária. Assim, não houve pressão sobre operações compromissadas advinda das transações no mercado primário de títulos públicos.

3.3.2 Resultado primário do Governo Central

O resultado positivo do Governo Central pode diminuir o saldo das operações compromissadas por retrain a liquidez, desde que não haja resgates líquidos de títulos por parte do Tesouro capaz de compensar seu efeito. O resultado negativo, em vez disso, opera para

expandir as compromissadas por aumentar a liquidez do sistema, contanto que não se tenha emissão líquida de títulos públicos para contrapesar seu efeito.

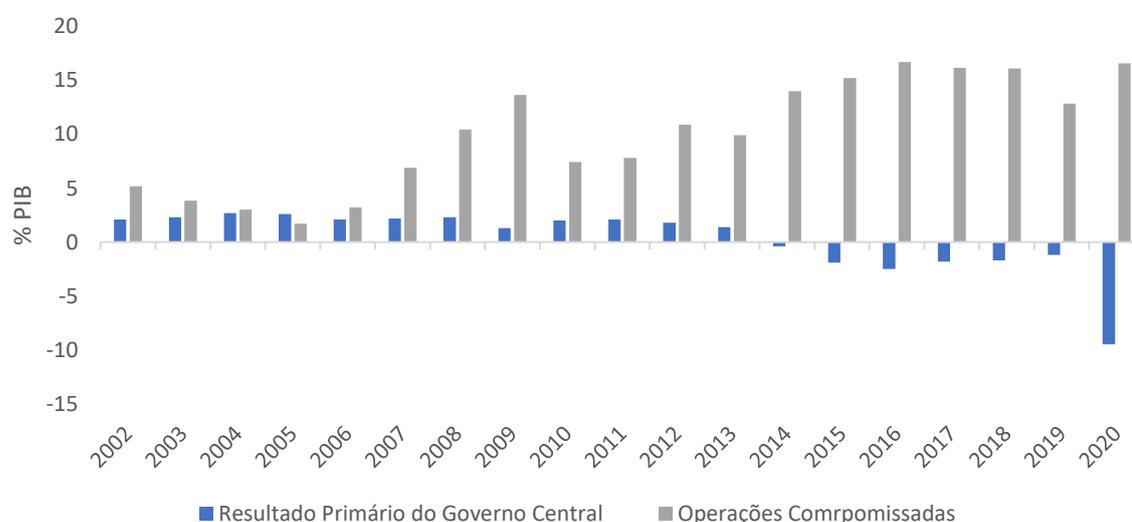
Os superávits primários apurados até 2013, por um lado, aumentaram o saldo da conta única do Tesouro Nacional, reduzindo a necessidade de se realizar compromissadas. Por outro, ao serem utilizados para o resgate de títulos públicos no mercado primário, abriu-se espaço para a colocação de compromissadas a fim de anular os impactos monetários expansionistas desta operação. O efeito expansionista do resgate de títulos se sobrepôs ao efeito contracionista do aumento da conta única por ação dos primários positivos até 2013.

Na média do período 2002-2013, o superávit primário ficou em 2,1 % do PIB. Apesar de ter caído após 2008, manteve-se no patamar médio de 1,7 % do PIB entre 2009 e 2013. As emissões líquidas foram negativas em R\$ 247,489 bilhões de 2007 a 2013, financiadas em boa parte com os superávits primários. Ao mesmo tempo, as compromissadas subiram 3 p.p. do PIB, utilizadas para enxugar a liquidez resultante dos resgates líquidos.

Com os déficits primários do Governo Central a partir de 2014, e a correspondente redução da conta única, o aumento das compromissadas era esperado pela expansão da base monetária. Todavia, as emissões líquidas de títulos públicos para atender as necessidades de financiamento do governo amorteceram a trajetória ascendente. A emissão de títulos parece ter neutralizado o impacto expansionista da redução do saldo da conta única por conta dos déficits primários. O Gráfico 15 relaciona o resultado primário com as operações compromissadas no período 2002-2020.

Vê-se a deterioração do resultado primário a partir de 2011, particularmente por efeito do crescimento da despesa primária do Governo Federal e dos impactos negativos da retração econômica. A conversão ao déficit ocorreu em 2014, chegando a 1,9 % em 2015 e 2,5 % em 2016. No período 2014-2019, o déficit médio foi de 1,6% do PIB. Em 2020, na presença dos gastos relacionados à conjuntura pandêmica, o resultado primário do Governo Central foi negativo em R\$ 745,266 bilhões, equivalente a 9,5% do PIB.

Gráfico 15 – Resultado Primário do Governo Central e Operações Compromissadas (2002 – 2020), % PIB



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m) e Secretaria do Tesouro Nacional (2020).

O impacto do déficit primário sobre as operações compromissadas ocorre por intermédio da conta única e das emissões de dívida mobiliária. Enquanto reduções da conta única aumentam a liquidez do sistema pressionando as compromissadas, as maiores emissões de dívida pelo Tesouro diminuem a liquidez dispensando-as. No quadro dos déficits primários e dos saques na conta única para pagamentos dos serviços da dívida, as compromissadas registraram incremento de 2,6 p.p., saindo de R\$ 809,063 bilhões (14% do PIB) em dezembro de 2014 para R\$ 1,235 trilhão (16,6 % do PIB) em dezembro de 2020.

Pellegrini (2017c) pondera que a trajetória ascendente da dívida pública federal desde 2014, com riscos fiscais crescentes e não equacionados, piorou as condições no mercado primário de títulos públicos³⁰. Nos momentos de maior aversão ao risco, em que aumenta a exigência do mercado para a rolagem da dívida, o Tesouro emitiu títulos em valor inferior aos resgates, reduzindo o saldo da conta única. Nessas ocasiões, o Banco Central colocou compromissadas em mercado para retirar o excesso de liquidez. Portanto, os déficits, a menor oferta pública de títulos e a redução no saldo da conta única resultaram em pressão adicional sobre as

³⁰ A DBGG, na metodologia do Banco Central do Brasil, passou de 51,5% do PIB em dezembro de 2013 para 88% do PIB em dezembro de 2020.

compromissadas. A Tabela 12 traz os resultados monetários dos resultados fiscais, em que se pode ver tendência contracionista até 2013 e reversão da tendência daí em diante.

Tabela 12 – Impacto Monetário do Resultado Primário do Governo Federal (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ milhões	Acumulado
dez/2002	-3,9	-32.697	-32.697
dez/2003	-6,2	-38.939	-71.635
dez/2004	-8,9	-52.722	-124.357
dez/2005	-11,5	-56.053	-180.410
dez/2006	-13,6	-51.524	-231.934
dez/2007	-15,8	-60.083	-292.017
dez/2008	-18,1	-71.780	-363.797
dez/2009	-19,4	-43.073	-406.870
dez/2010	-21,4	-79.243	-486.113
dez/2011	-23,6	-93.587	-579.700
dez/2012	-25,4	-86.838	-666.538
dez/2013	-26,8	-76.609	-743.147
dez/2014	-26,5	20.357	-722.790
dez/2015	-24,5	115.956	-606.834
dez/2016	-22,0	158.501	-448.333
dez/2017	-20,2	117.681	-330.652
dez/2018	-18,6	115.453	-215.199
dez/2019	-17,4	88.302	-126.896
dez/2020	-7,4	744.716	617.820

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

3.3.3 Demais operações financeiras do Governo Federal

Outras operações do Governo Federal, como a concessão de crédito aos bancos públicos, que conta como aquisição de ativos internos, também afetam a quantidade de moeda em circulação e as reservas bancárias com alguma repercussão nas operações compromissadas. Destacam-se os aportes de títulos do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 2008 e 2014, sobretudo nos anos 2009-2010, com a política de concessão de créditos subsidiados a determinados setores em meio à crise internacional da época. Em dezembro de 2007, o total dos empréstimos do governo ao BNDES era de pouco

mais de R\$ 14 bilhões. Sete anos depois, os empréstimos atingiram R\$ 545 bilhões conforme Pellegrini (2017a). Cerca de R\$ 200 bilhões de crédito realizaram-se somente no biênio 2009-2010.

Pellegrini (2017c) alega que as emissões de títulos em favor do BNDES impactaram de imediato a dívida mobiliária em mercado, estando os títulos em posse do Banco ou do público, pelas vendas feitas no intuito de ofertar crédito a setores beneficiados. O efeito sobre as operações compromissadas veio depois, com a liberação de recursos para os projetos de investimento e, especialmente, na ocasião dos resgates de títulos sem novas emissões. O autor aponta as dificuldades em saber qual foi o real impacto sobre as compromissadas dos títulos transferidos ao BNDES, principalmente por falta de informações adequadas acerca dos vencimentos desses títulos. Mas há indícios de que os empréstimos ao BNDES recaíram parcialmente sobre as compromissadas, de forma análoga ao que ocorreu com as aquisições de reservas internacionais.

Ferreira (2016b) argumenta que o pagamento antecipado de boa parte da dívida do BNDES junto ao Tesouro ao final de 2015 e início de 2016, no total de R\$ 29 bilhões e no intuito de atenuar a escala da DBGG, acabou suavizando o aumento do saldo das compromissadas devido aos créditos na conta única. Além disso, parte considerável dessa dívida, algo em torno de R\$ 192 bilhões, foi refinanciada, o que também diminuiu a pressão sobre as compromissadas. A redução dos ativos do governo junto ao BNDES e outros bancos públicos nos últimos anos ajudou a contrabalancear os efeitos dos déficits primários sobre a base monetária.

A Tabela 13 expõe os dados acerca do impacto monetário das demais operações financeiras do Governo Federal. Observa-se a alta magnitude do impacto contracionista pós-2013. Em proporção do PIB, elas ajudaram a expandir as compromissadas até 2015, com relativa estabilidade no período de 2003 a 2011. Em 2016 passaram a atuar na direção oposta, assumindo percentual crescente. Em termos nominais, chama a atenção os valores negativos a partir de 2011, de maneira especial em 2016, 2018 e 2019. No acumulado, as demais operações financeiras da União tiveram impacto positivo e pouco relevante até 2012, doravante os impactos crescentemente negativos até 2020, ano em que a retração do saldo das compromissadas por este fator acumulou 50,6 p.p..

Tabela 13 – Impacto Monetário das Demais Operações Financeiras do Governo Federal (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ Milhões	Acumulado
dez/2002	1,6	12.213	12.213
dez/2003	3,8	37.874	50.087
dez/2004	4,1	4.429	54.516
dez/2005	4,7	13.046	67.562
dez/2006	4,3	-7.987	59.575
dez/2007	4,3	4.483	58.749
dez/2008	4,1	-2.532	52.015
dez/2009	3,8	-9.239	41.243
dez/2010	4,5	28.039	70.306
dez/2011	3,9	-32.046	41.374
dez/2012	3,2	-34.811	11.812
dez/2013	2,5	-50.946	-27.213
dez/2014	2,3	-21.025	-38.561
dez/2015	1,7	-56.291	-72.427
dez/2016	-0,3	-146.217	-203.484
dez/2017	-1,1	-65.548	-256.388
dez/2018	-3,4	-159.939	-412.791
dez/2019	-5,7	-168.486	-581.278
dez/2020	-6,2	-43.596	-624.873

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

3.3.4 Conta Única do Tesouro Nacional

As disponibilidades financeiras do Tesouro, depositadas em conta única no Banco Central como determina o Art. 164 da Constituição Federal de 1988, refletem as operações do Tesouro tratadas acima, além de muitas outras. A conta única se divide em: (i) subconta Tesouro Nacional, destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral, na qual se registram as receitas e despesas primárias e os lucros do Banco Central; (ii) subconta Dívida Pública, disposta às despesas da dívida pública federal e às receitas com as ofertas públicas de títulos, e (iii) subconta INSS, reservada aos pagamentos e recebimentos da seguridade social. Os recursos na conta única são remunerados com base na rentabilidade média dos títulos do Tesouro que compõem a carteira do Banco Central, similar à taxa Selic. As receitas do Tesouro originam depósitos na conta única enquanto as despesas dele resultam em saques nesta conta.

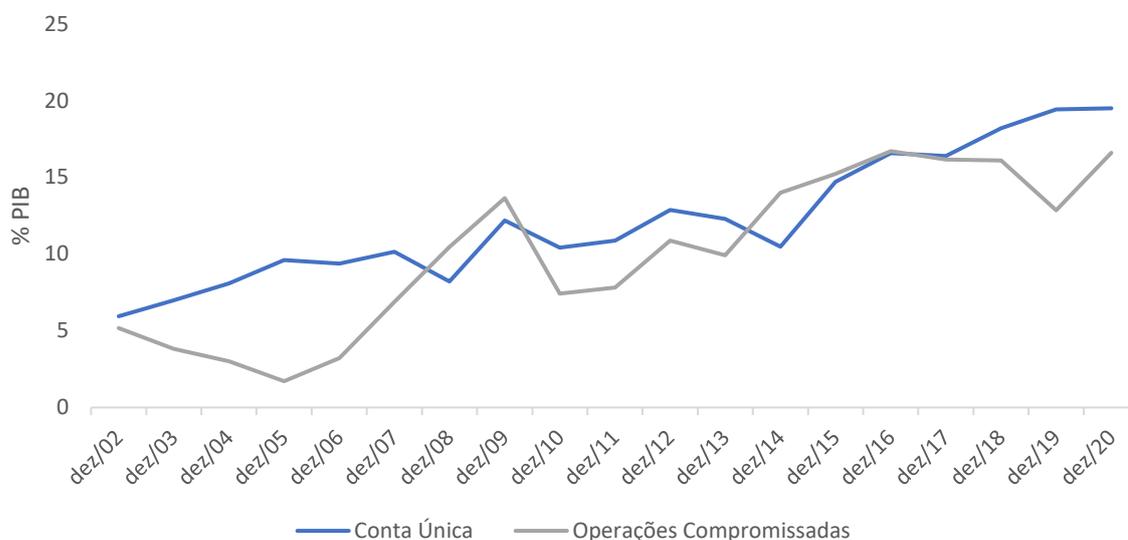
As entradas (saídas) de recursos da conta única podem amortecer (exacerbar) as intervenções compensatórias do Banco Central por meio de operações compromissadas (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE, 2017; SECRETÁRIA DO TESOURO NACIONAL, 2021).

Dentre os fatores condicionantes da evolução da conta única do Tesouro Nacional estão o resultado primário do Governo Federal, o resgate líquido de títulos no mercado primário, a transferência de resultado positivo do Banco Central e a remuneração da própria conta. Em síntese, o saldo da conta única aumenta com superávits fiscais, quando eles não são usados para amortizar dívida, e com as emissões líquidas de títulos do Tesouro, enquanto os recursos arrecadados não são gastos. O saldo da conta única também é acrescido com as transferências dos resultados positivos do Banco Central e com os juros pago pelo saldo da própria conta única. Importante frisar que o superávit primário e a emissão líquida tiram parte da liquidez da economia de modo que o saldo das compromissadas pode recuar.

No sentido oposto, o saldo da conta única diminui com os déficits primários e com os resgates líquidos de títulos em mercado, uma vez que o Tesouro injeta recursos na economia. Isto redundando em expansão da liquidez e intensificação do uso das operações compromissadas. Como visto, o Banco Central reage, indo na direção contrária, à atuação do Tesouro que injeta ou retira liquidez do mercado. Fazem-se compromissadas no volume suficiente para esterilização monetária, de modo que não haja desalinhamento entre a Selic efetiva e a meta-Selic fixada segundo os objetivos da política monetária.

Até 2014, por força dos superávits primários, a conta única representou um importante fator para a contração da base monetária. A partir de 2014, contudo, a conta única inverteu seu papel na presença de déficits primários, passando a contribuir para a expansão monetária. Em contrapartida, operações compromissadas foram utilizadas para ajustar as condições de liquidez na direção oposta dos movimentos verificados da conta única. O Gráfico 16 exibe o saldo do caixa do Tesouro e das compromissadas do Banco Central de 2002 a 2020. A conta única passou de 5,9 % do PIB em 2002 para 19,5% 2020. As compromissadas, como se sabe, subiram de 5,2% para 16,6% do PIB no período.

Gráfico 16 – Conta Única e Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

O saldo da conta única alcançou R\$ 1,452 trilhão no final de 2020, após crescimento expressivo desde 2008, quando o saldo era de R\$ 255,217 bilhões (8,2% PIB). Vê-se que o saldo quadruplicou nesse período. O crescimento da conta única coincide com o acúmulo de reservas internacionais que gerou grandes resultados cambiais positivos para o Banco Central nos períodos de desvalorização cambial, notadamente pós-2014, devido aos créditos na conta única.

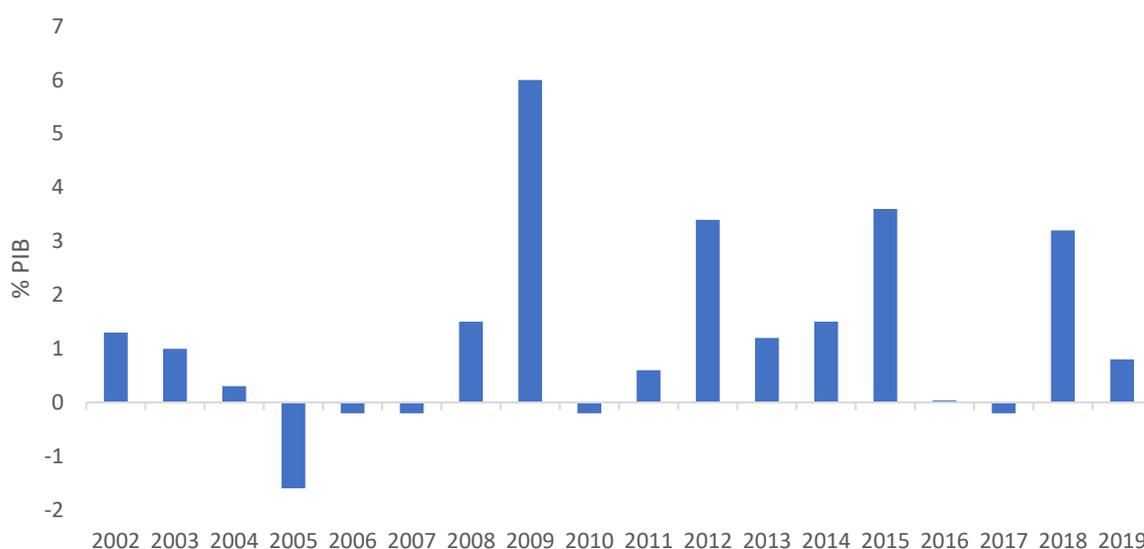
Ressalta-se ainda a remuneração das disponibilidades do Tesouro para o aumento da conta única. Em 2002, os juros somaram R\$ 33,596 bilhões (2,2% do PIB), subindo a partir de 2008, principalmente depois de 2014, pelos mesmos motivos apontados anteriormente. Em 2020, a queda histórica da taxa Selic diminuiu a remuneração da conta, igual a R\$ 77,741 bilhões (1% do PIB) (SECRETÁRIA DO TESOUREO NACIONAL, 2021).

O grande volume da conta única confere ao Tesouro Nacional flexibilidade na gestão da dívida mobiliária. Em condições adversas, em que há aumento da percepção de risco dos detentores da dívida pública e do prêmio de risco associado aos títulos públicos, os elevados recursos líquidos à disposição do Tesouro o dão flexibilidade na administração das finanças federais, posto que ele não precisa recorrer a novas emissões primárias no contexto de encarecimento das captações mais longas. Em outras palavras, com recursos suficientes em caixa para efetuar resgates dos títulos que vencem em mercado, o Tesouro pode não rolar

integralmente a dívida se considerar elevadas as taxas pedidas pelo mercado. O outro lado disso é a abundância de moeda que o Banco Central precisa absorver por meio de operações compromissadas.

O resultado do relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central, diferença entre as receitas e das despesas oriundas do Banco Central (remuneração das disponibilidades e resultados operacional e da equalização cambial), cujo dados são mostrados no Gráfico 17, causa movimentação na conta única. Por conseguinte, o saldo das compromissadas do Banco Central se altera. Nas estatísticas fiscais, é o resultado líquido entre as disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional no Banco Central e a carteira de títulos do Tesouro no Banco, além do resultado da equalização cambial apurado pelo Banco Central.

Gráfico 17 – Resultado do Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central (2002 - 2019), % PIB



Fonte: Elaboração própria. Secretaria do Tesouro Nacional (2019).

É provável que o resultado do relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central tenha se elevado em 2020, mesmo com a nova relação estabelecida através da Lei 19.820/2019, por razão da autorização do Conselho Monetário Nacional para que o Banco Central transferisse parte de sua reserva de resultados ao Tesouro. Foram transferidos R\$ 325 bilhões, de um resultado total de R\$ 444,865 bilhões, haja vista os vencimentos da DPMFi e os maiores gastos com as medidas de enfrentamento à pandemia do novo coronavírus (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020n).

Em dezembro de 2019 as compromissas recuaram 3,2 p.p., muito em razão das emissões de dívida do Tesouro Nacional. Mas no final de 2020 as compromissadas apresentaram incremento de 3,75 p.p., afetadas pelo uso dos recursos da conta única do Tesouro na conjuntura pandêmica. Nos momentos em que o Tesouro enfrentou dificuldades para lançar títulos de mais longo prazo a taxas que ele considerava adequadas, as compromissadas funcionaram como alternativa aos detentores de recursos, embora a não rolagem completa da dívida tenha implicado sobre de liquidez no sistema financeiro, que precisou ser absorvida pelo Banco Central.

3.4 Juros Nominais sobre o Saldo das Compromissadas

Nos últimos anos, tendo-se suavizados os efeitos dos fatores que atuaram para expandir a base monetária, especialmente a atuação do Banco Central no mercado de câmbio e do Tesouro Nacional no mercado primário de títulos públicos, o elevado estoque de operações compromissadas passou a ter como explicação principal os juros incidentes sobre seu saldo: a taxa Selic que as remuneram. É preciso lembrar que os déficits fiscais estão sendo compensados, em grande parte, pelas emissões primárias de títulos. Sendo assim, o crescimento recente das operações compromissadas tem mais a ver com a incorporação dos juros ao seu estoque.

Pellegrini (2017c) assinala que os juros elevam o saldo das compromissadas por sua natureza de passivo público implicar dispêndio financeiro da autoridade monetária e, conseqüentemente, expansão de liquidez nos mercados monetário e financeiro. Por isso, inclusive, se lançam novas operações compromissadas para arcar com os pagamentos de juros. Ao contrário dos outros fatores que podem atuar tanto para aumentar como para diminuir o volume das compromissadas por conta dos impactos monetários que geram, os juros sempre ampliam o estoque, pois são necessariamente injeção de liquidez.

Logo, os juros que incidem sobre as operações compromissadas do Banco Central, assim como os pagos sobre os títulos público federais, fazem parte dos fatores condicionantes

da base monetária ampliada³¹. Nesse sentido, a remuneração das compromissadas pela Selic provoca uma apropriação de juros para seus investidores capaz de expandir a oferta de moeda e de ser absorvida por mais compromissadas.

A magnitude dos juros pagos depende substancialmente do montante das compromissadas e da taxa Selic. A Tabela 14 traz informações acerca da Selic do final de 2002 até o final de 2020, portando outra vez os números das compromissadas em relação ao PIB. Nota-se a tendência de queda da taxa básica de juros *vis à vis* a tendência de alta das compromissadas. Aliás, nos anos em que a Selic esteve mais baixa as compromissadas se elevaram ainda mais, cumprindo seu papel tradicional de absorção de liquidez para evitar que a Selic efetiva ficasse abaixo da meta.

Tabela 14 – Taxa Selic e Estoque de Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)

	Taxa Selic Meta	Taxa Selic Efetiva	Operações Compromissadas (% PIB)
dez/02	25,0	24,9	5,2
dez/03	16,5	16,3	3,8
dez/04	17,8	17,7	3,0
dez/05	18,0	18,0	1,7
dez/06	13,3	13,2	3,2
dez/07	11,3	11,2	6,9
dez/08	13,8	13,7	10,5
dez/09	8,8	8,7	13,6
dez/10	10,8	10,7	7,4
dez/11	11,0	10,9	7,8
dez/12	7,3	7,1	10,9
dez/13	10,0	9,9	9,9
dez/14	11,8	11,7	14,0
dez/15	14,3	14,2	15,2
dez/16	13,8	13,7	16,7
dez/17	7,0	6,9	16,2
dez/18	6,5	6,4	16,1
dez/19	4,5	4,4	12,8
dez/20	2,0	1,9	16,6

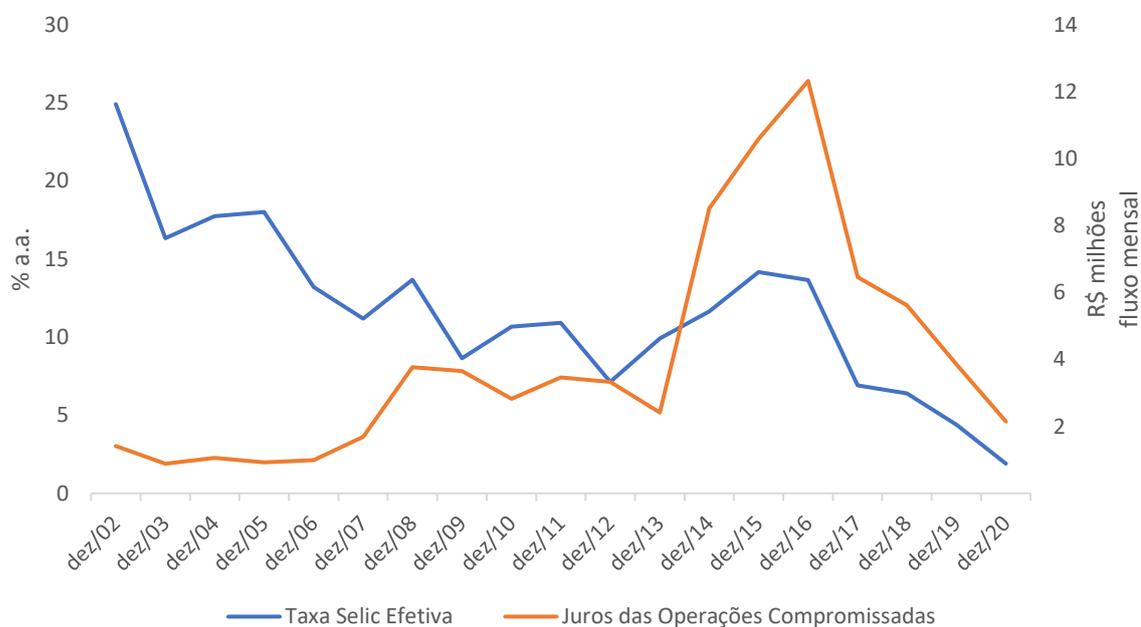
Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021f, 2021m).

³¹ O conceito de base monetária restrita inclui o saldo do papel-moeda emitido e das reservas bancárias. Já o conceito de base monetária ampliada abrange também os depósitos compulsórios em espécie e os títulos do Tesouro Nacional. Nos fatores condicionantes da base monetária estão as operações com títulos públicos federais, a conta única do Tesouro Nacional, as operações do Banco Central com o setor externo e com derivativos cambiais, os empréstimos as e os depósitos das instituições financeiras. Em se tratando da base monetária ampliada, há ainda os juros sobre os títulos públicos federais e os juros sobre depósitos compulsórios, além de outras contas.

Apesar da queda da taxa Selic até 2012, ainda que com oscilações importantes, os juros pagos nas compromissadas subiram, como era de se esperar frente à elevação de seu estoque. O corte da Selic entre 2010 e 2012, no contexto de elevação dos compulsórios nos dois primeiros anos no triênio, fez com que os juros das compromissadas recuassem. Mas, a subida dos juros em 2013-2015, mantendo-se alta em 2016, resultou em aumento considerável dos juros pagos em 2014-2016, anos em que se verifica forte aumento das operações, no contexto de crise e de restrição de crédito do sistema bancário.

Nos anos seguintes, o custo do alto volume de compromissadas caiu com as reduções inéditas da Selic. Mesmo com o crescimento do estoque de compromissadas de 3,7 p.p. do PIB em 2020 em relação ao ano anterior, os juros cederam com a taxa de Selic em torno de 2% a.a. O Gráfico 18 mostra a evolução da Taxa Selic efetiva e dos juros pagos sobre o saldo das operações compromissadas de dezembro de 2002 a dezembro de 2020. Os juros estão em valores nominais e correspondem ao fluxo mensal.

Gráfico 18 – Selic Efetiva e Juros Nominais das Operações Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020)



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021f, 2021g).

Desde 2014, os juros se tornaram o principal fator de crescimento do saldo das compromissadas, sendo altos no triênio 2014-2016. O valor máximo foi registrado em dezembro de 2016, R\$ 12,315 bilhões. Ao longo do período analisado, a média dos juros incidentes sobre as operações compromissadas equivaleu a 19,20% do total de juros pagos sobre a dívida interna líquida. Em dezembro de 2020, o montante dos juros pagos foi de R\$ 2,145 bilhões.

Conforme sugere a Tabela 15 adiante, os juros e outras variações patrimoniais foram responsáveis por R\$ 870,536 bilhões da variação do saldo das compromissadas do final de 2002 até o final de 2020, o que equivale a 70,0 p.p. da variação nominal do estoque de R\$ 1.244,574 trilhão. Outras variações patrimoniais referem-se, sobretudo, ao cálculo dos ajustes patrimoniais efetuados para representar a evolução das compromissadas decorrente do impacto das variações na taxa Selic. A soma dos ajustes patrimoniais com os juros nominais e os resultados dos fatores condicionantes deve corresponder à variação do estoque das operações compromissadas durante o período em análise.

Enquanto o impacto dos juros nominais e outras variações patrimoniais representaram R\$ 870,536 bilhões (70,0 p.p.) da variação nominal do estoque em dezembro de 2020, o impacto das operações do Tesouro Nacional foi de apenas R\$ 11,628 (0,9 p.p.) e o impacto das operações do Banco Central correspondeu a R\$ 362,409 (29,1 p.p.) como mostrou a Tabela 6. Em proporção do PIB, tem-se aumento contínuo dos juros nominais e outras variações patrimoniais no período. Em valores nominais, se percebe o forte crescimento desse fator entre 2014-2016 e queda nos anos seguintes, com exceção de 2019.

Tabela 15 – Juros Nominais e Outras Variações Patrimoniais do Estoque de Compromissadas (Dez/2002 - Dez/2020), % PIB e R\$ milhões

	% PIB	R\$ Milhões	Acumulado
dez/2002	0,7	8.031	8.031
dez/2003	1,6	15.568	23.599
dez/2004	2,3	14.309	37.908
dez/2005	2,8	11.329	49.238
dez/2006	3,4	13.280	62.517
dez/2007	4,0	18.711	81.228
dez/2008	5,1	32.940	114.168
dez/2009	6,3	40.426	154.594
dez/2010	7,2	35.998	190.592
dez/2011	8,1	37.480	228.071
dez/2012	8,9	36.202	264.273
dez/2013	9,5	34.052	298.326
dez/2014	10,7	67.148	365.474
dez/2015	12,4	103.681	469.154
dez/2016	14,5	134.575	603.729
dez/2017	16,1	101.871	705.601
dez/2018	17,0	65.752	771.352
dez/2019	17,9	66.211	837.563
dez/2020	18,4	32.973	870.536

Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil (2021m).

3.5 Reflexões Acerca das Operações Compromissadas e dos Instrumentos Alternativos de Controle da Liquidez

De acordo com a análise acima realizada, a criação excessiva de liquidez a partir de meados da década de 2000 demandou esterilização por meio das operações compromissadas. Em alguns momentos, para diminuir o uso deste instrumento, o Banco Central também recorreu aos depósitos compulsórios. Porém, isto apenas ressalta o fato de que as compromissadas foram elevadas para regular o mercado monetário perante o excesso duradouro de liquidez. Com isto, elas avançaram de forma contundente e passaram a pagar importante fluxo de juros, o que contribuiu decisivamente para o crescimento do seu estoque.

As operações compromissadas alcançaram um patamar elevado em relação ao PIB e em relação à DBGG. Isso foi possível em razão de duas institucionalidades importantes: i) a relação do Banco Central com o Tesouro Nacional através do uso exclusivo de títulos públicos para a execução da política monetária, da conta única do Tesouro Nacional, das reservas internacionais e do resultado do Banco Central; e, ii) a preferência do mercado financeiro por títulos públicos de curto prazo remunerados pela taxa básica de juros.

Com a política de enxugamento de liquidez, houve aumento das aplicações em operações compromissadas, uma transação financeira que oferece alta liquidez, rentabilidade assegurada, curto prazo de maturação e indexação à taxa Selic. O crescimento dessas operações pode ser visto em contraste à queda das aplicações em títulos públicos pós-fixados com prazos maiores.

Como as operações compromissadas pagam juros e seus estoques precisam ser continuamente rolados, caso contrário a liquidez retorna à circulação, o impacto sobre a dívida bruta é expressivo. Estas operações envolvem o pagamento de uma remuneração média pelos recursos emprestados ao Banco Central por prazo curto e compõem parte importante dos ativos bancários no Brasil em virtude da liquidez, segurança e potencial de ganho.

Esta é uma institucionalidade construída a partir das relações entre mercado financeiro, Banco Central e Tesouro Nacional para oferecer uma estrutura de ativos às instituições financeiras bastante líquida e segura. As instituições financeiras mantêm em carteira um alto volume de títulos públicos e operações lastreadas neles. A disponibilidade de operações compromissadas aos bancos e fundos de investimento pelo Banco Central denota que o formato da política monetária gera efeitos sobre as carteiras e ganhos bancários, e a ação dos bancos importa na definição e na manutenção dessa institucionalidade.

Os fatores que injetaram liquidez na economia, a falta de mecanismo legal apropriado até 2008 que pudesse garantir o volume necessário de títulos para a execução da política monetária na presença de acúmulo de reservas internacionais e de resultados negativos do Banco Central com a apreciação cambial, bem como a ausência de regulação até meados de 2021 para que o Banco Central acolhesse depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras, colaboraram para o alto volume das compromissadas no Brasil. Em suma, fatores que geraram expansão da base monetária e questões institucionais estão na base da evolução das compromissadas nos últimos dois decênios.

Neste particular, o peso dos juros nominais na evolução do estoque das compromissadas expressa o papel destacado que essas operações, sem dúvida com necessidade excessiva de uso,

alcançaram no sistema monetário-financeiro doméstico desde o início do século atual, por seus aspectos fundamentais (prazo bastante reduzido, ativo altamente seguro e remunerado pela Selic) e apesar de suas implicações: obstrução do efeito riqueza, aumento da dívida bruta, estímulo ao encurtamento do prazo e pós-fixação da dívida, potencial aumento dos prêmios pagos pelos Tesouro na venda de seus títulos de maior maturidade e restrições ao desenvolvimento do mercado de dívida privada.

Ademais, a dinâmica das operações compromissadas depende da dinâmica das reservas bancárias, reguladas pela taxa Selic definida justamente no mercado de reservas através das negociações de compromissadas. A Selic representa, portanto, o preço das reservas livres emprestadas ao Banco Central por um curto período. Por isso, o Banco Central desembolsa certa quantia enquanto as reservas estiverem em seu poder, o que ocasiona posterior ampliação do próprio estoque das compromissadas.

Se, por um lado, as compromissadas representam um custo ao Banco Central que paga os juros das operações, por outro, elas não deixam de ser uma forma de capitalização, dado a apropriação dos juros delas por parte dos bancos e outros investidores. A capitalização das reservas livres pelo instrumento das compromissadas confere o direito de receber o piso de juros da economia, já que os compromissos têm parâmetro de remuneração estabelecido com base na taxa Selic.

O pagamento dos juros, no entanto, é renda que os bancos auferem do efetivo instrumento de política monetária, cujos rendimentos são calculados de acordo com a taxa básica de juros e absorvidos por mais compromissadas caso aumentem a quantidade de moeda em circulação. As compromissadas funcionam para os bancos como um direito deles contra o Banco Central, que capta os recursos excedentes dos bancos, com a obrigação de pagar aos aplicadores a remuneração prevista no final da operação. As compromissadas são, assim, dívida do Banco Central com os bancos credores, e podem ser renovadas de comum acordo, por nova contratação, inclusive, com a remuneração sendo capitalizada por novas operações para garantir um bom controle da liquidez no mercado monetário.

O fato é que as compromissadas fazem parte do *modus operandi* dos bancos no país, ajudando a manter, de certa forma, um perfil de balanço bastante líquido e rentável do setor bancário, pois significam enormes empréstimos ao Banco Central, protegidos do risco de crédito e de mercado, cujo juros vêm diretamente da condução da política monetária. Mais especificamente, como as compromissadas não transitam no orçamento geral da União, os juros

pagos, bem como toda rolagem, vêm de emissão monetária. As compromissadas são, portanto, um destino certo para as reservas excedentes dos bancos. Como contrapartida para a União estão o tamanho das compromissadas no balanço do Banco Central e sua participação na dívida bruta do Governo Federal e, por conseguinte, do Governo Geral.

As operações compromissadas certamente constituem o jeito mais ágil e flexível para contrapesar o mercado de reservas bancárias. Não é preciso que se entreguem os títulos oferecidos em garantia, de modo que eles permanecem em custódia da autoridade monetária e podem servir, eventualmente, para garantir mais de uma operação. Na prática, as operações compromissadas substituem duas operações definitivas, uma de venda e outra de compra, nas quais ocorrem a transferência efetiva dos títulos públicos objeto de negociação. Se no primeiro tipo de operação a taxa de juros é estabelecida no dia da negociação, sendo a taxa máxima aceita pelo Banco Central nas operações compromissadas com prazo de um dia útil, no segundo, as taxas são aquelas dos títulos públicos, conforme seus indexadores e prazos.

Por certo, o Banco Central poderia ter atuado mais com operações definitivas para controlar a liquidez da economia, a julgar pela pequena participação delas no mercado aberto. Para Pellegrini (2017c) parte dos títulos na carteira do Banco Central deveria ter sido vendida definitivamente, particularmente após 2008 com o rápido aumento da carteira do Banco, já que isto reduziria na mesma proporção as compromissadas. Não obstante, é necessária uma estratégia coordenada com o Tesouro Nacional, na qual a emissão de títulos no mercado primário pela autoridade fiscal possa contribuir para a redução das operações compromissadas. O Banco Central, por sua vez, venderia títulos ao mercado definitivamente, mantendo níveis prudentes em carteira para fins de política monetária, com os recursos direcionados ao resgate de compromissadas.

Ademais, a emissão de títulos próprios do Banco Central, corriqueira entre economias emergentes, é proibida no Brasil, que opta pelo uso exclusivo dos títulos do Tesouro Nacional para execução da política monetária. Na hipótese de autorização para negociação de títulos próprios, poderia haver substituição gradual das compromissadas caso as transações fossem definitivas (sem compromisso de recompra ou revenda). Contudo, persistiria a gestão apartada desse passivo público e poderia haver problemas de concorrência e coordenação com as emissões do Tesouro Nacional, conflitos nas decisões sobre perfis de maturidade e refinanciamento, além de desafios quanto à mensuração adequada da DBGG nas duas metodologias empregadas no país (PELLEGRINI, 2017f).

Leister e Medeiros (2016), considerando a experiência internacional e o caso do Brasil, investigaram qual o melhor instrumento de política monetária: títulos do Tesouro ou do próprio Banco Central. Eles sugerem, levando em conta uma perspectiva integrada do setor público e o papel dos títulos públicos para o desenvolvimento do sistema financeiro, que os títulos do Tesouro parecem ser a opção mais acertada, como ocorre na maioria dos países desenvolvidos,

O uso dos títulos do Banco Central, por um lado, poderia assegurá-lo maior autonomia operacional, já que não haveria dependência das emissões do Tesouro para condução da política monetária. Assim, poderia haver mais agilidade na gestão da liquidez. Por outro lado, haveria desafios na utilização desses títulos, como: conflito com a gestão da dívida pública e segmentação do mercado de títulos públicos, especialmente se a estrutura de vencimentos dos títulos dos dois emissores for similar, com possível redução da liquidez do mercado secundário de dívida pública. A competição nos papéis livres de risco poderia implicar fragmentação dos mercados de dívida pública e, no limite, dificultar o financiamento do governo. Logo, a existência de apenas títulos do Tesouro centraliza um único emissor de dívida pública no país, ajudando na gestão dela e na robustez da dívida pública como *benchmark* do sistema financeiro.

Portanto, se os títulos do Tesouro são aportados na carteira do Banco Central em dimensões adequadas à implementação da política monetária, como asseguraram as Leis 11.803/2008 e 13.820/2019, não há necessidade de o Banco Central emitir títulos próprios, pois não há prejuízo à autonomia operacional do Banco Central. Além disso, o uso do mesmo instrumento para a gestão da dívida pública e da política monetária, ou seja, um único mercado de títulos públicos, desde que exista apropriada estrutura de vencimentos e volume necessário para fins de política monetária, pode aumentar a liquidez no mercado secundário da dívida pública, promover a formação da curva de juros com menos distorções e atenuar a corrida para os títulos da autoridade monetária em momentos de maior instabilidade, quando são mais desejados dado o perfil deles.

Considerando que o Banco Central não pode emitir títulos próprios e o elevado estoque de compromissadas em seu balanço, a autorização para o acolhimento dos depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras, ainda que tardia, é uma medida desejável. Desde o imediato pós-crise internacional de 2008, bancos centrais de países desenvolvidos, tais como o *Federal Reserve Bank*, Banco Central Europeu e Banco da Inglaterra, têm usado depósitos voluntários remunerados como instrumento de política monetária.

No Brasil, discussões e propostas envolvendo essa matéria começaram a ganhar força por volta de 2016, mas somente em novembro de 2020 o Senado Federal votou o Projeto de Lei 3.877/2020 que versa sobre o assunto, visando um novo instrumento de absorção de recursos livres no sistema bancário com menos impacto na dívida pública. O projeto foi destinado à Câmara dos Deputados, sendo aprovado e transformado em norma jurídica: a Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021. A coexistência de operações compromissadas e depósitos voluntários é desejável pela maior diversificação dos instrumentos da política monetária e por ir na direção da separação entre gestão da liquidez e gestão da dívida, já que o enxugamento da liquidez com esse instrumento pode ocorrer sem necessidade do uso de títulos públicos.

O marco normativo dos depósitos voluntários remunerados representa um avanço em matéria de instrumentos da política monetária. Apesar disso, as operações compromissadas devem continuar como principal instrumento da política monetária pelos diversos papéis que elas cumprem para as instituições financeiras. Além de ser um ativo de alta qualidade para adequação das exigências de capital, requerimentos de liquidez e controle dos riscos envolvidos na retenção de ativos, segundo os princípios que orientam a regulamentação e a supervisão bancária, as compromissadas são mais vantajosas que os depósitos remunerados para os bancos devido à possibilidade de repasses delas aos fundos de investimento e outras instituições financeiras. Nesse sentido, para que se tenha redução significativa do estoque de operações compromissadas, é preciso que se diminuam os fatores condicionantes que fazem o Banco Central ser grande tomador de recursos no mercado monetário bem como a possibilidade de se encontrarem nas compromissadas um ativo líquido e capaz de mitigar riscos.

Pellegrini (2017c) argumenta que os depósitos voluntários remunerados devem funcionar como instrumento intermediário entre compulsórios e compromissadas: remunerados como depósitos compulsórios a prazo, mas voluntários e corrigidos pela Selic como compromissadas. O objetivo perseguido continua o mesmo: manter a taxa Selic em linha com a meta. Com isso haveria troca de passivo do Banco Central, mas não alteração da remuneração paga. Para mais, a substituição gradual das compromissadas nestes termos pode melhorar a gestão da dívida por separar a gestão da política monetária da gestão da dívida.

Em outra perspectiva, Ferreira (2016b) denota que a substituição das operações compromissadas por depósitos remunerados abre espaço para diminuir a DBGG, primeiro no conceito brasileiro e depois no conceito internacional. No primeiro caso seria em virtude da redução das compromissadas, enquanto no segundo ocorreria por conta da redução da carteira

de títulos do Banco Central, dada a menor necessidade de ter títulos do Tesouro em seu ativo para lastrear as compromissadas.

O Banco Central esclarece que os depósitos voluntários remunerados, passivos do Banco Central, serão incluídos na DLSP, pois este conceito abrange a instituição. Assim, a substituição de operações compromissadas por depósitos voluntários remunerados não provoca alterações na DLSP. Entretanto, a DBGG deverá se reduzir com as substituições, já que o Banco Central não faz parte do conceito de Governo Geral, apenas as operações compromissadas por sua relação estreita com a dinâmica da dívida mobiliária federal (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021o).

Há outras propostas para a redução do estoque das compromissadas. As sugestões vão para além da criação de instrumentos da política monetária, quais sejam, emissão de títulos próprios do Banco Central e depósitos voluntários remunerados, elas incluem os condicionantes das compromissadas e o aprimoramento institucional entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Nesta direção, estão as seguintes propostas:

i) Redução das reservas internacionais: alguns autores sugerem que a venda de parte das reservas internacionais, de forma gradual e criteriosa, pode reduzir as operações compromissadas. Em princípio, a venda de reservas poderia diminuir a base monetária e diminuir as compromissadas. Depois, poderia haver claro compromisso com o resgate dessas operações. Essa estratégia reduziria a DBGG no conceito oficial. Todavia, é preciso considerar os desafios e os cuidados envolvendo a redução das reservas cambiais, sendo algo para se pensar adequadamente somente quando houver estabilidade macroeconômica (CHACHAMOVITZ, 2016; PELLEGRINI, 2017b, 2018). Além disso, é preciso se ter em conta que a venda de reservas internamente pode ter efeito nulo sobre o estoque de compromissadas: a depender da conjuntura, os Reais dados em troca dos Dólares nas vendas das reservas apenas impediriam a expansão das compromissadas, caso os recursos que compram Dólar fossem reservas livres no sistema bancário. Uma vez recompradas as compromissadas em mercado, haveria injeção destes reais que agora estão com o Banco Central e o aumento da base monetária implicaria a necessidade de enxugamento pelo Banco. Portanto, no final, o efeito pode ser nulo.

ii) Redução das operações de *swap* cambial: a diminuição das operações de *swap* poderia acontecer com a venda de Dólar no mercado à vista ou a termo. As perdas com *swaps* geram

desembolso efetivo do Banco Central, que pode se traduzir em operações compromissadas. Nesse sentido, a criação de um fundo cambial poderia inibir o impacto no balanço do Banco Central e no mercado monetário tanto da acumulação das reservas quanto dos *swaps*, de modo que seriam menores o volume das compromissadas, o montante de títulos públicos na carteira do Banco Central e as transferências de ganhos cambiais para a conta única do Tesouro. O fundo cambial contribuiria para o uso essencial das compromissadas: enxugar a liquidez e permitir um mecanismo de encurtamento de prazo da dívida nos momentos de crise (GOLDFAJN, 2016).

iii) Emissão de títulos públicos no mercado primário pautada em uma cuidadosa coordenação entre Tesouro Nacional e Banco Central: poderia se ter, desse modo, redução das compromissadas sem prejudicar a política monetária e melhora na composição da DBGG (PELLEGRINI, 2017c).

iv) Redução dos déficits primários: necessidade de diminuir o resultado primário negativo mirando sua posterior conversão em resultado positivo. Nesse sentido, reformas no âmbito da política fiscal e a retomada do crescimento econômico seriam imprescindíveis (PELLEGRINI, 2017b, 2017c, 2018).

v) Diminuição e regulação da conta única: o menor repasse de resultados positivos do Banco Central para a conta única, com a obrigatoriedade de constituição de reserva de resultado decorrente das operações cambiais no próprio Banco, conforme dispôs a Lei 13.820/2019, é capaz de diminuir os recursos líquidos disponíveis no caixa do Tesouro e, conseqüentemente, inibir o resgate de DPMFi em mercado em condições normais com o uso destes recursos. Isto pode evitar trocas de DPMFi por operações compromissadas decorrentes de recompra de títulos em poder do público antes do vencimento no interesse de mudar a estrutura da dívida. Além do que, se os recursos transferidos à conta única oriundos de operações cambiais e os juros que o Banco Central paga sobre as disponibilidades financeiras da União fossem utilizados para o abatimento da DPMFi na carteira do Banco Central, ocorreria redução da DPMFi sem o abatimento de dívida junto ao mercado que coloca pressão sobre as compromissadas (GARCIA; AFONSO, 2016; GOLDFAJN, 2016).

A Lei 13.820/2019 instituiu a constituição de reservas no Banco Central, aplicada à parcela do resultado positivo correspondente às operações cambiais. Os recursos destinados à conta única após a constituição de reserva devem ser usados exclusivamente para o pagamento da DPMFi em mercado. Os recursos, no entanto, em vez de repassados ao Tesouro poderiam ser alocados no resgate de operações compromissadas, substituídas por operações definitivas e depósitos voluntários remunerados. Para mais, o Tesouro Nacional, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional, pode efetuar resgates de títulos livres na carteira do Banco Central com a finalidade de reduzir a DPMFi.

É imprescindível ainda que se alongue o prazo das compromissadas e que a taxa Selic tenha uma redução estrutural, o que requer mudanças estruturais na economia e no âmbito da própria política monetária a fim de aumentar sua eficácia. As mudanças estruturais precisam proporcionar diminuição da percepção de risco associada a ativos domésticos, retomada do crescimento econômico, estabilização do endividamento público, diminuição da incerteza macroeconômica e redução da vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos. A condução da política monetária deve resultar em expectativas de mercado mais ancoradas, diminuindo a necessidade de elevação da taxa de juros para o controle da inflação. Isto posto, a longo prazo, poderia haver desestímulo ao uso das compromissadas como ativo financeiro. Dessa forma, as compromissadas seriam reservadas ao controle cotidiano da liquidez e aos ajustes diários da taxa básica de juros.

3.6 Considerações Finais

Este capítulo explicou a evolução recente das operações compromissadas no Brasil. O foco esteve nos fatores condicionantes que fazem parte da atuação do Banco Central e do Tesouro Nacional, mas também nas questões institucionais e nos fluxos financeiros entre as duas instituições. Assim, os impactos monetários das atuações do Banco Central e do Tesouro, especialmente os juros incidentes sobre as compromissadas, resultaram no elevado estoque dessas operações no país. Da análise, os fatores condicionantes não se compensaram ao longo do tempo e a incorporação de juros sobre o saldo das operações as fizeram crescer mais do que qualquer outro fator.

Na variação acumulada do estoque entre dezembro de 2002 e dezembro de 2020, o impacto monetário do Banco Central é bem maior do que o impacto monetário do Tesouro Nacional, 29 p.p. contra apenas 0,9 p.p.. Do lado do Banco Central, os efeitos positivos do acúmulo de reservas internacionais se sobressaem, seguidos pelos efeitos dos resultados das operações de *swaps* cambiais e, depois, pelos efeitos dos depósitos compulsórios e demais operações financeiras da autarquia. Na outra ponta, a do Tesouro, se destaca o efeito negativo de suas demais operações financeiras, o efeito positivo do resultado primário do governo e das operações com títulos públicos no mercado primário, embora este tenha sido bem pequeno. Significativo mesmo foram os juros pagos e outras variações patrimoniais, responsáveis por 70 p.p. da variação nominal do saldo das compromissadas no período analisado, em que se verifica um aumento de 11,4 p.p. em termos do PIB e de quinze vezes em termos nominais.

O ano de 2006 marca o início do aumento acentuado das operações compromissadas no Brasil. Neste particular, até a primeira metade da década de 2010, a subida esteve fortemente correlacionada com as compras de reservas cambiais e com os resgates líquidos de títulos públicos no mercado primário. A partir da segunda metade da referida década, os juros incidentes sobre as compromissadas foram o fator mais destacado no crescimento do seu estoque, já que injeções de liquidez via déficits primários estão sendo relativamente compensadas por emissões líquidas de títulos públicos federais para cobrir as necessidades nominais de financiamento do Governo Central. Ressalte-se que a magnitude dos juros pagos depende do montante das compromissadas e da taxa Selic. Nesse sentido, a elevação do saldo delas e a necessidade de absorver os juros apropriados nelas, que expandem a base monetária, são significativos.

Constatou-se que o excesso de liquidez a partir de meados da década de 2000 foi absorvido por meio das operações compromissadas. Isto resultou na grande importância delas nas estatísticas fiscais e monetárias do Brasil, o que poderia ter sido menor com o uso de outros instrumentos, tanto tradicionais, como depósitos compulsórios e operações definitivas no mercado aberto, quanto novos, como depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras no Banco Central.

É importante notar que, por um lado, o uso intenso das compromissadas não parece ideal e exige maior diversificação dos instrumentos da política monetária. Por outro, é necessário suavizar os fatores condicionantes da evolução das compromissadas e realizar aprimoramentos institucionais no âmbito do relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central. De

qualquer forma, e em diversas frentes, é preciso pensar em estratégias no sentido de reduzir o alto volume de operações compromissadas no Brasil, logo, diminuir os enormes fluxos de juros pagos por elas, que sugerem fortemente que elas são, no fundo, não um mero instrumento de política monetária, mas coetaneamente um ativo demandado como forma de capitalização de riqueza ao longo do tempo.

CONCLUSÃO

Os impactos monetários das operações cambiais e fiscais, as intervenções do Banco Central para controlar a liquidez com garantia de títulos públicos e, também, o arcabouço institucional em que se operam a política monetária, a gestão da dívida e o manejo dos portfólios das instituições financeiras favoreceram o uso expressivo das operações compromissadas no Brasil. Isto representa uma institucionalidade que, por um lado, regula a liquidez e a taxa de juros de curto prazo e, por outro, mantém a preferência do mercado financeiro nacional por títulos de curto prazo remunerados com base na taxa Selic. Como visto, se trata de um instrumento de política monetária cujos fluxos de juros elevam consideravelmente seu estoque.

A princípio, as operações compromissadas foram tratadas pela ótica da política monetária, como instrumento no qual os títulos públicos federais são objeto de troca de reservas entre o Banco Central e os bancos. Neste ponto de vista, elas são meio de acomodação temporária da liquidez e exercem papel importante no manejo e na estabilidade da taxa de juros de curto prazo. Dependendo da natureza das operações, o Banco Central paga ou recebe juros. No Brasil, particularmente, as operações compromissadas são o principal instrumento de política monetária e representam o segundo maior componente da DBGG. É alto volume de operações compromissadas em relação às operações de mercado, à DBGG e ao PIB.

Por isso não é demais afirmar-se que as compromissadas são uma forma básica de capitalização de recursos livres dos bancos e fundos de investimento no país. Através delas, as sobras de recursos das instituições são absorvidas pelo Banco Central, o que leva ao desembolso de juros responsável pela larga ampliação do estoque das compromissadas. Com essa mecânica, o saldo das compromissadas é significativo nas estatísticas monetárias e fiscais do país, no passivo do Banco Central e no ativo das instituições financeiras.

O entendimento da dinâmica das operações compromissadas exigiu a análise de algumas relações fundamentais, quais sejam: (i) entre o Banco Central e os bancos, (ii) entre o Banco Central e o Tesouro Nacional e, (iii) entre o Banco Central e o setor externo da economia. Essas relações abrigam os principais fatores condicionantes da evolução das compromissadas, aqueles capazes de afetar a liquidez e a taxa básica de juros se não forem neutralizados pela atuação do Banco Central. No caso brasileiro, Banco Central e Tesouro sintetizam as relações condicionantes das compromissadas, resumidas nos chamados impactos monetários das autoridades monetárias e fiscal. A absorção da liquidez, que de outro modo prejudicaria o

controle da taxa de juros, resulta em aumento do estoque de compromissadas e em incorporação de juros nominais, um fator cada vez mais destacado na ampliação recente do estoque delas.

Como visto, a utilização das compromissadas no Brasil é sem igual. De um ponto vista, elas representam a quase totalidade das operações de mercado aberto e propiciam flexibilidade e estabilidade à política monetária. De outro, se tornaram um grande passivo do Banco Central e do Governo Geral, e um ativo importante no balanço dos bancos e fundos de investimento no país pelas características que possuem. Porém, o alto estoque de compromissadas tem repercussões importantes, inclusive para as condições da dívida pública em mercado, para o desenvolvimento do mercado de dívida privada e para a própria condução da política monetária.

O prazo bastante reduzido das compromissadas contribui sobremaneira para a persistência do perfil de curto prazo e de pós-fixação da dívida pública, além de implicar eventual prêmio de risco sobre a dívida longa do Tesouro. Ele também fomenta uma demanda cativa por compromissadas pelas instituições financeiras em busca de liquidez com rentabilidade assegurada nas decisões de portfólio, o que dificulta o desenvolvimento do mercado de dívida privada de mais longo prazo.

Essas e outras distorções colocam a necessidade de maior diversificação dos instrumentos da política monetária. Além disso, a redução do estoque requer que os fatores condicionantes sejam atenuados, afora aprimoramentos institucionais, notadamente no que diz respeito ao relacionamento entre Tesouro-Banco Central. Somente com a suavização dos fatores é que o saldo e os juros das compromissadas podem cair de modo sustentado.

A análise dos fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas, com dados de dezembro de 2002 a dezembro de 2020, revelou que o impacto monetário das ações do Banco Central prevaleceu sobre o impacto monetário das operações do Tesouro Nacional. Da parte da autoridade monetária, destaca-se a composição de reservas internacionais até meados da década passada. Nos anos mais recentes, os juros pagos nas próprias compromissadas, que depende do montante delas e do patamar da taxa Selic, teve maior peso. Da parte do Tesouro, as transações no mercado primário de títulos públicos, antes de grande monta, perderam força na segunda metade da década para as demais transações financeiras. Entretanto, o fator que de longe mais afetou a variação do estoque das compromissadas no período considerado foram juros incidentes sobre as próprias compromissadas e outras variações patrimoniais.

Diferente de análises que enfatizaram o acúmulo de reservas internacionais e as atuações do Tesouro com seus títulos, esta tese mostrou a importância da remuneração das compromissadas para o patamar elevado delas no Brasil, o que torna mais difícil o desafio de moderar seu uso, posto que não são apenas instrumento de política monetária, mas, também, importante ativo para as instituições financeiras.

REFERÊNCIAS

AMBIMA. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de investimento** - vigente a partir de 01/07/2016, mar. 2016. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/fundos-de-investimento.htm>. Acesso em: 28 jul. 2021.

AMBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros** (vigente de 01.07.21 a 02.01.22), jul. 2021a. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/12/77/D9/66/8236A7103955D5A76B2BA2A8/codigo_Administracao_Recursos_Terceiros_01.07.21.pdf>. Acesso em: 28 jul. 2021.

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento** - Maio/2021, 2021b. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 15 jul. 2021.

ARAÚJO, C. H. V. Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil: Aspectos históricos e operacionais. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 12, p. 1-60, jan. 2002.

ARESTIS, P. Post-Keynesian Economics: Towards coherence. **Cambridge Journal of Economics**, v. 20, n. 1, p. 111-135, 1996. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a013604>

ARESTIS, P.; FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. Keynesian Macroeconomic Policy: Theoretical analysis and empirical evidence. **Panoeconomicus**, v. 65, n. 1, p. 1-20, 2018. <https://doi.org/10.2298/PAN1801001A>

ARESTIS, P.; SAWYER, M. The Nature and Role of Monetary Policy when Money is Endogenous. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, n. 6, p. 847-860, 2006. <https://doi.org/10.1093/cje/bel023>

ATHAYDE, D. R.; VIANNA, A. C. Dívida Pública Brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova Economia**, v. 25, n. 2, p. 403-420, 2015. <https://doi.org/10.1590/0103-6351/2172>

AZEVEDO, R. Política Monetária e Dívida Pública: um debate além do curto prazo. **Boletim do Banco Central do Brasil**, dez. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Análise do Mercado de Câmbio**, n. 07, Brasília, jan/mar, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balancetes e Balanços Patrimoniais** (transferência de arquivos), bancos, 12/2019, 2021c. Disponível em: <<https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp?frame=1>>. Acesso em: 25 mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balancetes e Demonstrações Financeiras** - contábeis, 2021b. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/balanceteslai>>. Acesso em: 25 mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Coleção História Contada do Banco Central do Brasil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **COSIF - Manual de Normas do Sistema Financeiro**, 2021a. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/aplica/cosif>>. Acesso em: 1 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações Financeiras** - 31 de dezembro de 2020, 31 dez. 2020b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas - Tabelas Especiais - Dívida Líquida e Bruta do governo geral** (metodologia vigente a partir de 2008), 2021i. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais.%0A%0A>>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas - Tabelas Especiais - Evolução da Dívida Pública** - Tabelas adicionais, 2021m. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas - Tabelas Especiais - Fatores Condicionantes da DLSP** - detalhamento, 2021g. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais%09%09%09%0A>>. Acesso em: 16 set. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas Fiscais - Fev/2008. **Nota para a Imprensa - 27.02.2008**, 2008. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estatisticasfiscais/202108_Texto_de_estatisticas_fiscais.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas Fiscais - **Nota para a Imprensa 31.8.2021**, 2021o. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estatisticasfiscais/202108_Texto_de_estatisticas_fiscais.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública. **Nota Técnica do Banco Central do Brasil**, n. 47, p. 1-27, set. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Estatísticas Fiscais**, maio 2019c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota à Imprensa do Mercado Aberto** - dezembro/2020, 2021h. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoabertoswaptitulos>>. Acesso em: 8 abr. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. O mercado de câmbio brasileiro e o desenvolvimento do mercado de derivativos cambiais. **Estudo Especial do Banco Central**, n. 41, 2019b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política cambial**, 2021j. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/politicacambial>>. Acesso em: 25 mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política Monetária** - Comitê de Política Econômica (Copom) - Histórico das Taxas de Juros, 2021f. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 16 set. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Principais Características dos Títulos da Dívida Pública Federal Registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic)**, 2021k. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/selic/CaracteristicaTitulos.pdf>>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Regime de Metas para a Inflação no Brasil. **Série Perguntas Mais Frequentes**, p. 1-16, 2016b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Administração do Selic** - RAS/2020, 2021e. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/rasselic2020/Selic>>. Acesso em: 1 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão das Reservas Internacionais**. v. 13, mar. 2021p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. v. 22, n. 4, p. 1-83, dez. 2020a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resenha do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)** - Período de 21/12/20 a 31/12/20 Mercado, 31 dez. 2020c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Série Histórica dos Recolhimentos Compulsórios** - Alíquotas, 2021n. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistreccomp_p.asp?frame=1>. Acesso em: 2 jul. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Gerenciador de Séries Temporais: **Fatores Condicionantes da Base Monetária**, 2021d. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 17 mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Títulos Públicos e Gestão da Dívida Mobiliária. **Série Perguntas Mais Frequentes**, p. 1-17, 2016a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Voto 161/2019-BCB**, 2021i. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadVoto.asp?arquivo=/Votos/BCB/2019161/Voto_1612019_BCB.pdf>. Acesso em: 9 abr. 2021.

BARBOSA-FILHO, N. H. Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 22, n. 2, p. 187-200, 2008.

<https://doi.org/10.1080/02692170701880684>

BASSETTO, M.; MESSER, T. Fiscal Consequences of Paying Interest on Reserves. **Fiscal Studies**, v. 34, n. 4, p. 413-436, 2013.

<https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.2013.12014.x>

BASTOS, E. K. X.; FONTES, P. V. D. S. Mercado de Câmbio Brasileiro, Intervenções do Banco Central e Controles de Capitais de 1999 a 2012. **Texto para Discussão**, IPEA, n. 1934, fev. 2014.

BLIKSTAD, N. M. D. **O Balanço Contábil do Banco Central e a Implementação da Política Monetária em Economias Emergentes**. Campinas, SP: [s.n.], IE/UNICAMP, 2020.

BOFIM, V. O. F. **A Demanda por Operações Compromissadas do BCB como Substitutas Quase-perfeitas ou em Preferência aos Títulos Públicos**. Campinas, SP: [s.n.], IE/UNICAMP, 2017.

BRUNHOFF, S. DE. A Instabilidade Financeira Internacional. In: **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 35-60.

CARBONE, C.; GAZZANO, M. Relação entre Operações Compromissadas, Reservas Cambiais e a Conta Única. In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 315-328.

CARVALHO, F. J. C. DE et al. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. J. C. Sobre a Centralidade da Teoria da Preferência pela Liquidez na Macroeconomia Pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996.

CHACHAMOVITZ, S. S. Reservas Internacionais: seguro ou ameaça? In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 347-356.

CHICK, V. **Sobre Moeda, Método e Keynes: ensaios escolhidos**. Campinas, SP: Editora Unicamp, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM No 558**, de março de 2015. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html>>. Acesso em: 28 jul. 2021.

COSTA, F. N. Duplo Mandato para o Banco Central e fim das Operações Compromissadas. **Agência Brasil**, 21 out. 2020.

COUTINHO, C. S. **Modelo Analítico da Síntese Pós-keynesiana: instabilidade da acumulação de riqueza na economia monetária de produção**. CEDEPLAR/UFMG, 1995.

DAVIDSON, P. Colocando as Evidências em Ordem. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 7-41, 1996.

DAVIDSON, P. **Financial Markets, Money and the Real World**. [s.l.] Edward Elgar, 2002. <https://doi.org/10.4337/9781843765585>

DE CONTI, B. M. DE; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341-372, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>

DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: **As transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: IPEA, 2013. p. 23-84.

DORNELAS, L. N. D.; TERRA, F. H. B. **Selic: o mercado brasileiro de dívida pública**. Campinas: Alínea, 2021.

FEDERAL RESERVE. **Repurchase e Reverse Repurchase Transactions**: Historical Transaction Data, New York, October 1 to December 31, 2018. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/markets/omo_transaction_data.html#rrp. Acesso em: 24 fev. 2021.

FEDERAL RESERVE. **Monetary Policy Implementation**, 2021a. Disponível em: <<https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation>>. Acesso em: 12 fev. 2021

FEDERAL RESERVE. **Repo and Reverse Repo Operations**, 2021c. Disponível em: <<https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/temp>>. Acesso em: 12 fev. 2021.

FEDERAL RESERVE. **Reverse Repo Data by Counterparty Type (09/23/2013 to 09/30/2020)**, 2021b. Disponível em: <https://www.newyorkfed.org/markets/omo_transaction_data#rrp>. Acesso em: 25 fev. 2021b.

FEDERAL RESERVE. **Statistical release**: Factors affecting reserve balances, 2021d. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20201231/>>. Acesso em: 23 fev. 2021.

FERREIRA, A. N. Fundos de Investimentos no Brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza (2008-2014). In: **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**. Brasília: IPEA, 2016a. p. 278-341.

FERREIRA, C. K. L. A Dinâmica da Dívida Bruta e a Relação Tesouro-Banco Central. In: **A Crise Fiscal e Monetária Brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016b. p. 253-270.

FIGUEIREDO, L. F.; FACHADA, P.; GOLDENSTEIN, S. Monetary Policy In Brazil - Remarks On The Inflation Targeting Regime, Public Debt Management And Open Market Operations, **Working Papers**, n. 37, Banco Central do Brasil: Brasília, mar. 2002.

GARCIA, M. Dívida Pública, Muito Maior e Mais Curta. **Valor Econômico**, 11 dez. 2020.

GARCIA, M.; AFONSO, L. R. Regras Fiscais e Volatilidade Cambial. In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 329-346.

GOLDFAJN, I. Comitê de Política Cambial para as Reservas do Banco Central: uma proposta. In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 357-370.

GUTTMANN, R. Financialization Revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. Especial, p. 857-887, 2017.
<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art2>

GUTTMANN, R. Uma Introdução ao Capitalismo Dirigido pelas Finanças. **Novos Estudos**, v. 2, n. 82, 2008.
<https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300001>

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. **Relatório de Acompanhamento Fiscal**. n. 3, abr. 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Government Finance Statistic Manual 2014**. Washington: Joint Bank-Fund Library, 2014.

KEGREL, J. "Isms" and "Zations": on fictitious liquidity and endogenous financialization. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. Especial, p. 857-877, 2017.
<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art3>

KEYNES, J. M. A Teoria ex-ante da Taxa de Juros. In: **Clássicos da Literatura Econômica**. Brasília: IPEA, 2010b. p. 85-96.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Atlas, 1985.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**, v. I, London: MacMillan, 1953.

KEYNES, J. M. Teorias Alternativas da Taxa de Juros. In: **Clássicos da Literatura Econômica**. Brasília: IPEA, 2010a. p. 55-72.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 2001.

LAMUCCI, S. FMI diz que Responderá no Tempo Devido à carta de Mantega sobre Dívida. **Valor Econômico**, 29 jul. 2013.

LAMUCCI, S.; PERES, L. FMI Também Publicará Cálculo Local de Dívida. **Valor Econômico**, 12 jun. 2014.

LAVOIE, M. Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk. **Scottish Journal of Political Economy**, v. 43, n. 3, 1996.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-9485.1996.tb00846.x>

LAVOIE, M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-chartalism: A friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.
<https://doi.org/10.2753/JEI0021-3624470101>

LAVOIE, M.; LAVOIE, M. A Primer on Endogenous Credit-Money. In: **Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003. p. 544-606.

LEISTER, M. D.; MEDEIROS, O. L. O Relacionamento entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 119-152.

LOPREATO, F. Dívida Pública: O limiar de mudanças? **Texto para Discussão**, n. 2026, Brasília: IPEA, jan. 2015.

LOPREATO, F. L. C. Problemas de Gestão da Dívida Pública Brasileira, **Texto para Discussão**, n.139, IE/UNICAMP, jan. 2008.

LOYOLA, G. Os Problemas do Câmbio Flutuante. **Folha de São Paulo**, 29 jan. 1999.

MENDES, M. A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Tesouro - Banco Central. In: **A Crise Fiscal e Monetária**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 2015-240.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Projeto de Lei Orçamentária Anual 2020. **Orçamento Cidadão**, 2019.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco: Novo Século Editora, 2013.

MINSKY, H. P. Los Factores Financieros en la Teoría Económica del Capitalismo. **El Trimestre Económico**, v. 86, n. 344, p. 1071-1092, 2019.
<https://doi.org/10.20430/ete.v86i344.889>

MINSKY, H. P. Money and the Lender of Last Resort. **Challenge**, mar-apr. 1985.
<https://doi.org/10.1080/05775132.01.11470984>

MINSKY, H. P. Reconstituting the United States Financial Structure. **Working Paper**, n. 69, Levy Economics Institute, 1992b.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis. **Working Paper** No. 74. Levy Economics Institute. Working Paper, n. 74, 1992a.

NUNES, V. Volume de Operações Compromissadas do BC Ultrapassa R\$ 1,3 tri. **Correio Brasiliense**, 30 jun. 2020.

OLIVEIRA, G. C. DE. **Estrutura Patrimonial e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades, Campinas, SP: [s.n.], IE/UNICAMP, 2009.

PALLEY, T. I. Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A critique of modern monetary theory. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 1-23, 2015.
<https://doi.org/10.1080/09538259.2014.957466>

PAULA, L. F. R. DE. Teoria Horizontalista da Moeda e do Crédito: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 33, n. 2, p. 325-352, 2003.
<https://doi.org/10.1590/S0101-41612003000200004>

PAULA, L. F.; SANGOI, R. Compromissadas, a Jabuticaba Brasileira. **Valor Econômico**, 24 jun. 2016.

PELLEGRINI, J. A. As Operações Compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial**, n. 3, IFI, out. 2017c.

PELLEGRINI, J. A. Compromissadas: ruim com elas, pior sem elas. **Folha de S. Paulo**, 26 jul. 2020.

PELLEGRINI, J. A. Dívida Pública Brasileira: Mensuração, composição, evolução e sustentabilidade. **Textos para Discussão**, n. 226, Senado Federal, fev. 2017a.

PELLEGRINI, J. A. Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais. **Nota Técnica**, n. 20, IFI, ago. 2018.

PELLEGRINI, J. A. **Reservas Internacionais do Brasil**: evolução, nível adequado e custo de carregamento. **Estudo Especial**, n. 1, IFI, mar. 2017b.

PLANALTO. **Lei Complementar nº 101**, de 04 de maio de 2000, D. O. U, 05 mai. 2000.

PLANALTO. **Anexo de Metas Fiscais**, LDO 2001. 26 jun. 2001.

PLANALTO. **Lei nº 11.803**, de 04 de novembro de 2008. D. O.U, 5 nov. 2008.

PLANALTO. **Lei nº 13.820**, de 02 de maio de 2019. D. O. U, 3 mai. 2019.

PLANALTO. **Lei nº 14.185**, de 14 de julho de 2021. D. O. U, v. Seção 1, p. p.4, jul. 2021.

PLIHON, D. Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: **A Mundialização Financeira**: gênese, custos e risco. [s.l: s.n.]. p. 97-140.

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. Keynes e a Hierarquia de Moedas: possíveis lições para o Brasil. **Texto para Discussão**, n. 137, IE/UNICAMP, out. 2007.

ROSSI, P.; ARAUJO, E.; BARBOSA-FILHO, N. H. Ajuste da Taxa de Câmbio à Paridade Coberta da Taxa de Juro no Brasil. **Nova Economia**, v. 30, n. 1, p. 95-110, 2020.
<https://doi.org/10.1590/0103-6351/4700>

SALTO, F. S. Dívida Bruta: Evolução e Projeções. **Estudo Especial**, n. 7, IFI, out. 2018.

SALTO, F.; AFONSO, J. R. Vício em Compromissadas. **O Estado de S. Paulo**, 9 nov. 2016.

SANTOS, C. H. M. DOS et al. A Caracterização Estrutural do Sistema Financeiro Brasileiro: uma agenda de pesquisa. In: **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**. Brasília: IPEA, 2016. p. 15-62.

SAWYER, M. Modern Monetary Theory: is there any added value? **Real-World Economic Reviews**, n. 89, p. 167-179, 2019.

SAWYER, M. On the Sustainability of Budget Deficits and Public Debts with Reference to the UK. In: **Fiscal and debt policies for the future**. [s.l.] Palgrave Macmillan, 2014a. p. 38-75.
https://doi.org/10.1057/9781137269539_2

SAWYER, M. What is Financialization? **International Journal of Political Economy**, v. 4, n. 42, 2014b.
<https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420401>

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Boletim Resultado do Tesouro Nacional (RTN)** - Dezembro/2020, 2020. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2020/12?ano_selecionado=2020>. Acesso em: 10 ago. 2020.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Relatório Especial - Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. **Relatório Anual do Tesouro Nacional**, 2021a.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal** - Fevereiro de 2021, 2021b.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Resultado do Tesouro Nacional - Série Histórica**. Dezembro/2019, 2019. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2019/12>>. Acesso em: 14 set. 2021.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que "Acabou o Dinheiro"? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana - TN/BC. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, p. 1-29, 2017.
<https://doi.org/10.1590/198055272123>

SILVA JR, A. F. Liquidez do Sistema e Administração das Operações de Mercado Aberto. **Trabalhos para Discussão**, n. 278, Banco Central do Brasil, p. 1-41, maio 2012.

SILVA, C. G. DA; TERRA, F. H. B. A Dinâmica das Operações Compromissadas no Brasil. **Anais...14º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, 2021.

TERRA, F. H. B. Orçamento de Guerra, Compromissadas e Selic. **Valor Econômico**, 23 jun. 2020.

TERRA, F. H. B. Uma Crítica Pós-keynesiana ao MMT: a negligência do papel da confiança. **Valor Econômico**, 3 abr. 2019.

TERRA, F. H. B.; ARESTIS, P. Monetary Policy in the Post Keynesian Theoretical Framework. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 37, n. 1, p. 45-64, 2017.
<https://doi.org/10.1590/0101-31572016v37n01a03>

TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. **Working Paper**, n. 778, Levy Economics Institute, 2013.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2348704>

VALOR ECONÔMICO. Pedido de Mantega deve ser Considerado pelo FMI. **Valor Econômico**, 5 ago. 2013.

VIEIRA FILHO, L. A. M. **Gestão da Dívida Pública e a Política Monetária nos EUA e no Brasil**. Campinas, SP: [s.n.], IE/UNICAMP, 2019.

WRAY, L. R. A Teoria do Dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos. **Revista de Economia**, v. 32, n. 2, p. 43-62, 2006.
<https://doi.org/10.5380/re.v32i2.7727>

WRAY, L. R. Functional Finance: A Comparison of the Evolution of the Positions of Hyman Minsky and Abba Lerner. **Working Paper**, n. 900, Levy Economics Institute, jan. 2018.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3118286>

WRAY, L. R. Modern Money, **Working Paper**, n. 252, Levy Economics Institute, set.1998.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.137409>

WRAY, L. R. Senhoriagem ou Soberania? **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 2, p. 193-211, 2002.

WRAY, L. R. The Neo-Chartalist Approach to Money. **Working Paper**, n. 10, Levy Economics Institute, jul. 2000.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1010334>

WRAY, L. R. What Do Banks Do? What Should Banks Do? **Working Paper**, n. 612, Levy Economics Institute, aug. 2010.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1665450>

ANEXO

Tabela 2 - Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas

RS milhões

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Juros nominais e outras variações patrimoniais	Variação nominal dos estoques
		Operações do setor externo ^{1/}	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do Governo Federal	Demais operações financeiras do Governo Federal, com impacto monetário	Total		
					A				B	C	D=A+B+C
2000	6.049										
2001	-8.776	-18.572	0	-27.059	-45.631	41.274	-22.671	10.726	29.329	1.477	-14.824
2002	77.089	-26.427	10.942	82.585	67.101	31.216	-32.697	12.213	10.733	8.031	85.864
2003	65.810	643	-15.632	91.887	76.898	-102.680	-38.939	37.874	-103.745	15.568	-11.278
2004	58.892	14.556	-6.032	27.950	36.474	-9.409	-52.722	4.429	-57.702	14.309	-6.918
2005	37.168	52.395	-2.684	-18.126	31.584	-21.630	-56.053	13.046	-64.637	11.329	-21.724
2006	77.367	74.369	5.436	-14.988	64.817	21.613	-51.524	-7.987	-37.898	13.280	40.199
2007	187.416	155.391	8.812	-29.618	134.585	17.663	-60.083	-826	-43.247	18.711	110.049
2008	325.155	-12.124	-4.801	62.180	45.254	138.058	-71.780	-6.733	59.545	32.940	137.739
2009	454.710	62.937	-3.199	-14.079	45.659	97.314	-43.073	-10.772	43.469	40.426	129.554
2010	288.666	75.553	0	-270.653	-195.100	43.239	-79.243	29.063	-6.941	35.998	-166.044
2011	341.878	85.156	-706	-18.247	66.203	72.049	-93.587	-28.933	-50.470	37.480	53.212
2012	523.995	25.897	-1.098	108.766	133.565	128.750	-86.838	-29.561	12.350	36.202	182.117
2013	528.734	-22.429	1.315	-34.491	-55.605	141.925	-76.609	-39.025	26.291	34.052	4.739
2014	809.063	16.275	17.329	43.958	77.561	126.611	20.357	-11.348	135.620	67.148	280.329
2015	913.280	-15.038	89.657	-10.470	64.150	-145.704	115.956	-33.866	-63.613	103.681	104.217
2016	1.047.484	32.533	-75.562	-944	-43.974	16.158	158.501	-131.057	43.603	134.575	134.204
2017	1.064.980	1.397	-7.033	-16.275	-21.911	-127.241	117.681	-52.905	-62.465	101.871	17.496
2018 Jun	1.144.228	17.051	16.428	61.248	94.727	-12.882	28.375	-61.824	-46.331	30.852	79.248
2018 Dez	1.128.342	-17.349	15.125	21.280	19.057	19.504	115.453	-156.403	-21.446	65.752	63.363
2019 Jun	1.247.155	6.169	-5.967	41.239	41.440	61.158	24.475	-43.952	41.681	35.692	118.813
2019 Dez	951.508	-141.168	7.640	11.282	-122.246	-40.615	88.302	-168.486	-120.799	66.211	-176.835
2020 Jun	1.385.220	-111.850	56.138	8.850	-46.862	65.972	416.970	-19.892	463.051	17.524	433.713
2020 Dez	1.235.799	-117.734	40.801	15.270	-61.663	-388.139	744.716	-43.596	312.981	32.973	284.291

1/ Operações com Reservas Internacionais.

Obs.: Dados preliminares. Dados de fluxos são acumulados no ano até o mês de referência.

Fonte: Banco Central do Brasil (2021m).

Tabela 2A - Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Juros nominais e outras variações patrimoniais	Efeito da variação do PIB	Variação nominal dos estoques	% PIB
		Operações do setor externo ^{1/}	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do Governo Federal	Demais operações financeiras do Governo Federal, com impacto monetário	Total				
2000	0,50												
2001	0,00	-1,41	0,00	-2,06	-3,47	3,14	-1,72	0,82	2,23	0,11	-0,04	-1,17	
2002	5,18	-1,78	0,73	5,55	4,51	2,10	-2,20	0,82	0,72	0,54	0,08	5,84	
2003	3,83	0,04	-0,91	5,35	4,48	-5,98	-2,27	2,20	-6,04	0,91	-0,69	-1,35	
2004	3,01	0,74	-0,31	1,43	1,86	-0,48	-2,69	0,23	-2,95	0,73	-0,47	-0,82	
2005	1,71	2,41	-0,12	-0,84	1,46	-1,00	-2,58	0,60	-2,98	0,52	-0,29	-1,30	
2006	3,21	3,09	0,23	-0,62	2,69	0,90	-2,14	-0,33	-1,57	0,55	-0,17	1,50	
2007	6,89	5,71	0,32	-1,09	4,95	0,65	-2,21	-0,03	-1,59	0,69	-0,37	3,68	
2008	10,46	-0,39	-0,15	2,00	1,46	4,44	-2,31	-0,22	1,91	1,06	-0,86	3,57	
2009	13,64	1,89	-0,10	-0,42	1,37	2,92	-1,29	-0,32	1,30	1,21	-0,70	3,19	
2010	7,43	1,94	0,00	-6,97	-5,02	1,11	-2,04	0,75	-0,18	0,93	-1,94	-6,21	
2011	7,81	1,95	-0,02	-0,42	1,51	1,65	-2,14	-0,66	-1,15	0,86	-0,83	0,38	
2012	10,88	0,54	-0,02	2,26	2,77	2,67	-1,80	-0,61	0,26	0,75	-0,71	3,07	
2013	9,92	-0,42	0,02	-0,65	-1,04	2,66	-1,44	-0,73	0,49	0,64	-1,06	-0,97	
2014	14,00	0,28	0,30	0,76	1,34	2,19	0,35	-0,20	2,35	1,16	-0,77	4,08	
2015	15,23	-0,25	1,50	-0,17	1,07	-2,43	1,93	-0,56	-1,06	1,73	-0,51	1,23	
2016	16,71	0,52	-1,21	-0,02	-0,70	0,26	2,53	-2,09	0,70	2,15	-0,66	1,48	
2017	16,17	0,02	-0,11	-0,25	-0,33	-1,93	1,79	-0,80	-0,95	1,55	-0,80	-0,54	
2018 Jun	16,87	0,25	0,24	0,90	1,40	-0,19	0,42	-0,91	-0,68	0,45	-0,47	0,70	
2018 Dez	16,11	-0,25	0,22	0,30	0,27	0,28	1,65	-2,23	-0,31	0,94	-0,97	-0,06	
2019 Jun	17,35	0,09	-0,08	0,57	0,58	0,85	0,34	-0,61	0,58	0,50	-0,42	1,24	
2019 Dez	12,85	-1,91	0,10	0,15	-1,65	-0,55	1,19	-2,27	-1,63	0,89	-0,88	-3,26	
2020 Jun	18,82	-1,52	0,76	0,12	-0,64	0,90	5,67	-0,27	6,29	0,24	0,08	5,98	
2020 Dez	16,59	-1,58	0,55	0,21	-0,83	-5,21	10,00	-0,59	4,20	0,44	-0,07	3,75	

1/ Operações com Reservas Internacionais.

Obs.: Dados preliminares. Os fatores condicionantes consideram sempre o PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

Fonte: Banco Central do Brasil (2021m).

Tabela 3 - Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas - dados acumulados

Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central				Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Juros nominais e outras variações patrimoniais	Efeito da variação do PIB	% PIB	
		Operações do setor externo ^{1/}	Resultado caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total	Operações com títulos públicos	Resultado primário do Governo Federal	Demais operações financeiras do Governo Federal, com impacto monetário	Total				
2000	0,5												
2001	-0,7	-1,4	0,0	-2,1	-3,5	3,1	-1,7	0,8	2,2	0,1	0,0	0,0	
2002	5,2	-3,2	0,7	3,5	1,0	5,2	-3,9	1,6	2,9	0,7	0,0	0,0	
2003	3,8	-3,1	-0,2	8,8	5,5	-0,7	-6,2	3,8	-3,1	1,6	-0,7	-1,1	
2004	3,0	-2,4	-0,5	10,3	7,4	-1,2	-8,9	4,1	-6,0	2,3	2,3	-1,1	
2005	1,7	0,0	-0,6	9,4	8,8	-2,2	-11,5	4,7	-9,0	2,8	-1,4	-1,4	
2006	3,2	3,1	-0,4	8,8	11,5	-1,3	-13,6	4,3	-10,6	3,4	-1,6	-1,6	
2007	6,9	8,8	-0,1	7,7	16,5	-0,7	-15,8	4,3	-12,2	4,0	-2,0	-2,0	
2008	10,5	8,4	-0,2	9,7	17,9	3,8	-18,1	4,1	-10,3	5,1	-2,8	-2,8	
2009	13,6	10,3	-0,3	9,3	19,3	6,7	-19,4	3,8	-9,0	6,3	-3,5	-3,5	
2010	7,4	12,2	-0,3	2,3	14,3	7,8	-21,4	4,5	-9,1	7,2	-5,5	-5,5	
2011	7,8	14,2	-0,3	1,9	15,8	9,4	-23,6	3,9	-10,3	8,1	-6,3	-6,3	
2012	10,9	14,7	-0,3	4,2	18,6	12,1	-25,4	3,2	-10,0	8,9	-7,0	-7,0	
2013	9,9	14,3	-0,3	3,5	17,5	14,8	-26,8	2,5	-9,5	9,5	-8,1	-8,1	
2014	14,0	14,6	0,0	4,3	18,9	17,0	-26,5	2,3	-7,2	10,7	-8,8	-8,8	
2015	15,2	14,3	1,5	4,1	19,9	14,5	-24,5	1,7	-8,3	12,4	-9,3	-9,3	
2016	16,7	14,9	0,3	4,1	19,2	14,8	-22,0	-0,3	-7,6	14,5	-10,0	-10,0	
2017	16,2	14,9	0,2	3,9	18,9	12,9	-20,2	-1,1	-8,5	16,1	-10,8	-10,8	
2018 Jun	16,9	15,1	0,4	4,8	20,3	12,7	-19,8	-2,1	-9,2	16,5	-11,3	-11,3	
2018 Dez	16,1	14,6	0,4	4,2	19,2	13,1	-18,6	-3,4	-8,8	17,0	-11,8	-11,8	
2019 Jun	17,3	14,7	0,3	4,7	19,7	14,0	-18,2	-4,0	-8,2	17,5	-12,2	-12,2	
2019 Dez	12,8	12,7	0,5	4,3	17,5	12,6	-17,4	-5,7	-10,4	17,9	-12,6	-12,6	
2020 Jun	18,8	11,2	-1,2	4,4	16,9	13,5	-11,7	-5,9	-4,2	18,2	-12,6	-12,6	
2020 Dez	16,6	11,1	1,0	4,5	16,7	7,4	-7,4	-6,2	-6,2	18,4	-12,7	-12,7	

1/ Operações com Reservas Internacionais.

Obs.: Dados preliminares.

Fonte: Banco Central do Brasil (2021m).