

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

DANTE GABRIEL NUNES ZANOTI

**CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS – O  
“LADO FINANCEIRO” NÃO EXPLORADO QUE IMPACTA NEGATIVAMENTE  
SOBRE OS GASTOS PRIMÁRIOS**

UBERLÂNDIA

2019

DANTE GABRIEL NUNES ZANOTI

**CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS – O  
“LADO FINANCEIRO” NÃO EXPLORADO QUE IMPACTA NEGATIVAMENTE  
SOBRE OS GASTOS PRIMÁRIOS**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais, sob orientação da Prof. Vanessa Petrelli Corrêa.

UBERLÂNDIA  
2019

DANTE GABRIEL NUNES ZANOTI

**CRESCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS – O  
“LADO FINANCEIRO” NÃO EXPLORADO QUE IMPACTA NEGATIVAMENTE  
SOBRE OS GASTOS PRIMÁRIOS**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações  
Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como  
requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Relações  
Internacionais, sob orientação da Prof. Vanessa Petrelli Corrêa.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof<sup>a</sup>. Vanessa Petrelli Corrêa

Orientadora

Instituto de Economia e Relações Internacionais – UFU

---

Prof. Vitorino Alves da Silva

Instituto de Economia e Relações Internacionais – UFU

---

Prof. Marcelo Sartorio Loral

Instituto de Economia e Relações Internacionais – UFU

Uberlândia, 13 de dezembro de 2019

**Resumo:** O problema proposto no presente trabalho refere-se à investigação das principais causas do aumento abrupto da Dívida Pública Brasileira, na medida em que nosso país pode ser tomado como um caso importante a ser entendido dentre os denominados países periféricos. Dessa forma, questiona-se por que a dívida pública brasileira teria subido tão rapidamente após 2014 e se esse movimento teria sido causado essencialmente pela geração de déficits primários (excesso de gastos sobre a arrecadação), ou o tema é mais complexo e exige maior detalhamento. Conclui-se que tal aumento não se configura pelo gasto excessivo do governo, mas pela queda da arrecadação, em virtude do período de desaceleração econômica verificada a partir de 2013, e, sobretudo, por causa de “fatores financeiros” relacionados às políticas monetária e cambial vigentes.

**Palavras-chave:** Dívida Publica; Operações Compromissadas; Política Monetária e Cambial.

## LISTA DE FIGURAS

|                                                                                                                                        |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 2.1 – Balancete do Banco Central.....                                                                                           | 27 |
| Figura 3.1 – Movimento do Balancete do Banco Central com a elevação das alíquotas dos depósitos compulsórios.....                      | 40 |
| Figura 3.2 – Movimentos do Balancete do Banco Central com a compra de reservas internacionais.....                                     | 42 |
| Figura 3.3 – Movimento do Balancete do Banco Central com o aumento do saldo de juros incidentes sobre as operações compromissadas..... | 44 |
| Figura 3.4.a – Movimento do balancete do Banco Central com a variação da Conta Única em períodos de superávit primário.....            | 46 |
| Figura 3.4.b – Movimento do Balancete do Banco Central com a variação da Conta Única em períodos de déficit primário.....              | 46 |
| Figura 3.5 – Movimento do balancete do Banco Central com o resgate líquido de títulos públicos.....                                    | 47 |

## LISTA DE GRÁFICOS

|                                                                                                                                                                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1.1 – Evolução do Índice de Gini e do PIB Per Capita.....                                                                                                                                                                                      | 10 |
| Gráfico 1.2 – Taxa de Desemprego – RMSP – (%).....                                                                                                                                                                                                     | 10 |
| Gráfico 1.3 – Evolução do Resultado Primário do Setor Público/PIB.....                                                                                                                                                                                 | 10 |
| Gráfico 1.4 – Salário Mínimo Real.....                                                                                                                                                                                                                 | 12 |
| Gráfico 1.5 – Evolução dos saldos de crédito – controle público e privado.....                                                                                                                                                                         | 13 |
| Gráfico 1.6 – Taxa de crescimento dos índices de volume: consumo das famílias e FBKF... 14                                                                                                                                                             |    |
| Gráfico 1.7 – FBKF em Construção Civil e em Máquinas e Equipamentos (1995=100) – dados trimestrais.....                                                                                                                                                | 15 |
| Gráfico 1.8 – FBKF (GFCF) em inglês da Administração Pública e Investimento das Empresas Estatais (nível federal) – em R\$ milhões de 1995.....                                                                                                        | 16 |
| Gráfico 1.9 – Aproximações trimestrais da FBCF das administrações públicas e das despesas de investimento das empresas estatais federais (em R\$ milhões de 1995).....                                                                                 | 18 |
| Gráfico 1.10 – PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres (em %).....                                                                                                                                          | 19 |
| Gráfico 1.11 – Receitas e despesas primárias.....                                                                                                                                                                                                      | 20 |
| Gráfico 1.12 – Receitas Líquidas e Despesas Totais do Governo Central Acumuladas em 12 meses (% PIB).....                                                                                                                                              | 20 |
| Gráfico 1.13 – Despesas Primárias – decompostas em valores reais de maio de 2016 (IPCA).....                                                                                                                                                           | 21 |
| Gráfico 3.1 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa atualizada e dados mensais.....                                                                           | 41 |
| Gráfico 3.2 – Brasil – Taxa de juros – Over / Selic – (diária-% a.a.).....                                                                                                                                                                             | 44 |
| Gráfico 4.1 – Administração da Liquidez por Tipo de Instrumento, 1997-2005, em bilhões de R\$.....                                                                                                                                                     | 53 |
| Gráfico 4.2 – Determinantes do saldo das operações compromissadas.....                                                                                                                                                                                 | 60 |
| Gráfico 4.3 – Estoque das compromissadas 2000-2018 em R\$ milhões, estoque em mercado da DPMFi 2001-2019 em R\$ milhões, DBGG (metodologia vigente até 2007) (2001-2019) e DBGG (metodologia vigente a partir de 2008) (2006-2019) em R\$ milhões..... | 60 |
| Gráfico 4.4 – Reservas internacionais – Conceito liquidez – Brasil – US\$ (milhões).....                                                                                                                                                               | 62 |
| Gráfico 4.5 - Taxa de câmbio <i>spot</i> , Expectativa de câmbio para seis meses e Expectativa de variação cambial (cambio R\$/US\$ – dados mensais de 2000 a 2016).....                                                                               | 64 |

|                                                                                                                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 4.6 - Estoque das compromissadas (2000-2018), Compulsórios e demais operações do Banco Central (2001-2018) e Compulsórios + compromissadas (2001-2018)..... | 67 |
| Gráfico 4.7 – Lançamento de Operações compromissadas a cada ano em R\$ milhões.....                                                                                 | 68 |
| Gráfico 4.8 – Resultado primário (2001-2019) e efeito da conta única sobre a base monetária (2001-2018), em R\$ milhões.....                                        | 69 |

**LISTA DE QUADROS**

|                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1.1 – Estimativas das Desonerações Tributárias do Governo Federal (valores em R\$ bilhões)..... | 17 |
| Quadro 2.1 – Regulação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.....                                 | 32 |

## LISTA DE TABELAS

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1.1 – Brasil: Taxas de crescimento anuais do PIB (em índices de volume e % dos seus componentes)..... | 9  |
| Tabela 1.2 – Composição das Transferências de Assistência e Previdência (TAPs) em % do PIB.....              | 13 |
| Tabela 4.1 – Principais fatores determinantes das compromissadas ano a ano (R\$ milhões).....                | 59 |
| Tabela 4.2 – Saldo das reservas internacionais.....                                                          | 63 |

## SUMÁRIO

|                                                                                                                                          |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>Introdução.....</b>                                                                                                                   | <b>1</b>      |
| <br><b>Capítulo 1 - Papel do Estado e o perfil dos distintos modelos de crescimento brasileiro que vigoram no período 2003-2018.....</b> | <br><b>6</b>  |
| 1.1. O modelo de crescimento entre 2003 e 2014.....                                                                                      | 7             |
| 1.1.1. Características do Modelo de Crescimento.....                                                                                     | 7             |
| 1.1.2. O período 2003-2011.....                                                                                                          | 11            |
| 1.1.3. O período 2012-2014.....                                                                                                          | 17            |
| 1.2. O período pós 2015.....                                                                                                             | 21            |
| <br><b>Capítulo 2 – Dívida Pública e as Relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.....</b>                                     | <br><b>23</b> |
| 2.1. Endividamento, gastos e receitas públicas: conceitos de fluxo e estoque.....                                                        | 24            |
| 2.2. Ativos e Passivos do Banco Central e o movimento da Base Monetária.....                                                             | 26            |
| <br><b>Capítulo 3 – As Operações Compromissadas e seus Determinantes.....</b>                                                            | <br><b>36</b> |
| 3.1. Regulações da relação Tesouro Banco Central e referente à operação de <i>Open Market</i> via Operações Compromissadas.....          | 37            |
| 3.2. Fatores que impactam a Base Monetária.....                                                                                          | 40            |
| 3.2.1. Compulsórios.....                                                                                                                 | 40            |
| 3.2.2. Operações Compromissadas - Reservas Internacionais e <i>swap</i> cambial.....                                                     | 40            |
| 3.2.3. Operações compromissadas – Pagamento de Juros sobre as compromissadas.....                                                        | 43            |
| 3.2.4. Operações Compromissadas – movimento da Conta Única.....                                                                          | 45            |
| 3.2.5. Compromissadas – relacionadas à Colocação/Retirada de dívida mobiliária em circulação via Tesouro Nacional.....                   | 47            |
| <br><b>Capítulo 4 – A Periodicidade dos Fatores que Impactam a Base Monetária e o movimento das operações Compromissadas.....</b>        | <br><b>50</b> |
| 4.1. O Período 1999-2004.....                                                                                                            | 51            |
| 4.2. O Período 2004-2013.....                                                                                                            | 57            |
| 4.3. O Período 2013-2019.....                                                                                                            | 67            |

## INTRODUÇÃO

Na segunda metade dos anos 2000, após a Crise de *Subprime* e de seu desdobramento sobre a Europa, vimos a imposição de políticas de austeridade fiscal sobre os países que sofreram o maior impacto: os chamados GIIPS (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha). O argumento era o de que a crise que sofreram estava fortemente relacionada ao excesso de Gastos Públicos. A solução seria, assim, a de se reduzir drasticamente esses gastos, gerando a chamada “política de austeridade”. Essa política, no entanto, causou impactos sociais profundos, comprometendo o crescimento desses países, fato reconhecido hoje, inclusive, pelo FMI. Em nível dos países da periferia, o que se observou foi que a queda da demanda mundial provocou impactos sobre todos, sendo que o crescimento passou a ser relativamente menor, especialmente entre 2009 e 2010, mas permanecendo ainda restrito até 2014. Ainda que em 2016 e 2017 se tenha observado um crescimento moderado dos Estados Unidos, a Europa ainda apresenta uma dinâmica de expansão mais lenta do que no período anterior à crise de *Subprime* e também a China apresenta um crescimento menor. Na verdade, mesmo o FMI, que indicava uma possibilidade de retomada da economia Mundial, em 2018 explicita o movimento geral de baixo crescimento e de demanda mundial instável.

Vários países, dentre eles os da América Latina, passaram a sofrer com a mudança da dinâmica do crescimento mundial, o que afetou de diferentes formas seus regimes de crescimento. Observa-se uma desaceleração importante do crescimento de vários desses países a partir de 2012 e, paralelamente, uma piora em suas contas públicas. Mais uma vez, o diagnóstico que se generalizou foi o de que a situação resultante teria sido causada pelo excesso de gastos públicos e a política de austeridade e corte de gastos seria a solução. Considerando esse pano de fundo, o problema proposto a ser tratado na presente monografia refere-se à investigação das principais causas do aumento abrupto da Dívida Pública Brasileira a partir de 2014, na medida em que nosso país pode ser tomado como um caso importante a ser entendido dentre os países periféricos. A questão de fundo envolve o porquê de a dívida pública brasileira ter subido tão rapidamente após 2014. Esse movimento teria sido causado essencialmente pela geração de déficits primários (excesso de gastos sobre a arrecadação), ou o tema é mais complexo e exige maior detalhamento?

No caso específico do Brasil, é importante mencionar que o ataque ao Estado e seus gastos primários tem sido especialmente forte depois de 2015, sendo que o argumento principal é o da explosão recente da dívida pública a partir de 2014 está relacionado essencialmente a uma expansão desenfreada desses gastos, que seriam os causadores da desaceleração da Economia Brasileira. A desaceleração seria essencialmente explicada pela

“falta de credibilidade” causada pela explosão da Dívida Pública brasileira. Uma retomada envolveria o ajuste dessas contas para a “retomada da credibilidade”. O ajuste, por sua vez, envolveria uma desaceleração expressiva dos Gastos Primários do Governo Geral, mas também dos níveis sub-nacionais (estadual e municipal). O primeiro ataque a ser enfrentado, segundo esse argumento, deveria ser a reforma da Previdência, que apresentava gastos expansivos constantes, acima do crescimento do PIB e que não podiam ser ajustados, uma vez que são constitucionais. Ademais, também advogava-se uma queda geral nos demais gastos: com funcionalismo público, com Investimento, com Gastos constitucionalmente definidos (como os de saúde e educação, por exemplo)

Então, hoje no Brasil, o grande debate político econômico refere-se à necessidade de se adotar uma forte política de austeridade fiscal, uma vez que o país estaria sem condições de honrar seus compromissos. Esse diagnóstico, por sua vez, gerou a mudança constitucional impetrada em 2016, que desvinculou os mínimos constitucionais que existiam para os Gastos com saúde e educação. Ademais, outra consequência foi a definição para um teto de Gastos Públicos do Governo Geral, extremamente estreito para os próximos 20 anos.

Na verdade, o pano de fundo é o da forte redução da atuação do Estado na Economia Brasileira. Para tal, uma exigência é a de que se descoordenem os Gastos obrigatórios que estão garantidos desde a constituição de 1988. Não só os Gastos com saúde e educação precisariam ser “desconstitucionalizados” para se atingir o intuito do “estado mínimo”. Também os Gastos com previdência e assistência social precisariam ser fortemente cortados, além da máquina pública em geral. O argumento é o de que “não há dinheiro” e de que a proteção da Constituição de 1988 não é possível. Note-se que o argumento do excesso de gastos e do corte de políticas sociais e de políticas de desenvolvimento (como a de educação, de ciência e tecnologia, de apoio à indústria, de habitação, de saúde) não têm sido utilizados apenas no Brasil. Vimos esse movimento ocorrendo recentemente na Europa e na América Latina tem sido essa a tônica dos últimos anos. Foi essa a direção tomada pela Argentina e também pelo Brasil, dois grandes países da região. No caso do México, por outro lado, observamos o movimento inverso, sendo que ao longo da primeira década dos anos 2000 a sua trajetória tinha sido liberalizante, enquanto que nas últimas eleições venceu a proposta de maior intervenção do Estado.

No entanto, um fato a comentar é o de que, tomando-se os dados internacionais, o resultado primário brasileiro estava na média mundial ao longo dos anos 2000 e até 2015, mas o resultado nominal esteve durante a década de 2000 sempre acima da média mundial. Nesses

termos, a análise dessa dicotomia é importante, pois mostram a necessidade de explicação da dimensão financeira para a compreensão da dinâmica da dívida pública (fato comum aos países em geral), é necessário também analisar a especificidade do caso brasileiro em que os fatores financeiros que afetam fortemente a dívida pública e produzem um gatilho maior do que o que se observa na maioria dos países.

Nossa hipótese é a de que a dívida pública dos países em geral é mais complexa do que a explicação corrente, que centra sua explicação no movimento do Resultado Primário dos Gastos de Governo. A perspectiva é a de que não são apenas os déficits primários os causadores dos principais movimentos da dívida pública no capitalismo contemporâneo, sendo importante analisar a dinâmica da política monetária e cambial, além do movimento das finanças globais que afetam o câmbio, a dívida pública e as taxas de juros domésticas. Tal problemática também esteve por detrás da complexidade de se compreender o movimento de crescimento da dívida pública dos países dos GIIPS e está no cerne da análise da Economia de países periféricos e também do Brasil atual.

No caso do Brasil, seguimos a hipótese de que a especificidade do mercado de dívida pública, e da relação que se estabelece entre Tesouro Nacional e Banco Central, em conjunto com a ampla abertura financeira são explicadores essenciais para compreender a dinâmica expansiva da dívida pública nacional, mas essa interrelação permanece fortemente oculta.

Essa hipótese, referente aos impactos das finanças sobre as dívidas públicas dos países não é dominante em nível mundial, em que hoje impera o chamado “novo consenso macroeconômico”, que advoga a posição supostamente superior da ampla liberalização e da não intervenção do Estado. Contrariamente, os autores vinculados à chamada “Nova Teoria Monetária”, dentre os quais podemos incorporar autores pós-keynesianos, desenvolvem uma abordagem que critica profundamente as análises que não incorporam a especificidade da Economia capitalista enquanto criadora de moeda, não dependente da arrecadação fiscal corrente.

Nesses termos, desvendar a dinâmica financeira por detrás da dívida pública dos países periféricos é uma tarefa importante, uma vez que esse diagnóstico afeta profundamente os caminhos do país e, mormente, seu desenvolvimento. Considerando esses aspectos, o objetivo geral desse trabalho é o de mostrar os fatores financeiros que impactam sobre a dívida pública brasileira, centrando a análise no comportamento das operações compromissadas do Banco Central, que são fatores importantes a influenciar a Dívida Bruta do Governo Geral.

Será feita uma análise dos dados da dívida pública brasileira entre 2003 e 2018, focando, essencialmente, nos aspectos financeiros de sua evolução. Nesse sentido, nosso intuito não é o de estudar o resultado primário do setor público em detalhes, mas o de destacar apenas o seu movimento geral, observando a evolução das receitas e despesas correntes e sua relação com os distintos modelos de crescimento adotados ao longo desse interregno. Na medida em que o foco do estudo é o de destacar “o lado financeiro” dos Gastos públicos, o trabalho envolve o esclarecimento dessas relações financeiras que afetam a dívida pública.

Para desenvolver esses aspectos, após a presente introdução, o primeiro capítulo da monografia envolverá a apresentação das características gerais do “modelo de crescimento” da Economia brasileira entre 2003 e 2014, e as mudanças que se processam após 2015 e que indicam um novo modelo, com um movimento paulatino de menor intervenção do Estado. As características desses modelos explicam, em parte, a dinâmica dos Gastos Primários do Governo Geral.

Para além disso, destacaremos os elementos institucionais que explicam os “determinantes financeiros” da dívida pública. Nesse sentido, no capítulo 2 destacaremos a dinâmica de funcionamento dos Bancos Centrais e sua relação com os movimentos da Base monetária e, no capítulo 3, esclareceremos, para o caso brasileiro, (i) A relação entre Tesouro Nacional e Banco Central; (ii) A dinâmica particular das “operações compromissadas” do Banco Central no Brasil. Nesses capítulos serão esclarecidas as relações entre as operações compromissadas, a abertura financeira, a política de Metas de inflação e sua relação com a Dívida Pública.

O capítulo 4 da monografia envolve o levantamento de dados da conformação da Dívida Bruta do Governo Geral e da Dívida Líquida do Setor Público, detalhando seus condicionantes financeiros. Nesse caso, observaremos as questões abaixo e construiremos uma periodicidade para a dinâmica da dívida pública brasileira:

- (i) A relação entre as operações compromissadas e a política monetária por detrás da política de Metas de Inflação, como também a relação com a política cambial;
- (ii) A relação do crescimento das operações compromissadas e seus pagamentos de juros (fundados na Selic);
- (iii) A particularidade do mercado Selic

**CAPÍTULO 1**

**PAPEL DO ESTADO E O PERFIL DOS DISTINTOS MODELOS DE  
CRESCIMENTO BRASILEIRO QUE VIGORAM NO PERÍODO 2003-2018**

Para entender os diferentes regimes de crescimento da economia brasileira é necessário observar a dinâmica dos componentes da demanda e a sua contribuição para o crescimento. Ademais, é necessário indicar a importância (ou não) do papel do Estado para o perfil resultante da demanda, especialmente do Consumo e do Investimento, bem como do setor externo. Essa questão é importante para os propósitos de nosso trabalho, na medida em que os Gastos Públicos se refletem nos movimentos do resultado primário do Setor Público.

De outra parte, o regime macroeconômico também constitui um fator que influencia a dinâmica de Gastos do Governo (conceito de fluxo), e obviamente da Dívida Pública (conceito de estoque), em sua componente financeira, na medida em que influencia os juros e o câmbio, gerando impactos sobre o resultado nominal (déficit ou superávit). Ademais, gera ainda efeitos adicionais sobre a dívida pública (estoques), pela via do lançamento/retirada de títulos para efetuar a política monetária. Um terceiro fator, ainda a influenciar o componente financeiro do Gasto Público e da Dívida Pública, é o referente ao perfil institucional do mercado financeiro nacional e de negociação dos títulos da dívida pública.

Nesse capítulo nos centraremos na indicação das características gerais dos distintos modelos de crescimento que vigoram na Economia Brasileira entre 2003 e 2018. Destacamos essencialmente dois modelos: (i) o vigente entre 2003 e 2014 e (ii) o que passa a se estabelecer a partir de 2015<sup>1</sup>, quando se destacam mudanças que vão no sentido da redução da intervenção do Estado na Economia e no sentido da redução da proteção social estabelecida pela Constituição de 1988.

## **1.1. O modelo de crescimento entre 2003 e 2014**

### **1.1.1. Características do Modelo de Crescimento**

Ainda que destaquemos o fato de que entre 2003 e 2014 vigora essencialmente o mesmo modelo de crescimento, em que se destaca a concomitância do processo de expansão econômica, com melhora de distribuição de renda, aumento do emprego formal, e forte intervenção do Estado. Queremos, no entanto, ressaltar que é importante efetuar uma sub-periodicidade, indicada por Corrêa (2013) e por Serrano e Summa (2015). Isso porque entre 2012 e 2014 ocorre uma queda paulatina do crescimento do país e se destacam mudanças na

---

<sup>1</sup> Essa parte do trabalho é baseada em Corrêa & Dos Santos (2013) e em Corrêa (2019). Ainda assim cabe comentar que, especialmente para o período 2003-2014 há vários trabalhos que comungam com a mesma interpretação e que estão relacionados a autores que compõem o Grupo de Trabalho de Macroeconomia da SEP, que debateu profundamente essa questão, sendo que alguns desses trabalhos serão citados ao longo do texto. Para o período 2015 em diante, também há vários trabalhos que têm essencialmente uma interpretação compatível com a que é desenvolvida por Corrêa (2019).

forma de intervenção do Estado que comprometem o próprio regime de crescimento. Ainda que não se possa dizer que haja uma “mudança de modelo” pode-se enfatizar que se estabelece uma nova estratégia na intervenção do Estado, especialmente sobre a componente do Investimento.

O pano de fundo do regime de crescimento que envolve as duas primeiras fases (2003-2014) é:

- 1- **A manutenção da regulação da Constituição de 1988**, que define relações entre a arrecadação e os Gastos Públicos, definindo aí uma dinâmica especial de Gastos Obrigatórios, envolvendo os mínimos constitucionais relacionados às despesas com Saúde e educação, bem como as transferências de Previdência e Assistência Social (TAPS). Dentre as TAPS, destacamos: Gastos com Regime Geral de Previdência, Gastos com regimes de Previdência de Estados e Municípios, Gastos com LOAS (Lei de Assistência Social), que são ainda adicionados por Gastos de Transferências, definidos por legislação específica, como os do Programa Bolsa família;
- 2- A ação distributiva provocada pela decisão de efetivar aumentos reais de salário mínimo;
- 3- A existência de bancos públicos que permitem o direcionamento de recursos para ações específicas e que impactam sobre o Consumo e o Investimento e permitem movimentos de ação anticíclica via crédito desses bancos;
- 4- A não modificação do Regime macroeconômico, fundado no tripé: **regime de câmbio flexível** em situação de forte abertura financeira + **regime de metas de inflação**, fundado no diagnóstico de inflação de demanda + **regime de metas de superávits primários**.
- 5- O não avanço do perfil da estrutura produtiva.

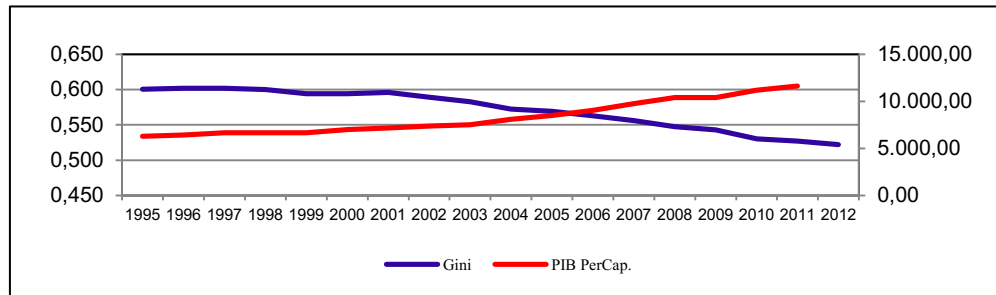
Esse primeiro período marca uma fase geral de crescimento da economia brasileira (ainda que contra restada pela desaceleração ocorrida, quando a Crise de *Subprime* eclode e se aprofunda entre o segundo semestre de 2008 e 2009). Em primeiro lugar, destacamos que a taxa de crescimento média do país entre 2004 e 2011 foi de 4,3% aa, representando duas vezes a média do crescimento observada nas duas décadas anteriores no país.

**Tabela 1.1 - Brasil: Taxas de crescimento anuais do PIB (em índices de volume e % dos seus componentes)**

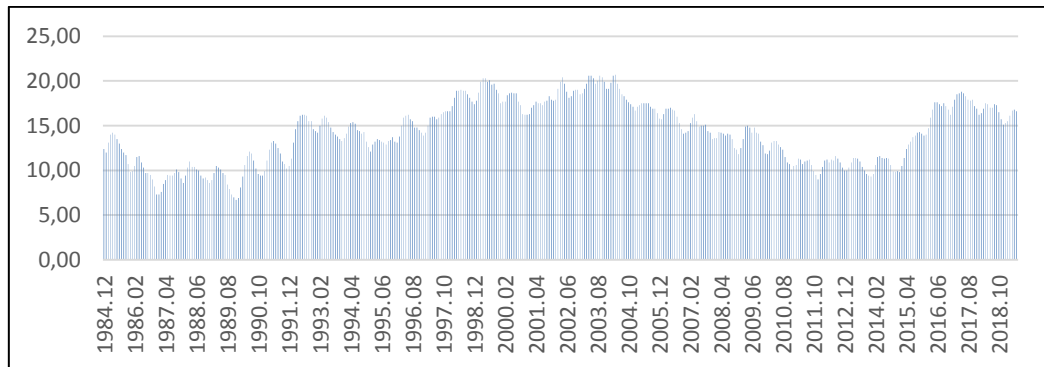
| <b>Ano</b> | <b>PIB</b>  | <b>Consumo das Famílias</b> | <b>Consumo do Governo</b> | <b>Formação Bruta de Capital Fixo</b> | <b>Exportação</b> | <b>Importação</b> |
|------------|-------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------|
| 1996       | <b>2,2</b>  | 3,2                         | -1,8                      | 1,2                                   | -0,4              | -5,6              |
| 1997       | <b>3,4</b>  | 3,0                         | 1,2                       | 8,4                                   | 11,0              | -14,6             |
| 1998       | <b>0,3</b>  | -0,7                        | 3,2                       | -0,2                                  | 4,9               | 0,1               |
| 1999       | <b>0,5</b>  | 0,4                         | 1,7                       | -8,9                                  | 5,7               | 15,1              |
| 2000       | <b>4,4</b>  | 4,0                         | -0,2                      | 4,8                                   | 12,9              | -10,8             |
| 2001       | <b>1,4</b>  | 0,8                         | 2,6                       | 1,3                                   | 9,2               | -3,3              |
| 2002       | <b>3,1</b>  | 1,3                         | 3,8                       | -1,4                                  | 6,5               | 13,3              |
| 2003       | <b>1,1</b>  | -0,5                        | 1,6                       | -4,0                                  | 11,0              | 0,5               |
| 2004       | <b>5,8</b>  | 3,9                         | 3,9                       | 8,5                                   | 14,5              | -10,4             |
| 2005       | <b>3,2</b>  | 4,4                         | 2,0                       | 2,0                                   | 9,6               | -7,5              |
| 2006       | <b>4,0</b>  | 5,3                         | 3,6                       | 6,7                                   | 4,8               | -17,8             |
| 2007       | <b>6,1</b>  | 6,4                         | 4,1                       | 12,0                                  | 6,2               | -19,6             |
| 2008       | <b>5,1</b>  | 6,5                         | 2,0                       | 12,3                                  | 0,4               | -17,0             |
| 2009       | <b>-0,1</b> | 4,5                         | 2,9                       | -2,1                                  | -9,2              | 7,6               |
| 2010       | <b>7,5</b>  | 6,2                         | 3,9                       | 17,9                                  | 11,7              | -33,6             |
| 2011       | <b>4,0</b>  | 4,8                         | 2,2                       | 6,8                                   | 4,8               | -9,4              |
| 2012       | <b>1,9</b>  | 3,5                         | 2,3                       | 0,8                                   | 0,7               | -1,1              |
| 2013       | <b>3,0</b>  | 3,5                         | 1,5                       | 5,8                                   | 1,8               | -6,7              |
| 2014       | <b>0,5</b>  | 2,3                         | 0,8                       | -4,2                                  | -1,6              | 2,3               |
| 2015       | <b>-3,5</b> | -3,2                        | -1,4                      | -13,9                                 | 6,8               | 14,2              |
| 2016       | <b>-3,3</b> | -3,8                        | 0,2                       | -12,1                                 | 0,9               | 10,3              |
| 2017       | <b>1,3</b>  | 2,0                         | -0,7                      | -2,6                                  | 4,9               | -6,7              |
| 2018       | <b>1,3</b>  | 2,1                         | 0,4                       | 3,9                                   | 4,0               | -8,3              |

Fonte: IBGE.

Em segundo lugar, destacamos o perfil do crescimento, que se deu, de forma concomitante com uma melhoria da distribuição de renda, destacando-se a queda do índice de Gini e a maior participação dos salários na renda. Ademais, observa-se uma importante queda do desemprego.

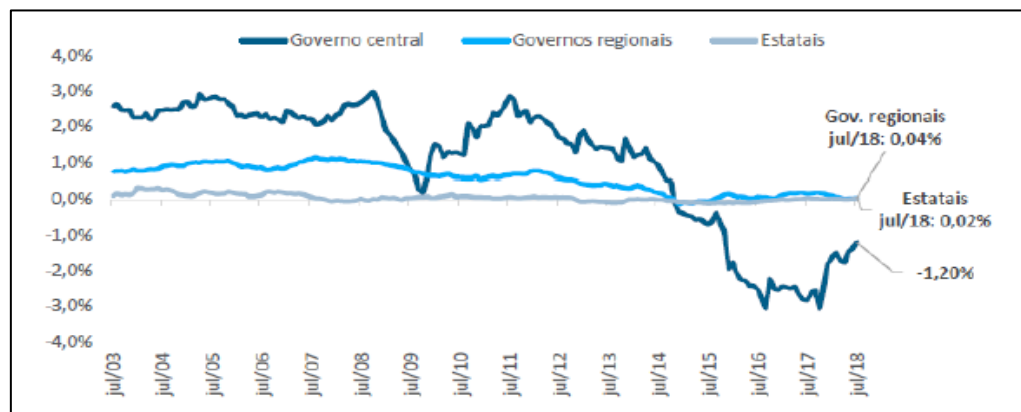
**Gráfico 1.1 – Evolução do Índice de Gini e do PIB Per Capita**

Fonte: Corrêa & dos Santos (2013).

**Gráfico 1.2 - Taxa de desemprego - RMSP - (%)**

Fonte: Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados, Pesquisa de Emprego e Desemprego (Seade/PED).

Em terceiro lugar, observamos que o crescimento nesse período se dá com a existência contínua de superávits primários, pelo fato de que a taxa de crescimento das receitas (garantidas pelo crescimento econômico) foi maior que a taxa de crescimento das despesas.

**Gráfico 1.3 - Evolução do Resultado Primário do Setor Público/PIB**

Fonte: IFI, 2018.

### 1.1.2. O período 2003-2011

Essa fase marca um período de forte crescimento da Economia Brasileiro em que a média do crescimento foi substancialmente maior do que o observado na década anterior. As características apontadas acima se destacam no modelo, sendo que abaixo indicamos as principais “alavancas” que definem essa expansão (Corrêa e Dos Santos, 2013).

Considerando os componentes de demanda, destaca-se que, inicialmente (entre 2003 e 2005) a expansão é puxada pelo setor externo, que gera aumentos de renda, sendo que aumenta também a carga tributária, gerando impactos sobre as transferências de Assistência e Previdência (TAPS), que, por sua vez, influenciam o Consumo, que também é impactado pelo crescimento da renda como um todo, por conta da expansão da renda pessoal disponível (Consumo como função da renda). Paralelamente, o investimento privado cresce, induzido pelo próprio crescimento da renda.

Ademais, um elemento essencial da análise é o de que a dinâmica do crescimento é complexa e seguimos a interpretação de que o perfil e a força da expansão são fortemente influenciados pela **intervenção do Estado** (Corrêa & Dos Santos, 2013), que afetam, de maneira decisiva, o Consumo e o Investimento.

A partir daí, destacamos as alavancas do crescimento do período 2003-2012 que foram:

#### (i) O mercado externo fortemente favorável.

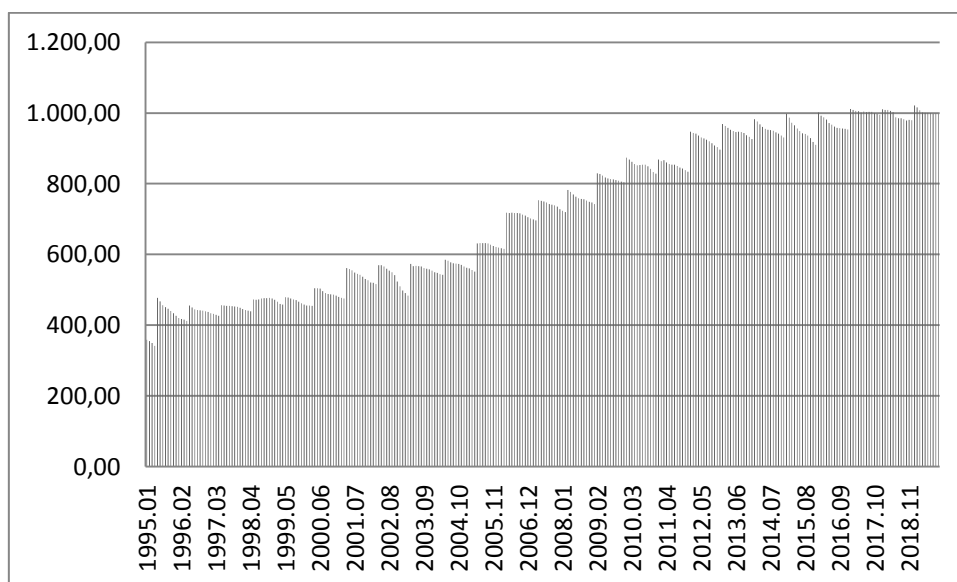
Esta questão melhora os termos de intercâmbio da Economia Brasileira. De fato, nessa fase o crescimento da demanda mundial por bens primários e de aumento do preço das *commodities* geram uma importante alavanca de crescimento das exportações. Note-se, no entanto, que o movimento total do setor externo (exportações – importações) não necessariamente contribui fortemente para o crescimento em termos líquidos, pois a evolução das importações provocada pela manutenção do câmbio relativamente valorizado vai minando os próprios superávits da Balança comercial, aumentando o peso das importações em bens intermediários, que vão substituindo esses bens gerados pela indústria nacional. Nesses termos, é possível observar a importância do componente “exportações líquidas” para o crescimento em 2002 e 2003, mas a partir daí observa-se a queda de sua influência em termos líquidos.

**(ii) A ação distributiva do Estado impactando sobre a distribuição de renda e o Consumo.**

A compreensão é a de que o Consumo é uma função da Renda Pessoal disponível<sup>2</sup>. A sua expansão inicial foi influenciada pelo rápido crescimento das exportações, que geraram aumentos de Renda, influenciadores do Consumo. Por outro lado, esses fatores influenciaram o Investimento Induzido, que aumentou a renda e promoveu o efeito multiplicador sobre o consumo.

No entanto, o que Corrêa e dos Santos (2013) destacam é que existem fatores adicionais que devem ser considerados, sendo que a ação distributiva do Estado provocou uma mudança na estrutura da distribuição de renda, e isso gerou uma inclusão de uma população de baixa renda na dinâmica consumidora, com uma maior propensão a consumir, e com volumes crescentes de incorporação. A dinâmica da distribuição de renda e os impactos sobre o Consumo foram influenciados pelo próprio crescimento do emprego, mas também pelos efeitos distributivos da ação do Estado pela via da regulação da Constituição de 1988 (gerando transferências obrigatórias de assistência e previdência) e pela decisão de definir aumentos reais do salário mínimo (que também impactam sobre o volume das TAPS).

**Gráfico 1.4 - Salário mínimo real**



Fonte: IPEA.

<sup>2</sup> Para o detalhamento da dinâmica do Consumo vide Dos Santos (2013).

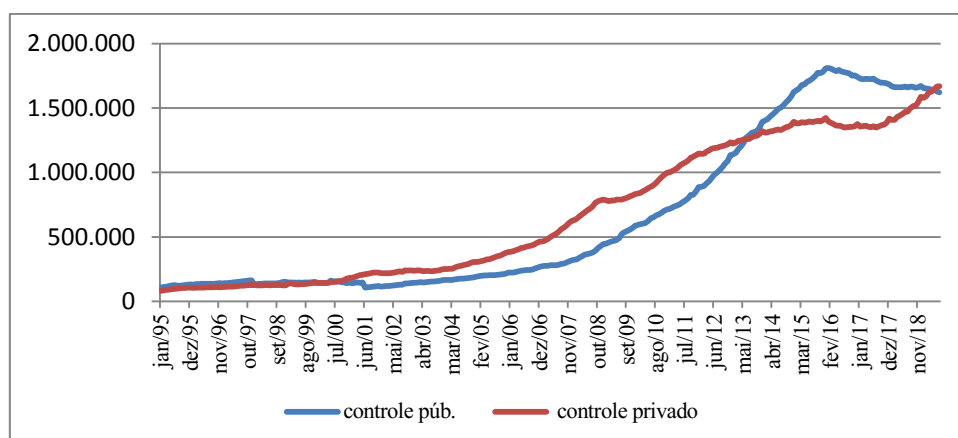
**Tabela 1.2 - Composição das Transferências de Assistência e Previdência (TAPs)  
em % do PIB**

| Ano  | Ab. Seg. Des. | RGPS | RPPS- Estados | RPPS- Munics. | RPPS- União | FGTS | PBF  | LOAS | Outras |
|------|---------------|------|---------------|---------------|-------------|------|------|------|--------|
| 2003 | 0,5           | 6,2  | 1,98          | 0,35          | 2,18        | 1,89 | 0,06 | 0,36 | 1,28   |
| 2004 | 0,49          | 6,48 | 1,87          | 0,35          | 2,06        | 1,61 | 0,23 | 0,39 | 1,04   |
| 2005 | 0,53          | 6,8  | 1,86          | 0,33          | 1,98        | 1,43 | 0,3  | 0,43 | 0,96   |
| 2006 | 0,63          | 6,99 | 1,91          | 0,29          | 1,96        | 1,39 | 0,31 | 0,49 | 0,79   |
| 2007 | 0,67          | 6,96 | 1,83          | 0,37          | 1,96        | 1,51 | 0,33 | 0,53 | 0,71   |
| 2008 | 0,68          | 6,58 | 1,78          | 0,37          | 1,97        | 1,45 | 0,35 | 0,53 | 0,68   |
| 2009 | 0,84          | 6,94 | 1,81          | 0,4           | 2,11        | 1,5  | 0,36 | 0,58 | 0,63   |
| 2010 | 0,77          | 6,76 | 1,74          | 0,39          | 1,94        | 1,34 | 0,36 | 0,59 | 0,7    |
| 2011 | 0,82          | 6,79 | 1,79          | 0,4           | 1,91        | 1,41 | 0,4  | 0,6  | 0,67   |
| 2012 | 0,91          | 7,19 | 1,95          | 0,45          | 1,87        | 1,48 | 0,47 | 0,66 | 0,67   |

Fonte: Corrêa & Dos Santos 2013.

A manutenção da Constituição de 1988 e o aumento real do salário mínimo garantem o crescimento do Consumo e o aumento das políticas distributivas, via TAPS. Nesses termos, a ação do Estado, com seus gastos, é fundamental para a o grau de expansão do Consumo. A isso ainda se agregou o movimento do crédito que se expandiu fortemente depois de 2003 e até 2007, puxados, tanto por bancos públicos como privados e, especialmente, pós 2008 e até 2013, via uma ação anticíclica de bancos públicos.

**Gráfico 1.5 - Evolução dos saldos de crédito – controle público e privado  
R\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil.

Deve-se ainda considerar que parte importante do *funding* do crédito para o Investimento ofertado pelo BNDES se deu pela via de transferências do Tesouro efetuadas via

lançamento de títulos de dívida, afetando a dívida pública. De outra parte, as Transferências de Assistência e Previdência fazem parte dos Gastos obrigatórios do Governo, seguindo a regulação da Constituição de 1988 (exceto Bolsa Família), gerando impactos sobre os Gastos Primários. Note-se ademais que, como foi dito, esses volumes cresceram também por conta da formalização do emprego e do aumento real do salário mínimo, já que a maioria dos recursos das TAPS está vinculada ao salário mínimo.

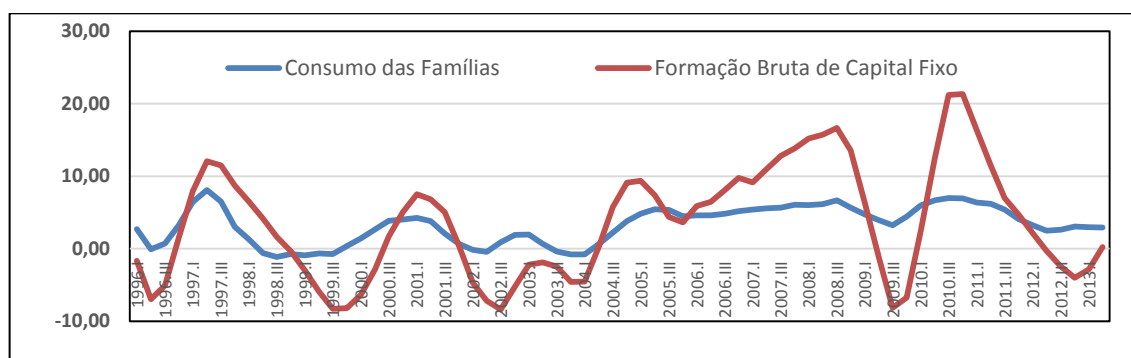
Nesses termos, observou-se um expressivo crescimento do Consumo, que é uma função da Renda, sendo que parte da expansão do mesmo esteve ligada a estímulos relacionados a Gastos Públicos e ações do Setor Público.

### (iii) A intervenção do Estado sobre o investimento.

No que se refere à composição do Investimento, destaque-se que parte dele é induzido pelo próprio crescimento, mas é preciso destacar que a ação do Estado foi, mais uma vez, fundamental para a expansão do crescimento desse componente da demanda. Trata-se aqui do Investimento autônomo, ligado: (i) a Investimentos da União de Estados e Municípios, (ii) a Investimentos de empresas estatais, (iii) à expansão do crédito para o Investimento, gerado pelo BNDES. Ademais, o Investimento da União e dos Estados e Municípios em conjunto com os Investimentos das Estatais (especialmente da Petrobrás) geram importante ação anticíclica no período 2008-2010.

Nessa primeira fase, a contribuição do Investimento para o crescimento foi muito importante, sendo que a dinâmica central não se centrou somente no Consumo. De fato, analisando-se as taxas de crescimento desses dois componentes, nota-se a maior taxa da Formação Bruta de Capital fixo, em comparação com a do Consumo.

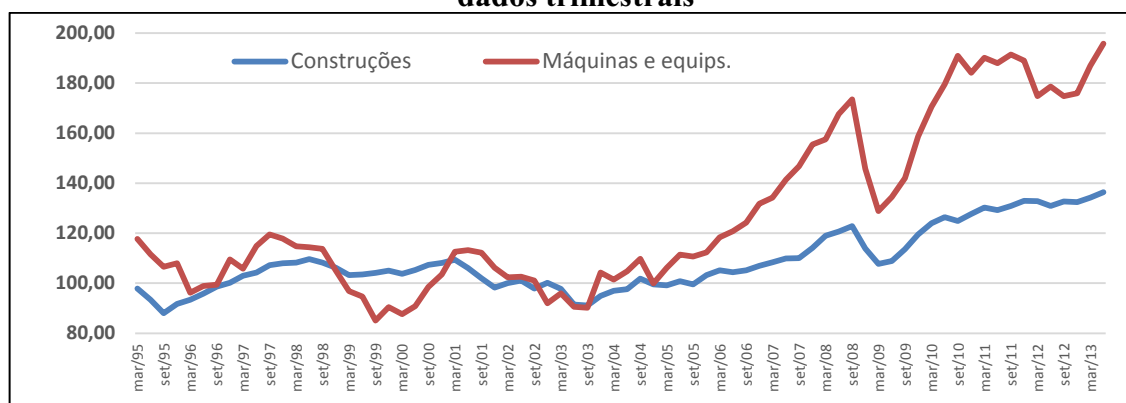
**Gráfico 1.6 - Taxa de crescimento dos índices de volume: consumo das famílias e FBKF**



Fonte: Dos Santos (2013).

Este crescimento da taxa de investimento esteve fortemente relacionado à aceleração dos investimentos em infraestrutura puxados pelo Setor Público pela via do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), a partir de 2006, e pelo investimento em Construção Civil, também puxado por ações do Setor Público, pela via do Programa Minha Casa Minha vida, especialmente depois de 2009.

**Gráfico 1.7 - FBKF em Construção Civil e em Máquinas e Equipamentos (1995 = 100) – dados trimestrais**

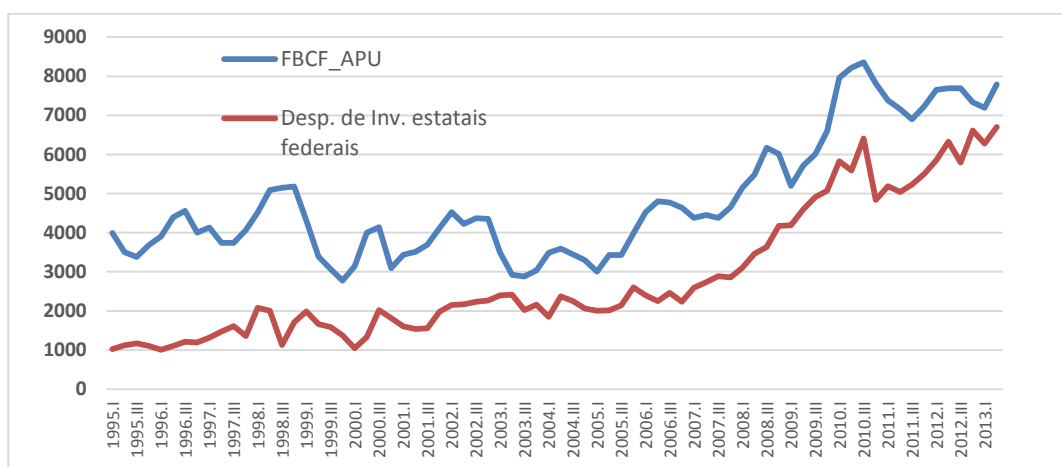


Fonte: Dos Santos (2013).

Em particular, Avancini, Freitas e Braga (2015) e Braga (2018) confirmam que a taxa de investimento (em máquinas e equipamentos) se ajusta gradualmente à taxa de crescimento da economia, de acordo com o mecanismo de ajuste do estoque de capital. Evidências de que o investimento em máquinas e equipamentos de cada setor também é induzido pela demanda se encontram em Miguez (2016). Uma resenha de outros estudos sobre o investimento agregado no Brasil que confirmam a predominância da demanda como determinante se encontra em Santos et al. (2016).

Destaque-se ainda o investimento das empresas estatais, especialmente da Petrobrás e o Investimento privado, induzido pelo próprio crescimento da demanda e pelas ações de financiamento do BNDES.

**Gráfico 1.8 - FBKF (GFCF em inglês) da Administração Pública e Investimento das Empresas Estatais (nível federal) - em R\$ milhões de 1995**



Fonte: Dos Santos (2013).

Nesta dinâmica de crescimento que se observou entre 2003 e 2011 o Setor Público teve cinco atuações essenciais para a explicação da taxa de investimento (Corrêa, 2012): (i) através do investimento da administração pública (especialmente via investimento em infraestrutura); (ii) através do financiamento do investimento privado, pelos créditos ofertados pelo BNDES; (iii) através dos gastos públicos em geral, que afetaram o crescimento; (iv) através do incentivo para a formação de consórcios público privados, responsáveis por grandes investimentos em infraestrutura<sup>3</sup> (v) através do financiamento imobiliário via Caixa Econômica Federal e, mais especificamente, pela implantação do Programa Minha Casa Minha Vida. Então, a interpretação que seguimos (Corrêa & Santos, 2013) é a de que a ação do Estado no incentivo ao investimento foi uma das importantes alavancas explicadoras do crescimento que se observou no país entre 2003 e 2011. Note-se que isso afetou, mais uma vez, os gastos públicos, pois:

- Os Gastos com o PAC fazem parte dos Gastos não obrigatórios do Governo e fazem parte dos Gastos Primários;
- Os financiamentos do BNDES envolveram o direcionamento de recursos do Tesouro para esse banco, pelo lançamento de dívida mobiliária;
- Os gastos das empresas estatais compõem a DLSP;
- O programa Minha Casa Minha vida se deu via gastos primários de subsídios para as Linhas 1 e 2 do Programa.

<sup>3</sup> Para essa discussão veja-se ORAIR (2012).

### 1.1.3. O período 2012-2014

Essa fase é marcada por uma desaceleração do crescimento, sendo que isso afeta fortemente a arrecadação de recursos. A isso se soma ainda o processo de desonerações que passam a ser distribuídos às empresas. O que se observou foi que estava ocorrendo um aumento da pressão inflacionária, que podem ser atribuídos a choques de custos e conflitos distributivos, além de alguma pressão de demanda em alguns setores. No que se refere ao conflito distributivo, um aspecto importante se dava pela pressão do aumento dos salários sobre os lucros. O Governo então atua pela via de políticas “não convencionais” e uma das ações é a desoneração de tributos, como forma de conter o repasse para preços da pressão do aumento de salários.

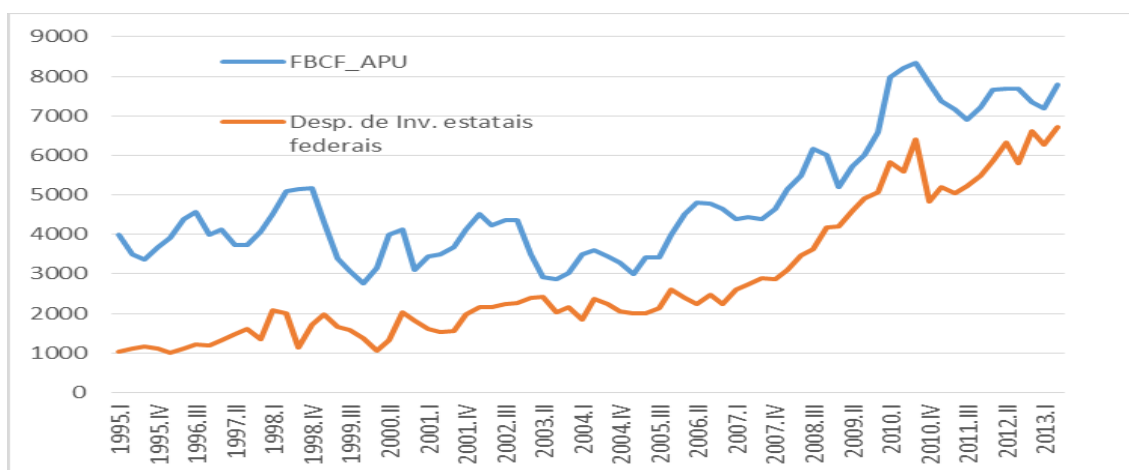
**Quadro 1.1 – Estimativas das Desonerações Tributárias do Governo Federal (valores em R\$ bilhões)**

| Descrição                                                                                                                                     | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| IPI de bens duráveis e materiais da construção civil                                                                                          |      |      |      | 5,5  | 2,8  | 3,6  | 8,3  | 10,1 | 8,5  |
| IOF sobre crédito de pessoa física                                                                                                            |      |      | 0,2  | 2,5  | 0    | 0    | 2,3  | 3,6  | 4    |
| Estímulos à aquisição de bens de capital, regimes especiais e programas setoriais ou de apoio às exportações e ao desenvolvimento tecnológico | 2,5  | 2,4  | 3,3  | 1,6  | 1,3  | 2    | 12,6 | 15,3 | 17,2 |
| Folha salarial (contribuições previdenciárias) de setores produtivos                                                                          |      |      |      |      |      | 0,3  | 4,1  | 12,7 | 23,7 |
| Cide sobre combustíveis                                                                                                                       |      |      | 2,1  | 1,5  | 0,4  | 0,8  | 8,5  | 11,5 | 12,7 |
| Produtos da cesta básica                                                                                                                      |      |      |      |      |      |      | 5,7  | 8,1  |      |
| Operações de câmbio e aplicações financeiras                                                                                                  |      |      | 0,3  | 0,3  | 0    | 0,5  | 1,2  | 1,9  | 2,1  |
| Reajuste das faixas e correção da tabela do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF)                                                     | 2,2  | 1,5  | 3,3  | 5,6  | 3,3  | 1,6  | 2,4  | 2,6  | 2,8  |
| Instituição do Simples Nacional e reajuste das faixas                                                                                         | 3    | 2,3  | 1,5  | 0    | 0    | 0    | 5,3  | 5,9  | 6,5  |
| Mudança na base de cálculo do PIS-Cofins sobre importações                                                                                    |      |      |      |      |      |      |      | 0,7  | 3,6  |
| Fim da CPMF                                                                                                                                   |      |      | 40,6 |      |      |      |      |      |      |
| Não classificados                                                                                                                             | 1,2  | 1    | 2,2  | 17,1 | 20   | 15,4 | 17,7 | 8,7  | 22,8 |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados de ORAIR(2012).

Ademais, outro fator adicional foi a queda que se observou nos Investimentos Privados. Uma das interpretações possíveis (Serrano & Summa, 2014) é a de que o Governo da Presidente Dilma tentou mudar as “alavancas do crescimento”. Na medida em que o crescimento caía, e caía a arrecadação, a intenção foi a de tentar uma estratégia para que o Investimento Privado passasse a ter uma liderança no crescimento do Investimento. Por um lado, houve uma desaceleração dos Investimentos Públicos e das Empresas Estatais e, de outro, foram adotadas várias medidas de estímulo: redução da taxa de juros; desvalorização do câmbio e a própria desoneração citada acima. Ademais, em termos de gastos públicos, reduziu-se o Investimento Público, que tem um efeito multiplicador importante e, paralelamente, cresceram sobremaneira os subsídios, como os direcionados ao Minha Casa Minha Vida, ao Pronaf e a programas de ensino como o Pronatec.

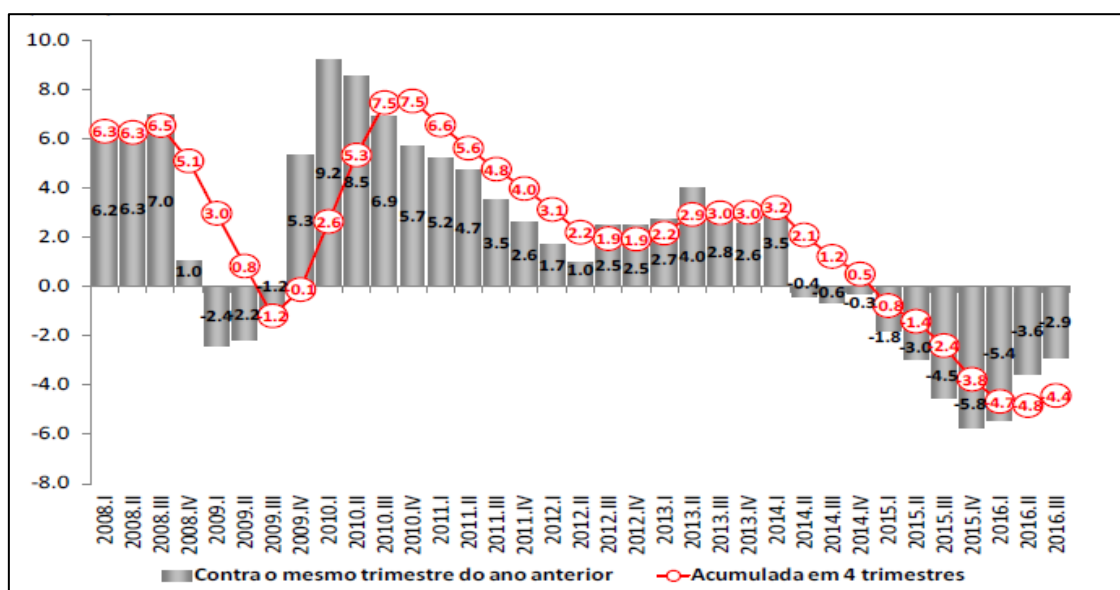
**Gráfico 1.9 - Aproximações trimestrais da FBCF das administrações públicas e das despesas de investimento das empresas estatais federais (em R\$ milhões de 1995)**



Fonte: Dos Santos, 2013.

Nesses termos houve uma “mudança de estratégia”. Ocorre, no entanto, que o Setor privado não respondeu aos estímulos efetuados e a queda dos Investimentos Públicos e das Empresas estatais perderam seu poder de alavancar o crescimento. Essa é uma fase de descoordenação do Modelo de Crescimento.

**Gráfico 1.10 – PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres (em %)**



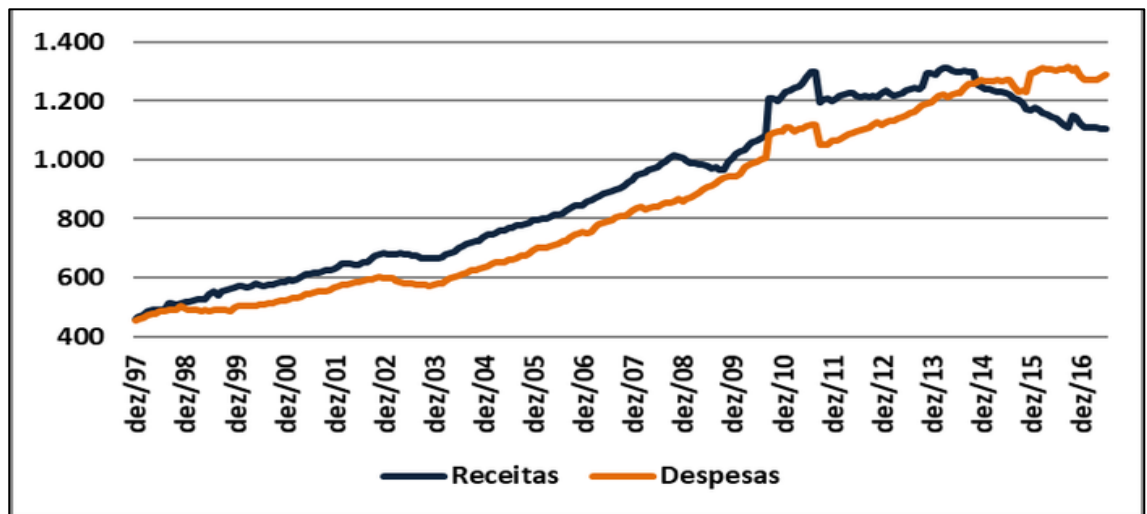
Fonte: IBGE

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A “alavanca do setor externo” havia perdido dinamismo pela queda da dinâmica do comércio mundial e pela queda dos preços de *commodities* e também a “alavanca do Investimento”, puxada pelo Investimento público, havia se descoordenado. O Consumo se mantinha como um componente importante, mas como derivado da Renda, necessariamente seria afetado com o tempo. Ademais o nível de endividamento das famílias já estava muito alto, de forma que os estímulos de crédito mostravam-se limitados.

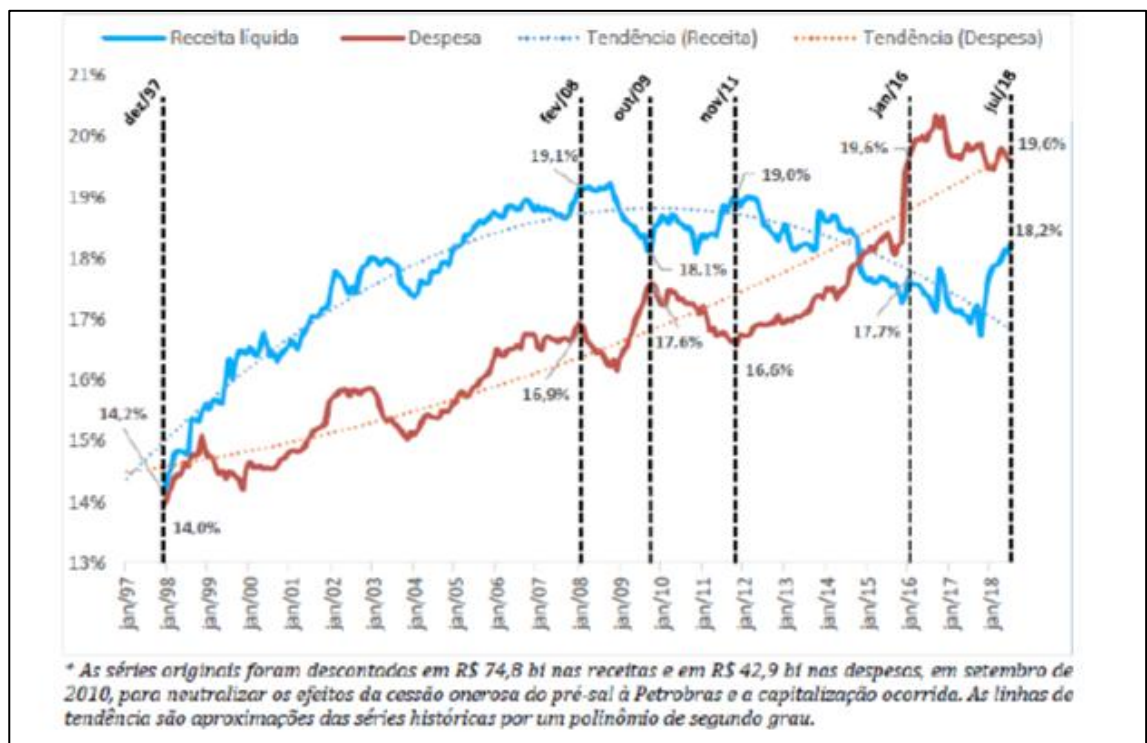
O que se observa nesse período é a piora do Resultado Primário do Governo Geral, pela queda da arrecadação gerada pela desaceleração e pelas desonerações. Os Gastos primários mantiveram, paralelamente, uma taxa de crescimento constante, mas não explodiram. No entanto, como a queda da arrecadação foi profunda, as condições do resultado primário foram piorando.

Gráfico 1.11 - Receitas e despesas primárias



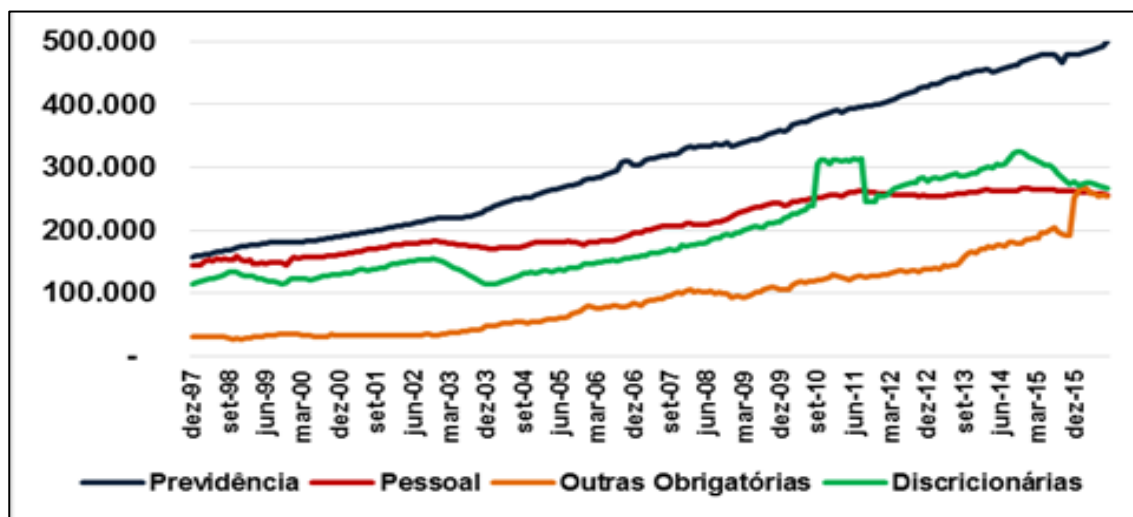
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Gráfico 1.12 - Receitas Líquidas e Despesas Totais do Governo Central  
Acumuladas em 12 meses (% PIB)



Fonte: Salto (2019).

**Gráfico 1.13 - Despesas Primárias – decompostas em valores reais de maio de 2016 (IPCA)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Ao mesmo tempo, após uma fase de queda dos juros, esses voltaram a subir, afetando o Resultado Nominal do Governo Geral.

## 1.2. O período pós 2015

Especialmente após 2015 observamos uma mudança de trajetória da Política Econômica, sendo que o ajuste fiscal passa a ser o centro das discussões. O diagnóstico dominante passou a ser o de que a desaceleração pós 2013 havia sido provocada por excesso de gastos públicos e que os desequilíbrios das contas do Governo explicavam a queda das decisões de Gasto dos Empresários (especialmente dos gastos em investimento), por falta de credibilidade.

A entrada de Michel Temer ao Poder marca, de forma mais estrutural, o retorno do viés liberalizante no Estado uma vez que suas ações se orientam no sentido de reduzir o papel do Estado na Economia, voltando-se aos diagnósticos do início da década de 1990 de ataque a Bancos Públicos, às políticas distributivas, ao aumento real do salário mínimo, à previdência pública, às leis trabalhistas, à intervenção do Estado em geral, havendo ainda um forte ataque à Educação Pública e ao SUS.

Desde 2015, ainda no período do Governo Dilma, esse diagnóstico passa a se tornar paulatinamente dominante, sendo que nesse Governo já se estabelecem cortes importantes de Gasto, que não geram uma melhora do resultado primário, uma vez que as receitas continuam

caindo fortemente. O Resultado primário passa a se deteriorar rapidamente, sendo que a taxa de crescimento do Investimento Público despenca. A entrada de Michel Temer ao Poder, depois do Golpe que retirou a presidente Dilma do Poder aprofunda a mudança de dinâmica, que é mais aprofundada ainda com a entrada de Jair Bolsonaro na Presidência.

Várias são as ações que vão definir um novo pano de fundo para a Economia Brasileira e para esse modelo de crescimento. Dentre aqueles que já foram implantados destacamos:

- 1- A reforma constitucional que definiu o teto de Gastos Públicos, indicando a estratégia de redução do papel do Estado na Economia (mudança da Constituição de 1988);
- 2- A reforma trabalhista que mudou o marco de proteção aos trabalhadores;
- 3- A mudança do marco regulatório do Petróleo, que limita a ação da Petrobrás enquanto “alavanca de crescimento”;
- 4- O Ataque aos Bancos Públicos e a queda importante de seus créditos. Destaca-se, ainda nessa dinâmica a mudança da regulação da TJLP do BNDES e a mudança e forte queda do Programa Minha Casa Minha Vida;
- 5- A reforma da previdência (mudança da Constituição de 1988);
- 6- A manutenção de várias desonerações tributárias;
- 7- A manutenção do tripé macroeconômico.

Note-se que o que se observa é a baixa reação da economia Brasileira à política que vem se aprofundando desde 2015. Paralelamente há uma importante queda da atuação do Estado, mas mantém-se o forte déficit primário, por conta da própria desaceleração. A inflação e os juros apresentam importante queda, por conta da forte desaceleração. Essa questão gera alguma reação do Consumo, que tem sido estimulada por ações para o seu incentivo, como a liberação do FGTS. No entanto, a FBKF continua fraca e o crescimento limitado. Nesses termos, os déficits primários continuam altos.

Esses, então, são fatores que têm influenciado a dinâmica dos Gastos Primários, sendo que a dinâmica da Dívida Pública e do Resultado Nominal é mais complexa e será analisada mais à frente nessa monografia.

**CAPÍTULO 2**  
**DÍVIDA PÚBLICA E AS RELAÇÕES ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO**  
**NACIONAL**

### **2.1. Endividamento, gastos e receitas públicas: conceitos de fluxo e estoque**

Um dos elementos centrais da análise da evolução da dívida pública dos países é a compreensão de que ela envolve elementos financeiros, relativos às políticas monetária e cambial, conforme observado anteriormente, questões que envolvem a relação entre Balanço de Pagamentos, Bancos e Banco Central, sendo que esse último agente é o que exerce as decisões relativas às políticas acima mencionadas.

Ao tratar da dívida pública, devemos considerar a separação entre os conceitos de fluxos e estoques. No caso dos fluxos, o início da análise é a compreensão de que qualquer Governo efetua gastos e recebe recursos para efetuar seus pagamentos. A cada momento o Governo tem em mãos um “fluxo de recebimento” de recursos, que se confronta com um “fluxo de pagamentos de recursos” por conta de seus gastos. Quanto aos fluxos de pagamentos de recursos, é necessário entender que existem dois tipos de gastos: os “Gastos correntes reais” e os “Gastos Financeiros”. Os Gastos Correntes reais referem-se aos chamados “gastos primários”, relacionados com o andamento diário dos Governos Federal, estadual e municipal (o Governo Geral). São os gastos com funcionalismo público, com previdência, com saúde, educação, ciência e tecnologia, transporte etc. É um fluxo de gastos. Esse fluxo de gastos se confronta com um fluxo de recebimentos: os recebimentos de impostos. A diferença entre os recebimentos de impostos e os gastos correntes (do Governo Central, dos estados e municípios) nos dá o resultado primário do Governo Geral. Esse resultado poderá ser superavitário ou deficitário. No caso brasileiro, ele foi continuamente superavitário entre 2004 e 2013. Isso por que o fluxo de receitas de impostos cresceu mais do que o fluxo de despesas correntes do Governo Geral.

Quando o resultado primário é negativo (déficit), significa que os impostos não foram suficientes para pagar os Gastos, o que significa que o Governo tem que ter outra forma de pagar esses gastos. Uma das formas possíveis é usando outros ganhos que o Governo venha a ter, provenientes de seus ativos. Outra forma é emitindo dívida para pagá-los. Nesses termos, um déficit primário pode ser um dos fatores geradores de dívida pública. Um déficit primário gera uma Necessidade de Financiamento do Setor Público positiva (NFSP +).

Essa dívida pública se dá pelo lançamento de títulos de dívida que são postos em circulação pelo Tesouro Nacional e que pagam juros, variação da correção monetária ou variação cambial. Assim, uma vez que uma dívida é lançada o Governo deve pagar a cada mês o que prometeu (juros, correção monetária e ou cambial) e também deve pagar a amortização da dívida quando o prazo do título termina. A dívida uma vez lançada é um

estoque, que permanece até o seu vencimento e pagamento. Quando o Governo paga essa dívida ela sai do estoque, sendo que o estoque total (dívida total) se reduz. Nota-se que a emissão de dívida gera a necessidade de novos fluxos de Gastos pelo Governo: os gastos financeiros efetuados a cada mês. Eles compõem, então, os Gastos de Governo em conjunto com os Gastos Primários.

Dessa forma temos, portanto, que os fluxos são dados pelas receitas menos as despesas correntes primárias. Assim pode ocorrer (e muitas vezes ocorre) que o Governo tenha um resultado primário positivo, mas como tem de pagar juros, correção monetária e cambial, o resultado final (resultado nominal) da confrontação entre fluxo de recebimentos de impostos com relação aos fluxos de gastos totais (primário + gastos com juros + ajustes com câmbio e correção monetária) pode ser negativo, o que gera a necessidade de lançamento de títulos do Tesouro para pagar o fluxo de gastos. Ao Resultado final da dinâmica de fluxos de receitas e fluxo de gastos chamamos de Resultado Nominal, que pode ser um dos fatores de geração de dívida pública (estoque). Ora, note-se que o estoque de dívida depende da dívida gerada no período corrente, mais a dívida gerada em períodos anteriores que ainda não foi paga. Os juros incidem sobre a dívida bruta (estoque). Nesse sentido o volume dos juros depende do volume da dívida bruta – volume de juros recebidos pelos Ativos do Governo. Além do mais, depende do perfil dos títulos lançados e do próprio nível dos juros.

Mas resta saber se o volume da dívida depende apenas dos Gastos primários do gasto com juros gerado pela dívida mobiliária, mais correção monetária e cambial correntes. Por um lado, quanto maior o volume da dívida e da parte da dívida que paga juros e, quanto maior o juro, maior o peso desse gasto e o Governo pode ter que lançar títulos de dívida por conta desse alto nível.

Ocorre, ainda, que a dívida pública também é afetada por outros fatores, que são essencialmente financeiros e que, geralmente não são explicitados. Dentre esses fatores financeiros estão a política monetária e cambial, realizada pelo Banco Central do país e que tem relação com o diagnóstico por detrás da política de Metas de Inflação, como também com o comportamento do Sistema Bancário e do mercado de dívida pública. São esses fatores que iremos nos concentrar nesse trabalho, na medida em que eles geram um crescimento da dívida pública, sendo que o crescimento da dívida é, na maioria das vezes, diagnosticado como resultante de um excesso de gastos primários.

Essa discussão envolve a compreensão da relação entre Tesouro e Banco Central. Esse debate é relativamente pouco detalhado, sendo que na Economia Brasileira, para além dos

aspectos contábeis, envolve uma série de especificidades e de regulações próprias da Economia nacional. A discussão envolve o movimento da política cambial e monetária, além das decisões do Tesouro Nacional quanto à política de colocação/retirada de títulos públicos de circulação.

O início da discussão envolve, então, a compreensão do funcionamento do Banco Central, sua relação com o mercado de câmbio, sua relação com o Tesouro Nacional, foco desse item da monografia.

## **2.2. Ativos e Passivos do Banco Central e o movimento da Base Monetária**

Os Bancos Centrais nas economias capitalistas são os agentes que emprestam dinheiro para os Bancos, para o Governo e também cuidam das relações com o exterior (atuam no mercado de câmbio comprando e vendendo divisas), além de fazerem aplicações em títulos. Essas são as chamadas “operações de Ativo” dos Bancos Centrais. Para exercê-las os bancos Centrais emitem papel moeda, sendo que os mesmos são o agente emissor dessas últimas (a Base Monetária), que constituem a base de seu Passivo

Nesse ponto, é importante compreender que a Moeda é um passivo do Banco Central, fazendo parte da Dívida bruta dos países, mas sendo importante entender que a moeda emitida não paga juros e, obviamente não paga a amortização, não sendo de fato uma dívida strictu sensu. Considerando que ela é um elemento de Passivo do Banco Central, é preciso perceber que ela se move, quer seja para gerar recursos referentes aos movimentos dos Ativos do Banco Central, como também para responder a movimentos do passivo, já que trabalhamos com o método das partidas dobradas (ativo = passivo). Para além do lançamento de Base Monetária para cobrir as “despesas” do Banco Central, esse movimento também pode ocorrer por fatores ligados a movimentos de redução do Passivo, que precisam ser contrabalançados por aumento da Base Monetária (e vice versa).

No que se refere à composição dos Passivos do Banco Central, em grande parte dos países esse banco é banqueiro do Tesouro Nacional, recebendo em seu passivo não monetário as disponibilidades de caixa da União— a chamada “Conta Única”. No caso brasileiro, deve-se ressaltar que esses recursos são remunerados pela rentabilidade média dos títulos públicos federais mantidos na carteira do Banco Central, que, por sua vez, reflete as mesmas condições de retorno dos títulos ofertados ao mercado (STN, 2019).

**Figura 2.1 - Balancete do Banco Central**

| Ativos                                                         | Passivos                              |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária                        |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público       |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias                    |
|                                                                | Empréstimos captados (compromissadas) |
|                                                                | Conta Única                           |
|                                                                | Patrimônio Líquido                    |

Outro fator importante é o de que o Banco Central tem forte relação com o Sistema Bancário. De um lado é prestador de última instância dos Bancos (empréstimos aos bancos), sendo responsável pelo controle da moeda em circulação, via política monetária. Um dos instrumentos são as reservas compulsórias.

Sendo assim, os Bancos Centrais desempenham na economia as funções de emissor de papel-moeda e controlador da liquidez, de banqueiro dos bancos, de regulador do sistema financeiro e de depositário das reservas internacionais do país. A moeda emitida fluirá para a economia através da relação do Banco Central com os Bancos (pela política monetária e cambial) e com o Governo.

Como emissor da moeda, ele é responsável pelo controle da quantidade de moeda emitida, que é a chamada base monetária (moeda em circulação mais as reservas bancárias em poder das entidades financeiras, do público ou depositadas no Banco Central). Como ele é o banco emissor, ele pode afetar a liquidez da economia, pois pode se negar a emitir moeda quando os bancos comerciais precisam de recursos para cobrir suas necessidades diárias. Como ele detém o monopólio de emissão de papel-moeda e cunhagem de moedas metálicas, pode inibir a criação de moeda pelos bancos comerciais, e, assim, controlar a liquidez da economia nos momentos em que ele considere que há “excesso de liquidez” e também pode se recusar a emitir moeda quando os bancos demandarem (CARVALHO et al., 2007).

Essa é uma questão que envolve compreensão teórica, na medida em que diferentes modelos teóricos definem distintas relações de determinação. Nos modelos chamados de “ortodoxos”, que pregam a liberalização dos mercados<sup>4</sup>, a economia está sempre trabalhando em pleno emprego caso não haja intervenções do Governo e a moeda é completamente exógena, definida pelo banco central e pode ser controlada pelo Banco Central. De outra

<sup>4</sup> São os que conformam o que hoje se convencionou chamar de “consenso macroeconômico” e que formam a economia *mainstream*, que agrega os modelos “novo clássicos” de expectativas racionais e os modelos “novo keynesianos”.

parte, autores que partem da abordagem de Keynes, especialmente os chamados “pós-keynesiano” consideram que a economia é eminentemente instável e que há uma forte relação entre o “lado real” e o “lado financeiro” da economia, sendo que ela não tende ao pleno emprego. A oferta de moeda tem um caráter fortemente endógeno, na medida em que os bancos criam moeda e o Banco Central têm, em grande parte das vezes, um papel acomodatório, sancionando a criação de moeda quando os bancos necessitam.

Conforme já comentamos na posição de banqueiro dos bancos, o Banco Central desempenha a função de prestador de última instância, socorrendo os bancos comerciais e as instituições financeiras que estejam em dificuldade, concedendo liquidez aos agentes através de empréstimos ou redescontando títulos. Quando fazem isso, os Bancos Centrais efetuam os empréstimos (ativo), emitindo moeda (base monetária) dirigida às Reservas dos Bancos (que compõem a Base Monetária).

Muitos bancos centrais ainda regulam as operações dos bancos comerciais e de instituições financeiras, supervisionando os negócios bancários de forma a proteger os depósitos dos clientes e garantir a solvência de cada banco em particular, com o intuito de prevenir possíveis crises sistêmicas (CARVALHO et al., 2007). Dessa forma, como principais contas do ativo do demonstrativo contábil do Banco Central constam as Reservas internacionais; Redescontos e empréstimos aos bancos; Empréstimos aos Governos. Também há uma conta de títulos públicos, pois uma das possibilidades é a de o Banco Central efetuar a política de *open Market* através de títulos do Tesouro que ele detém em carteira (caso brasileiro). Por meio da aquisição de títulos públicos comprados diretamente do Tesouro Nacional, o Banco Central eventualmente pode desempenhar a função de financiar o governo e, através da aquisição ou venda de títulos em carteira, pode controlar a taxa de juros da economia e a quantidade de meios de pagamento (CARVALHO et al, 2007).

De outro lado, na conta do Passivo do Banco Central, estão: (i) a Base Monetária, que pode ser dividida em duas subcontas, quais sejam papel-moeda em poder do público e reservas bancárias; (ii) os lançamentos de títulos do Banco Central, quando a política de *open Market* se dá com títulos do Banco Central; (iii) outras captações, como os empréstimos do exterior e captações no mercado via operações compromissadas (iv) os depósitos das disponibilidades do Tesouro que conformam a chamada “conta única” (v) o Patrimônio líquido do Banco (CARVALHO et al., 2007).

Também já comentamos que uma variação da base monetária ocorre como resultado da diferença entre variações no valor das contas do ATIVO e variações do valor das contas do

passivo não monetário do balancete do Banco Central (PELLEGRINI, 2017; STN, 2019), sendo que o Banco Central ajusta a Base Monetária através da chamada “política monetária”. Esta pode se dar: (i) Via compulsórios; (ii) via atuação de empréstimos aos bancos movimentando a taxa de redesconto e à própria decisão de emprestar a eles, (iii) via política de *Open Market*.

Uma compreensão importante, referente à economia capitalista moderna refere-se ao fato de que, a partir dos anos 1960 os Bancos mudaram sua forma de operação e modificaram seu sistema de captação de recursos, diversificando seu passivo. Se antes os passivos bancários eram fortemente dos depósitos à vista, a partir daí os bancos passam a ter formas diversas de captação, dentre elas os Certificados de depósitos (CDs) que são remunerados, mas envolvem uma captação rápida. Essas inovações financeiras, de diversificação dos passivos bancários, reduziram o poder controlador do Banco Central sobre a expansão dos empréstimos. Anteriormente, ao variar os níveis de compulsórios sobre os depósitos à vista o Banco Central exigia maior volume de liquidez parado em reservas no Banco Central, o que comprometia a expansão de empréstimos. Como hoje há formas alternativas de captação rápida, os Bancos podem conseguir essa liquidez, depositando-a no Banco Central, reduzindo o poder do Compulsório como instrumento de política monetária. Hoje, mundialmente, a política monetária é feita fortemente via política de *Open Market*, mas havendo também uma atuação pela via de remuneração de Reservas Voluntárias. Na verdade, o Banco Central trabalha para obter uma “meta de juros” operando no mercado de reservas bancárias (colocando e retirando reservas de circulação), via *open market*, ou “convencendo” os bancos a manter mais recursos em Reservas Voluntárias através de sua remuneração. O importante a perceber é que os instrumentos tradicionais de política monetária perderam poder e outro fato importante é o de que o Banco Central também age fortemente como prestador de última instância (Minsky, 1984).

Nos países que adotam a política de Metas de Inflação, o papel primordial do Banco envolve o combate à inflação, e para tal ele indica uma “meta de taxa de juros”. Isso por que o diagnóstico por detrás do Modelo de Metas é o de que a inflação existente é causada por EXCESSO DE DEMANDA, havendo a necessidade de reduzi-la. Essa redução é efetuada pelo aumento da taxa de juros (que reduz a demanda), conseguida pela atuação no mercado de reservas bancárias. O Banco Central intervém no mercado de reservas bancárias através de operações de *open Market* para influenciá-las. Para manter a taxa de juros em determinado

nível a relação entre OFERTA DE RESERVAS BANCÁRIAS x DEMANDA DE RESERVAS deve estar no patamar que gerem aquela taxa.

Quando o Banco Central define uma meta para a taxa de juros, o importante a perceber é que essa taxa (que é a Selic, no Brasil) é definida no mercado interbancário, onde se confronta a oferta de moeda pelos bancos com excesso de caixa diário e a demanda por moeda pelos bancos com falta de caixa. Quando o Banco Central quer reduzir a taxa básica de juros, ele provoca um aumento das Reservas bancárias. Ele faz uma operação de retirada de títulos de circulação, injetando moeda na economia, que vai para as Reservas Bancárias, que aumentam. Quando a demanda por reservas (por parte dos bancos) cresce; e caso o Banco Central queira manter a meta da taxa de juros, ele deve entrar nesse mercado, retirando o excesso reservas bancária (excesso de liquidez). Uma das formas de ele fazer isso via política de *open market* é lançando Títulos de Dívida própria (do Banco Central), que aparecem do lado de seu passivo. Aumenta o Passivo “Títulos do BACEN” e reduz a Base monetária (através da redução das Reservas). Outra forma se dá via “operações compromissadas”. Nesse caso, o Banco Central toma recursos emprestado dos Bancos por um dia, pagando uma remuneração diária, dando como garantia, títulos públicos que estão em sua carteira (Ativo). É como se ele lançasse por um dia parte dos títulos públicos que estão em sua carteira, em circulação. Ele faz isso com o objetivo de “pagar” esses empréstimos no dia seguinte, e os títulos públicos retornam à carteira livre do BACEN. Nessa operação, aparece em seu passivo os “empréstimos tomados pelo BACEN”, reduzindo a Base Monetária, pela via da redução das Reservas, que foram usadas para emprestar recursos para o BACEN, com garantia de títulos públicos. Ou seja: (i) a compra de títulos do Bacen ou (ii) os empréstimos ao Bacen garantidos por títulos públicos, são efetuados pelos bancos com excesso de reservas, gerando o retorno da oferta de reservas à situação anterior e mantendo-se o nível da taxa de juros. A operação inversa ocorre, caso haja excesso de demanda por reservas (PELLEGRINI, 2018). Ora, dentre os objetivos centrais da política monetárias está, hoje, a estabilidade dos preços (metas de inflação), que é vista como a atividade primordial do Banco Central no Brasil (PELLEGRINI, 2018).

Note-se que no Brasil, hoje, o Banco Central está proibido de lançar títulos públicos, de forma que a operação da política de *Open Market* se dá pelo movimento das operações compromissadas. Para fazer isso ele tem que ter, paralelamente, uma vasta carteira de títulos do Tesouro em Seu Ativo. Os títulos públicos que lastreiam as operações compromissadas continuam no ativo do Banco Central, mas deixam de estar “livres”. Quando eles passam a

lastrear essas operações, eles passam a fazer parte da composição da Dívida Bruta, enquanto que os títulos que estão na “carteira livre”, não fazem parte dessa composição. Ou seja, eles passam a compor a dívida Bruta, quando são usados para lastrear a política monetária.

Há três formas pelas quais o Tesouro Nacional pode emitir títulos para a carteira do Banco Central: (i) com o intuito de cobrir resultado financeiro negativo do balanço semestral; (ii) para refinaranciar o principal dos títulos que vencem na carteira do Banco Central e (iii) para recompor o nível mínimo da “carteira livre” de títulos públicos em seu poder, um mecanismo necessário para que o Banco Central tenha os instrumentos suficientes para operacionalizar a política monetária (STN, 2019). Dentre esses casos, apenas no segundo há contrapartida financeira ao Tesouro Nacional (STN, 2019).

As movimentações entre Banco Central e Tesouro são reguladas pela legislação vigente, sumarizada no quadro 2.1.

### Quadro 2.1 - Regulação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional

1. Lei 7.862/1989 estabelece que o resultado positivo do Banco Central deve ser recolhido ao Tesouro Nacional e destinado à amortização da dívida pública do Tesouro Nacional, com prioridade àquela detida pelo Banco Central;
2. Medida Provisória 1.789/1998 estabelece que o resultado negativo do Banco Central deve ser coberto pelo Tesouro Nacional;
3. Lei Complementar 101/2000 determina que a apuração do resultado do Banco Central deve ser semestral e que o prazo para transferência do resultado positivo passa a ser até o décimo dia útil após aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e até o décimo dia útil do exercício subsequente ao de sua aprovação, se negativo;
4. Lei 11.803/2008 estabelece o instituto da equalização cambial (operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais realizados pelo Banco Central no mercado interno) na apuração do resultado financeiro do Banco Central, desmembrando o resultado em duas componentes e deixando transparente sua origem. Deve-se considerar que, de fato, desde a MP 1.789/98, o Tesouro cobria o resultado negativo da variação cambial. Porém, essa equalização integrava o resultado global do Banco Central, sem distinção. A Lei 11.803 ainda determina que os valores pagos ao Tesouro se destinem exclusivamente ao pagamento de Dívida Mobiliária Federal, com prioridade àquela existente no Banco Central;
5. Lei 13.820/2019 determina que, a partir do segundo semestre de 2019, a constituição de reserva no balanço do Banco Central corresponde à parcela da equalização cambial positiva, que será usada para cobrir resultados negativos futuros.

Fonte: STN, 2019.

Com a Lei 13.820/2019, uma quarta forma pela qual o Tesouro faz aporte de títulos em favor da carteira do Banco Central é aberta, envolvendo a possibilidade de aporte para assegurar um patamar mínimo para o Patrimônio Líquido do balanço do Banco Central (STN, 2019). Deve-se ainda destacar que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em seu artigo 34, proibiu a emissão de títulos da dívida pública por parte do Banco Central a partir de maio de 2002. A partir dessa data, apenas ao Tesouro Nacional caberia emitir títulos públicos. O saldo dos títulos foi zerado em novembro de 2006, quando começa o cálculo da nova metodologia da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). O cálculo da DBGG foi modificado no início de 2008, com cálculo retroativo a dezembro de 2006. O Governo passa a considerar as operações compromissadas (que serão tratadas com mais detalhes adiante) na DBGG, e deixa de

considerar os títulos do Tesouro na carteira do Banco Central. Entretanto, a referida lei permite que o Banco Central adquira títulos do Tesouro a preço de mercado com o fim exclusivo de refinanciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira (STN, 2019).

Quando vence um título da carteira do Banco Central, realiza-se a “rolagem” do principal, atualizado por um índice de preços, ficando a parcela dos “juros reais” da dívida excluída dessa sistemática, conforme previsto pelo artigo 5º, parágrafo 3º da LRF. Ou seja, embora o valor que corresponde ao principal dos títulos da carteira do Banco Central possa ser refinanciado, a legislação vigente não permite o mesmo tratamento à parcela correspondente aos juros reais, devendo ser pagos conforme o fluxo de juros previsto para cada tipo de título na carteira do Banco Central, o que aumenta a necessidade de financiamento do Tesouro (STN, 2019). Com isso, buscou-se consolidar o entendimento de que o Banco Central não poderia financiar o Tesouro Nacional, uma vez que o parágrafo 1º do artigo 164 da Constituição Federal determina que ao Banco Central seja vedada a concessão de empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira (STN, 2019).

Os títulos públicos em poder do Banco Central não constituem, dessa forma, um instrumento de financiamento, como representa a posse desses títulos pelo mercado, mas correspondem apenas a um mecanismo de operacionalização da política monetária (STN, 2019). Deve-se ainda destacar que esses títulos retidos pelo Banco Central não representam risco de financiamento para o emissor, pois, quando vencem, o Tesouro pode emitir novos títulos, em favor do Banco Central, no mesmo montante do valor do principal daqueles que maturaram (STN, 2019). Os fluxos do relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central, sob a forma de recursos financeiros ou títulos, não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), uma vez que, por ambas as instituições fazerem parte do conceito de Setor Público, as operações entre elas se compensam internamente (STN, 2019). Entretanto, fazem parte da DBGG, que, de acordo com o conceito brasileiro, é composta pelo passivo do setor público e pelas operações compromissadas do Banco Central (STN, 2019). O conceito do Fundo Monetário Internacional (FMI), ao não considerar o Banco Central como parte do setor público, considera no passivo do governo toda a carteira de títulos do Tesouro no Banco Central, esteja ela como lastro para as operações compromissadas ou não (que são os denominados títulos livres) (STN, 2019).

Podemos verificar a lógica do sistema de metas para o resultado primário (e não para o resultado nominal), adotado no Brasil a partir de 1999, no âmbito do acordo com o FMI. Baseia-se na obtenção de resultados primários capazes de estabilizar e, em seguida, reduzir a relação dívida/PIB. Além da meta para o primário, a Constituição de 1988 prevê a fixação de limites para a dívida pública, pelo Senado Federal, conforme o disposto no artigo nº 52, no inciso VI (IFI, 2018). Cabe destacar mais uma vez que a Constituição de 1988 determina que o Tesouro Nacional tenha Conta Única no Banco Central.

Ainda deve-se ressaltar, entre as regras fiscais existentes no Brasil, a Regra de Ouro, que veda a realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, sendo uma regra de tipo resultado, definida pela Constituição no art. 167, III e pela LRF, art. 32, § 3º e Res. SF 48/2007, abrangendo todos os entes da Federação e que se encontra atualmente em vigência (IFI, 2018). Também se deve fazer menção ao Teto de Gastos, já indicado anteriormente, cuja base legal encontra-se na Constituição Federal arts. 107 a 112, ADCT e que estabelece um limite para o montante das despesas primárias, que equivale ao limite do ano anterior corrigido pela inflação (IFI, 2018). O limite é individualizado por poder e órgão autônomo. Constitui uma regra do tipo despesa, abrangendo a União e com vigência prevista até 2036 (IFI, 2018).

Ainda existe a regra de Geração de despesas da seguridade social, que veda a criação, majoração ou extensão de benefícios ou serviços da seguridade social sem a fonte de custeio (IFI, 2018). Trata-se de uma regra de despesa, como a anterior, também contida na Constituição em seu art. 195, § 5º (IFI, 2018). Outra regra que deve ser destacada é a de meta do resultado primário, que fixa anualmente, na lei de diretrizes orçamentárias, a meta de resultado primário a ser perseguida no exercício a que a lei se refere (IFI, 2018). Trata-se de uma regra de tipo resultado, cuja base legal encontra-se na LRF art. 4º, § 1º, envolvendo todos os entes e em vigência atualmente (IFI, 2018).

Outra lei que deve ser destacada é a de Geração de despesa obrigatória, que veda a criação ou aumento de despesas obrigatórias de caráter continuado sem a demonstração da origem dos recursos para seu custeio (IFI, 2018). Efeitos financeiros devem ser compensados por aumento permanente de receita ou redução permanente de despesa. Constitui regra de despesa, contida em lei complementar, CF (art. 113, ADCT) e LRF (art. 17), abrangendo todos os entes e se encontra em vigência atualmente (IFI, 2018).

Outra regra de tipo despesa diz respeito à lei do Limite de despesas com pessoal, que define limites para a despesa total com pessoal em função da receita corrente líquida do ente.

Os limites são fixados por esfera da federação e, em cada uma delas, por poder e órgão autônomo (IFI, 2018). Além disso, deve-se fazer menção às regras de tipo dívida, dentre as quais se destacam a lei de Limite da dívida consolidada, a de Limite da dívida mobiliária, a de Limite para operações de crédito e a de Limites para concessão de garantia em operações de crédito (IFI, 2018).

**CAPÍTULO 3**  
**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E SEUS DETERMINANTES**

### **3.1. Regulações da relação Tesouro Banco Central e referente à operação de *Open Market* via Operações Compromissadas**

Conforme destacamos acima, as operações compromissadas dizem respeito a operações de venda (ou compra) de títulos com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data posterior, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos (PELLEGRINI, 2017). Tais operações se dão entre instituições financeiras e o Banco Central ou entre instituições financeiras e pessoas físicas e jurídicas em geral, e a razão de sua realização está relacionado à distinta situação das partes envolvidas em termos de liquidez, entendida como disponibilidade imediata de recursos (isto é, alguns com falta e que demandam e outros com sobra e que ofertam) (PELLEGRINI, 2017). Uma instituição financeira que faz a operação de venda de títulos com compromisso de recompra o faz uma vez que necessite de recursos, usando seus títulos como garantia para obtê-los, enquanto a contraparte apresenta uma sobra de recursos e quer emprestá-los em troca de juros (PELLEGRINI, 2017).

São operações de curtíssimo prazo, que se dão muitas vezes por alguns ou mesmo um dia, além de serem realizadas rapidamente e a um baixo custo operacional (PELLEGRINI, 2017). A instituição que recebe a quantia relativa à venda temporária dos títulos paga juros, geralmente prefixados no momento que a operação é contratada, mas esses juros não guardam relação com o rendimento dos títulos utilizados em garantia (sua remuneração se dá pela taxa Selic) (PELLEGRINI, 2017). Os títulos permanecem em propriedade da instituição que vende os títulos, pois posteriormente eles retornarão para ela na data previamente definida, sendo que a mudança que se dá em seu balanço contábil diz respeito somente ao aumento do passivo correspondente ao empréstimo recebido (PELLEGRINI, 2017).

O Banco Central do Brasil se vale das operações compromissadas como uma maneira de controlar a liquidez de toda a economia, seguindo o regime de meta para a inflação e o principal instrumento para alcançá-la é a taxa de juros básica da economia que, no caso do Brasil, é a Selic (PELLEGRINI, 2017).

Um comentário importante é o de que anteriormente aos anos 2000 as operações de política monetária do Banco Central pela via da colocação/retirada de títulos públicos em circulação era feita essencialmente através da colocação de títulos da Dívida do próprio Banco Central. Uma das modificações institucionais importantes com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal foi, como dito anteriormente, a proibição de o Banco Central lançar títulos de dívida próprios. A partir daí e como veremos em maior detalhe mais à frente, as

operações de política monetária via *open market* passam a ser realizadas através da modalidade de operações compromissadas.

No item anterior do trabalho, vimos que as operações compromissadas aparecem no balancete do banco central, como sendo uma operação de “tomada de empréstimos” garantida por títulos públicos. Nesse sentido, quando o Banco Central entende que a liquidez se encontra em nível “baixo”, no sentido de que a demanda por Reservas está mais baixa do que o esperado em relação à oferta de reservas bancárias, a ponto de elevar a taxa Selic acima da meta de inflação estabelecida, ele realiza operações de injeção de liquidez (de Base Monetária). Ele realiza isso, “comprando títulos públicos com compromisso de revenda”, junto às instituições financeiras. Ou, em outra perspectiva, é como se o Banco Central emprestasse recursos para elas, e essas instituições dão como garantia os seus títulos públicos. (PELLEGRINI, 2017). Do contrário, se a liquidez for considerada excessiva, o Banco Central realiza operações de “venda de títulos com compromisso de recompra”. É como se ele tomasse recursos emprestado do mercado, pagando de acordo com sua meta para a Selic e com garantia dos títulos que detém em sua carteira (PELLEGRINI, 2017). Nesse último caso, a operação vai aparecer no Balancete do Banco Central como no seu passivo como “empréstimos-compromissadas”.

Note-se que para efetuar esse tipo de operação, por um lado, os bancos privados têm que ter títulos públicos para quando o Banco Central for emprestar dinheiro aos bancos (via compra de compromissadas) e, paralelamente, o Banco Central tem que ter títulos públicos em sua carteira para servirem de garantia quando ele for tomar dinheiro emprestado dos bancos (via venda de compromissadas).

No caso do Banco Central, a mudança de legislação que proibiu o lançamento de títulos do próprio banco exigiu que se montasse uma carteira de títulos públicos do Tesouro Nacional, detidos pelo banco central, para efetuar sua atuação de política monetária. O Tesouro lança e coloca esses títulos no Banco Central em sua carteira de títulos. Esses títulos que estão parados na carteira do Banco Central não compõem a dívida pública. A regulação adotada é a de que eles passam a compor a dívida pública, apenas quando passam a servir como lastro das compromissadas. Por isso, a carteira de títulos do Banco Central especifica: “Títulos livres” X “títulos com compromisso”.

Outro comentário importante é o de que o conjunto de títulos que serve de garantia para as operações não são os definidores da remuneração dos “empréstimos” efetuados. Esses

“empréstimos” são em geral de curtíssimo prazo, como veremos e a remuneração é basicamente a taxa Selic.

Deve-se ter em conta que, apesar da relevância adquirida pelas compromissadas no Brasil, existem outros instrumentos disponíveis aos bancos centrais para a execução da política monetária. De fato, dentre os instrumentos de política monetária do Banco Central estão: (i) os recolhimentos compulsórios, que são depósitos que cada banco é, legalmente, obrigado a manter no Banco Central em reservas bancárias, calculados como um percentual sobre os depósitos; (ii) o redesconto ou assistência financeira de liquidez, que são empréstimos concedidos pelo Banco Central aos bancos na forma de crédito em reservas bancárias, com o intuito de atender as instituições bancárias em episódios de necessidades de reservas e (iii) as operações de mercado aberto, que atuam diretamente sobre as reservas bancárias e tem sido adotadas como forma de evitar a volatilidade da taxa de juros de curto prazo por meio da compra e venda de títulos públicos pelo Banco Central. As operações Compromissadas estão vinculadas a este último instrumento. (CARVALHO et al., 2007). Assim, nas operações de mercado aberto incluem-se as próprias operações compromissadas e as transações definitivas com títulos públicos (sem compromisso de recompra ou revenda) (PELLEGRINI, 2017).

Uma última modalidade, bastante desenvolvida em diferentes países, como os Estados Unidos, é a ação via depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras no banco central, pouco usada no Brasil (PELLEGRINI, 2017). Essa última modalidade deve ser destacada, pois, em países que usam bastante essa modalidade, a política monetária se faz pela via da remuneração de depósitos voluntários, que não entram na dívida pública. Dessa forma, efetuam-se ações de política monetária sem que isso afete a Dívida Bruta, ao contrário do que ocorre no Brasil, que centra a sua atuação em “Operações Compromissadas”.

O ponto que levantamos em nossa monografia é o de que parte importante da dívida pública brasileira está ligada a essa dinâmica que faz parte do que chamamos de “dinâmica financeira da dívida”, sendo que essa dinâmica tem movimentos particulares, não necessariamente ligados à dinâmica do Resultado Primário ou nominal das contas públicas.

Para melhor compreensão do movimento das compromissadas, relacionadas à política monetária e seu impacto sobre a dívida pública, faz-se necessário discriminar quais são os fatores determinantes da evolução do saldo das mesmas, atuando tanto para sua elevação quanto diminuição. O fator-chave que explica o recurso às compromissadas é a base monetária e sua compatibilidade em relação à Selic perseguida pela política monetária, a

partir do Sistema de Metas de Inflação, que considera a inflação do país como sendo resultado de excesso de demanda. Fatores que influenciam a variação da liquidez da economia (entendida como oferta e demanda de reservas bancárias) acabam, assim, por justificar o uso dessas operações. Deve-se considerar que tais fatores apresentaram importâncias diferentes em relação ao impacto sobre as compromissadas a depender do período considerado.

### 3.2. Fatores que impactam a Base Monetária

#### 3.2.1. Compulsórios

Dentre os fatores que impactam a base monetária estão os compulsórios e, como visto, eles representam um instrumento de política monetária tal qual as operações compromissadas, sendo complementares a estas. Quando as alíquotas dos depósitos compulsórios são elevadas, parcela maior dos depósitos nos bancos é recolhida em espécie no Banco Central, o que leva à diminuição da liquidez da economia e, com isso, menor necessidade de se recorrer às compromissadas no esforço de controle dessa liquidez, como ilustrado pela figura a seguir, representando o balancete do Banco Central (PELLEGRINI, 2017). Quando há aumento de compulsório, isso aumenta as Reservas Obrigatórias paradas no Banco Central, retirando dinheiro de circulação e reduzindo a Base Monetária. Isso gera uma menor necessidade de reduzir a liquidez via compromissadas.

**Figura 3.1 - Movimentos do balancete do Banco Central com a elevação das alíquotas dos depósitos compulsórios**

| Ativos                                                         | Passivos                                       |
|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária ▼                               |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias ▲                           |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) |
|                                                                | Conta Única                                    |
|                                                                | Patrimônio Líquido                             |

#### 3.2.2. Operações Compromissadas - Reservas Internacionais e *swap* cambial

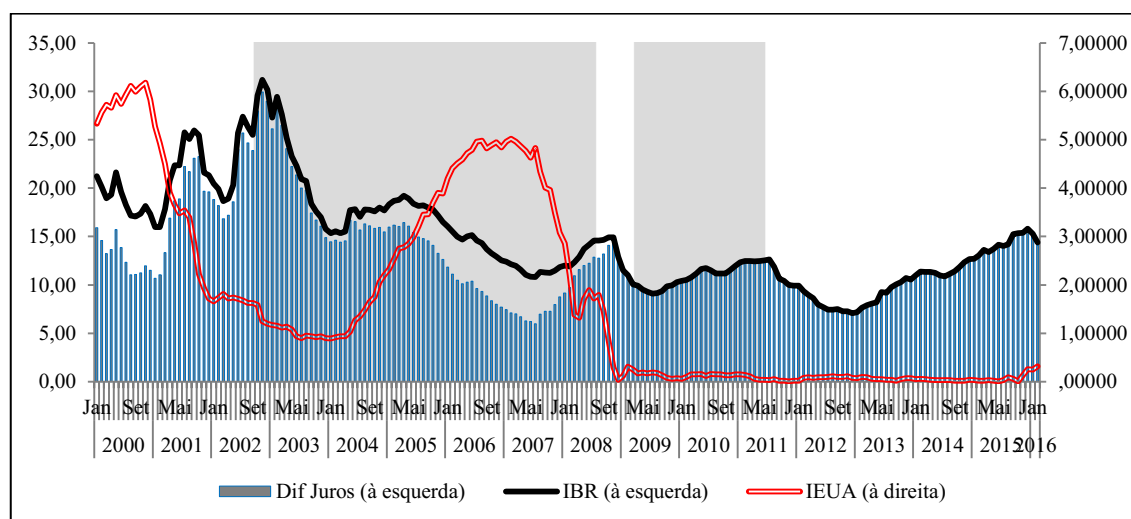
Outro fator que explica o aumento do saldo das compromissadas é o intenso aumento de reservas internacionais do país, por meio da atuação do Banco Central no mercado de câmbio (PELLEGRINI, 2017). Entre os anos de 2006 e 2012, verificou-se uma forte entrada de divisas no país e, buscando evitar os potenciais efeitos prejudiciais desse ingresso de

moeda estrangeira no país sobre o desempenho da economia, parte delas foi comprada pelo Banco Central, para compor as reservas internacionais e, em um segundo lugar, quitar a dívida pública externa (PELLEGRINI, 2017).

Ou seja, o Banco Central fez política cambial, entrando no mercado de câmbio como comprador e comprando dólares (que vão para suas reservas), com o intuito de segurar a valorização da moeda nacional. O Banco Central compra esses dólares emitindo moeda nacional, e com isso, o Banco Central injetou liquidez na economia. O que pode ser observado na Figura 3.2 com as setas pretas.

Para compensar esse aumento da base monetária, fez operações compromissadas em paralelo, apresentadas pelas setas vazadas. Como veremos esse foi um fator importante de expansão das operações compromissadas e portanto da Dívida Bruta do Governo Geral. A política cambial, gerando impactos sobre a dívida pública – fator relacionado ao movimento de forte liquidez internacional agregado ao forte diferencial de juros entre a moeda nacional e a economia norte americana – detentora dos títulos mais procurados mundialmente.

**Gráfico 3.1 - Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Destaque-se que no biênio 2010-2011 houve também forte ação via operações com compulsórios (quando há um aumento das alíquotas dos compulsórios) (PELLEGRINI, 2017). A figura a seguir apresenta uma esquematização desses movimentos no balancete do Banco Central com a compra de reservas internacionais.

**Figura 3.2 - Movimentos do balancete do Banco Central com a compra de reservas internacionais**

| Ativos                                                         | Passivos                                         |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais ▲                                      | Base Monetária ▲▼                                |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                  |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias                               |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) ▲ |
|                                                                | Conta Única                                      |
|                                                                | Patrimônio Líquido                               |

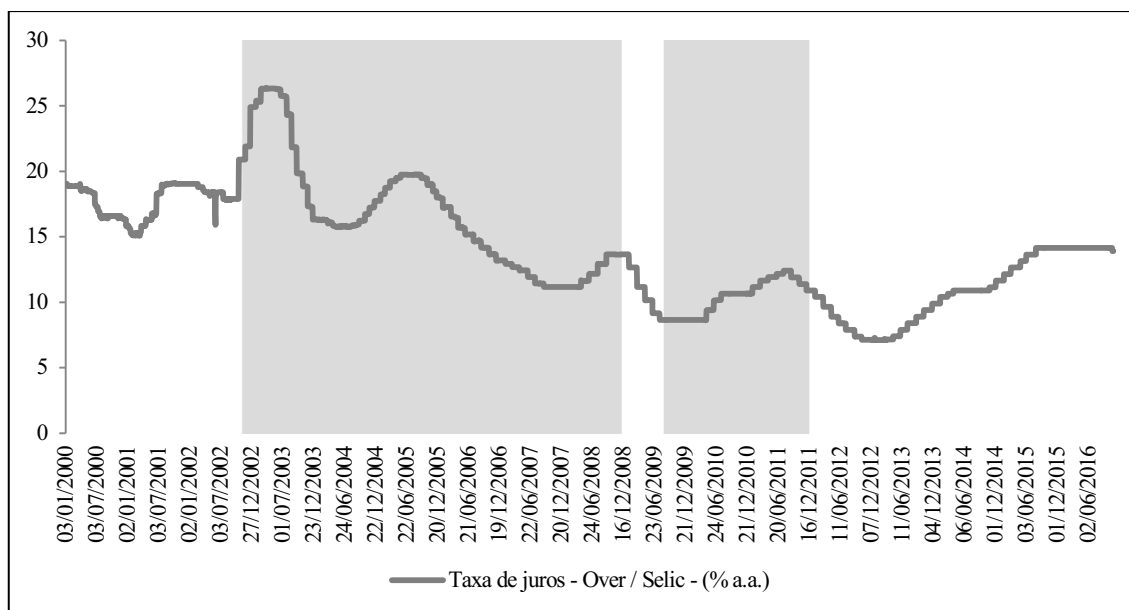
Outro fator relacionado ao setor externo e que atuou moderadamente para expandir a base monetária, contribuindo para o aumento das compromissadas, foram as operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central, havendo concentração temporal dos efeitos no biênio 2015-2016 (no primeiro ano, o fator expandiu a base monetária e, no segundo, contraiu) (PELLEGRINI, 2017). As operações de *swap* ocorrem quando o Banco Central efetua política cambial, via operações de *swap* cambial e não via compra/venda de reservas internacionais. Elas dizem respeito ao comprometimento do Banco Central em pagar a desvalorização cambial no período contratado, mais juros (cupom cambial) e do mercado em pagar a Selic de modo que, se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período contratado, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se menor, o mercado paga ao Banco a diferença (PELLEGRINI, 2017). Com a forte desvalorização cambial de 2014-2015, o Banco Central teve que pagar R\$ 107 bilhões ao mercado no biênio (PELLEGRINI, 2017). Isso gera impactos sobre as compromissadas por uma via indireta. O pagamento das operações com *swaps* se dá via o pagamento dos juros da operação, que entram na conta “juros” das operações compromissadas. Esse é um fator que gera novas compromissadas para pagar esses juros. Mas, em 2016, com o quadro inverso, recebeu R\$ 75,6 bilhões (PELLEGRINI, 2017).

Ainda com relação a essa explicação, é preciso ainda destacar que, uma vez lançadas as compromissadas, elas precisam ser continuamente renovadas para garantir que essa liquidez continue “fora de circulação”. Por isso um conceito relevante é o do “saldo das operações compromissadas”. No caso das Reservas Internacionais, por exemplo, a entrada contínua de dólares coloca cada vez mais liquidez em circulação. Para controlar a base monetária, é necessário retirar a liquidez do ano em curso e manter a liquidez, que havia sido retirada anteriormente, fora de circulação. Ou seja, quando vencem as compromissadas, é

necessário lançar novas para garantir esse excesso de liquidez, que cresce a cada ano, esteja fora de circulação. Nesses termos, um dos pontos que destacamos, seguindo CORRÊA (2019) é o de que a abertura financeira gera uma pressão expressiva e contínua sobre a dívida pública via políticas monetária e cambial. Dessa forma, não diz respeito ao Resultado Primário, mas sim, a questões financeiras.

### **3.2.3. Operações compromissadas – Pagamento de Juros sobre as compromissadas**

Outro fator que explica fortemente o acentuado aumento do saldo das compromissadas não tem seu impacto por meio dos efeitos sobre a base monetária. Refere-se aos juros que incidem sobre esse saldo (PELLEGRINI, 2017). Como visto, por essas operações constituírem um “empréstimo” que o Banco Central toma junto ao mercado (sem precisar, apenas para fazer política monetária/cambial), requerem o pagamento de juros e, enquanto os outros fatores elevam ou reduzem o saldo das compromissadas em virtude dos fluxos de novas operações feitas ou desfeitas, os juros incidem diretamente sobre o saldo das compromissadas existentes. Nesses termos qualquer operação de expansão de compromissadas gera impactos sobre os juros pagos, que são pagos via lançamento de compromissadas (PELLEGRINI, 2017). Por sua vez, o montante de juros devidos depende da Selic, que é a taxa que remunera as compromissadas, bem como do saldo dessas operações, resultante dos fluxos de operações passadas e dos próprios juros incorporados aos saldos, já que se verificam juros sobre juros (juros compostos) (PELLEGRINI, 2017).

**Gráfico 3.2 - Brasil –Taxa de juros – Over / Selic – (diária –% a.a.)**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

**Figura 3.3 - Movimento do balancete do Banco Central com o aumento do saldo de juros incidentes sobre as operações compromissadas**

| Ativos                                                         | Passivos                                         |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária ▲▼                                |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                  |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias                               |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) ▲ |
|                                                                | Conta Única                                      |
|                                                                | Patrimônio Líquido                               |

No caso da dinâmica do aumento de operações compromissadas, por conta do pagamento de juros sobre os saldos dessas operações, a dinâmica se dá da seguinte forma. O Banco Central paga juros para o “mercado”, aumentando a Base monetária (emitindo moeda e gerando o aumento das reservas bancárias). Para reduzir a Base monetária, o Banco Central gera mais operações compromissadas (política monetária), aumentando o saldo das mesmas por conta do pagamento de juros e fazendo a Base monetária retornar ao nível “desejado”. Nesses termos, quanto maior for o saldo de compromissadas e, quanto maior os juros, maior a “conta juros” e maior o impacto de lançamento de novas compromissadas para pagar os juros.

### 3.2.4. Operações Compromissadas – movimento da Conta Única

Deve-se apontar ainda, como um principal fator que atuou no sentido de contrair a base monetária e que, dessa forma, levou a uma redução das compromissadas, contrabalançando os efeitos das políticas monetária/cambial sobre a dívida pública. Referimo-nos à variação da Conta Única do Tesouro Nacional (em que são depositadas as receitas da União, enquanto suas despesas resultam em saques) (PELLEGRINI, 2017).

Legalmente esses recursos são depositados no passivo não monetário do Banco Central, gerando impactos sobre a Base Monetária. O que se verifica é que, em anos de superávit fiscal, observam-se os depósitos (receitas) superando os saques (despesas). De forma que há um aumento da conta única. O que se retira de circulação via tributos é maior do que se coloca em circulação via gastos públicos. Dessa forma, há uma contração da base monetária. Por conseguinte, por meio dessa dinâmica, é possível “retirar compromissadas de circulação”. Ou seja, é possível reduzir o saldo das compromissadas, reduzindo os “empréstimos do Banco Central com o setor privado” (passivo). Paralelamente, em anos de déficit, o que ocorre é o inverso uma expansão da base monetária e a Conta única torna-se um fator de aumento das compromissadas (PELLEGRINI, 2017). Dessa maneira, em períodos de superávit fiscal, a conta única atua no sentido de segurar a expansão das operações compromissadas, em virtude da contração da base monetária, enquanto que, em períodos de déficits primários, a conta passa a atuar como um fator de estímulo ao saldo das compromissadas, dada a expansão da base monetária. A Figura 3.4.a que segue mostra o movimento no balancete do Banco Central com a variação da Conta Única ilustrando os períodos de superávit primário em que o aumento da Conta única reduz a Base monetária e a retirada de compromissadas recoloca a Base em seu nível desejável pela política de Metas. Ou seja, o movimento da Conta Única contra resta as expansões de base causadas pela política cambial e pelo pagamento dos juros. Quanto maior for a expansão das Reservas e quanto maior for o saldo dos juros, maior é a “necessidade” de altos níveis de Conta Única para contra restar esse movimento. São fatores financeiros afetando a dívida pública, de forma constante e exclusiva, fatores não relacionados aos Resultados Primários.

Paralelamente, quando ocorrem os déficits, esse é um fator de redução da conta única e o movimento inverso está na figura 3.4.b. A conta Única deixa de ser um fator para segurar o “lado financeiro do déficit”. Nesse caso ocorrerá ainda um impacto adicional também na conta juros.

Um comentário importante é o de que, se não tivesse havido a política cambial geradora de Reservas Internacionais e de compromissadas para segurar o crescimento da liquidez, a dívida pública não teria crescido por esse motivo e não teriam sido pagos juros da dívida por esse motivo. No momento de déficits primários, causados por uma desaceleração econômica como no período pós 2013, os impactos sobre o lançamento de compromissadas seriam sobejamente menores, tendo em vista que o pagamento de juros seria sobejamente menor e as compromissadas ligadas às reservas internacionais não existiriam.

**Figura 3.4.a - Movimento do balancete do Banco Central com a variação da Conta Única em períodos de superávit primário**

| Ativos                                                         | Passivos                                         |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária ▼ ▲                               |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                  |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias                               |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) ▼ |
|                                                                | Conta Única ▲                                    |
|                                                                | Patrimônio Líquido                               |

**Figura 3.4.b - Movimento do balancete do Banco Central com a variação da Conta Única em períodos de déficit primário**

| Ativos                                                         | Passivos                                         |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária ▲ ▼                               |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                  |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias                               |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) ▲ |
|                                                                | Conta Única ▼                                    |
|                                                                | Patrimônio Líquido                               |

Um comentário adicional ainda importante relativo a essa discussão refere-se ao fato de que a Conta Única, depositada no Banco Central, é remunerada, sendo que, dessa forma ela apresenta um importante crescimento, por conta dessa remuneração – chegando a R\$ 1 trilhão.

### 3.2.5. Compromissadas – relacionadas à Colocação/Retirada de dívida mobiliária em circulação via Tesouro Nacional

Outra forma pela qual o Tesouro Nacional afeta a base monetária e as compromissadas, para além das movimentações da conta única, é por meio das operações no mercado primário de títulos públicos. Nesse caso o Tesouro Nacional atua por meio da emissão e resgate de títulos, no âmbito da gestão da dívida pública e do atendimento das necessidades de financiamento do Estado). Caso o Tesouro Nacional decida resgatar títulos em termos líquidos, isto é, se opte por resgatar mais do que emitir títulos, verifica-se uma expansão da liquidez da economia, aumentando a Base Monetária e isso leva o Banco Central a realizar compromissadas para que a Base Monetária retorne ao nível requerido pela Política de Metas de Inflação, sendo que essa operação é mostrada na Figura 3.5. O Resgate de títulos aumenta as Reservas Bancárias aumentando a Base Monetária. O Banco Central efetua lançamento de operações compromissadas (empréstimos captados no mercado), reduzindo a Base Monetária para os níveis requeridos.

Note-se que, nesse caso, as operações compromissadas substituem os títulos públicos do Tesouro na composição da dívida pública.

**Figura 3.5 - Movimento do balancete do Banco Central com o resgate líquido de títulos públicos**

| Ativos                                                         | Passivos                                         |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Reservas Internacionais                                        | Base Monetária ▲ ▼                               |
| Empréstimos aos Bancos                                         | Papel moeda em poder do público                  |
| Títulos (títulos do Tesouro para efetuar a política monetária) | Reservas bancárias ▲                             |
|                                                                | Empréstimos captados ( <i>compromissadas</i> ) ▲ |
|                                                                | Conta Única                                      |
|                                                                | Patrimônio Líquido                               |

Em caso de emissão líquida, ou seja, quando a emissão é maior do que o resgate, ocorre o efeito oposto (contração da base monetária e redução das compromissadas).

Verifica-se que, até 2014, as transações no mercado primário atuaram no sentido de expansão da base monetária, uma vez que o Tesouro Nacional utilizou os superávits fiscais para resgatar títulos públicos (PELLEGRINI, 2017). Apenas com os déficits verificados depois de 2014 é que passa a haver emissão líquida para financiar os resultados negativos.

Pode-se argumentar que havia um limite pelo lado da demanda para a colocação de

títulos públicos no mercado e, dessa forma, tal recurso não teria sido possível como alternativa às compromissadas no sentido de apoiar o Banco Central em seu esforço de controle da liquidez gerada pela aquisição de reservas externas (PELLEGRINI, 2017). Entretanto, esse não parece ser o caso, uma vez no período recente, a partir de 2014, com situação econômica e fiscal bem mais complexa, a emissão líquida de títulos tem sido usual, enquanto o período anterior mostrou-se mais favorável, com crescimento econômico, superávits primários e juros atraentes (PELLEGRINI, 2017). O que se verifica é que a política adotada, desde meados da década passada até 2013, consistiu em um resgate líquido de títulos, o que levou a um longo período de queda da dívida mobiliária em mercado, sendo que, a partir de 2015, o que passa a ser observado é um acentuado aumento da dívida mobiliária em poder do mercado para financiar os déficits primários do governo central (PELLEGRINI, 2017). Esse aumento recente mostra que, em períodos anteriores, não havia restrições à emissão de títulos pelo lado da demanda, uma vez que as circunstâncias eram mais favoráveis. O resgate líquido de títulos públicos no mercado primário efetuado no período de 2006 a 2014 alcançou, sobretudo, os títulos corrigidos pela Selic, enquanto, ao mesmo tempo, o Banco Central, no âmbito do controle da liquidez da economia, elevava as compromissadas, corrigidas pela mesma taxa (PELLEGRINI, 2017).

Em relação à atuação do Banco Central, verifica-se que o controle da liquidez poderia ser feito também pela venda definitiva de títulos públicos da própria carteira, juntamente com compromissadas, sendo que os compulsórios ocupariam um segundo lugar. Entretanto, como ressalta Pellegrini (2017), em nenhum momento do período por ele considerado (2006-2017), o Banco Central seguiu essa direção. Pode-se afirmar que isso se deve ao fato de que, até 2008, não havia uma regra que garantisse carteira em nível adequado para as necessidades da política monetária, havendo o receio de que a venda definitiva reduzisse a carteira a ponto de comprometer a atuação do Banco Central em um período caracterizado por abundância de liquidez (PELLEGRINI, 2017).

Em razão da vigência da nova regra de transferência de títulos públicos para o Banco Central, verifica-se uma recuperação de cerca de cinco pontos do PIB de sua carteira do final de 2008 ao final de 2010 (PELLEGRINI, 2017). Entretanto, com o uso intenso de compromissadas, houve uma redução da parcela livre dessa carteira, até o alívio proporcionado pelo aumento dos compulsórios, no início de 2010 (PELLEGRINI, 2017). A partir de 2012, com a redução dos compulsórios, há uma nova diminuição da parcela livre da

carteira do Banco Central, que, mesmo com o aumento das compromissadas, estabilizou-se em cerca de cinco pontos do PIB nos últimos anos (PELLEGRINI, 2017).

**CAPÍTULO 4**  
**A PERIODICIDADE DOS FATORES QUE IMPACTAM A BASE MONETÁRIA E O**  
**MOVIMENTO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS**

A partir do exposto até aqui, pode-se verificar o importante papel da gestão da dívida pública executada pelo Tesouro Nacional no controle da liquidez de curto prazo em operação conjunta e coordenada com o Banco Central. Procura-se analisar a partir de agora a evolução do gerenciamento da liquidez de curto prazo pelo Banco Central, conforme proposta por Bonfim (2017), para os períodos **1999-2004**, **2004-2013** e **2013-2019**.

#### **4.1. O Período 1999-2004**

Nesse interregno ocorre a mudança do regime macroeconômico brasileiro, baseado no Tripé: câmbio flutuante, meta de inflação e o regime fiscal de metas primárias. Aí então está presente o movimento de abertura financeira em conjunto com o alto nível de juros que se estabelece, tendo em vista o diagnóstico de que a inflação nacional é essencialmente de demanda. Nesse sentido, se estabelece o nível requerido de Base Monetária, condizente com o nível de juros (alto) estabelecido pelo regime de metas. Esse elemento do tripé macroeconômico garante continuamente juros altos, mesmos quando os juros internacionais caem fortemente. Os juros domésticos retratariam a dinâmica inflacionária doméstica ligada ao excesso de demanda. Essa articulação gera o forte afluxo de capitais nos momentos de liquidez internacional. No caso do regime de câmbio flutuante, esse não descarta a possibilidade de ações de política cambial para contra restar o “excesso de dólares ingressantes”, estabelecendo o crescimento das reservas e o impacto sobre a Dívida Bruta.

Paralelamente, a meta de primário pode ser garantida quando o país está crescendo, porém, conforme levantado por Gonçalves (2017), o regime fiscal de metas primárias apresenta um caráter pró-cíclico e ineficiente para promover um desenvolvimento de longo prazo, pois faz com que a manutenção de níveis razoáveis de investimentos públicos ao longo do tempo seja prejudicada. Toda a vez que há um movimento de desaceleração econômica, cai a arrecadação e a queda das despesas é mais rígida provocando-se rapidamente o não alcance da meta de superávit primário e gerando-se, ato contínuo, uma política recessiva, que deprime crescentemente a atividade econômica. Nesse sentido, o que se verifica é uma barreira institucional à execução de políticas anticíclicas, uma vez que despesas com elevado efeito multiplicador tendem a ser cortadas nas fases de baixa do ciclo econômico e frustrações de receitas (GONÇALVES, 2017).

Nessa fase se observa a introdução do uso das operações compromissadas como instrumento de Política Monetária em substituição aos títulos de emissão do Banco Central. Nessa fase ocorrem três episódios de instabilidade no mercado de títulos públicos,

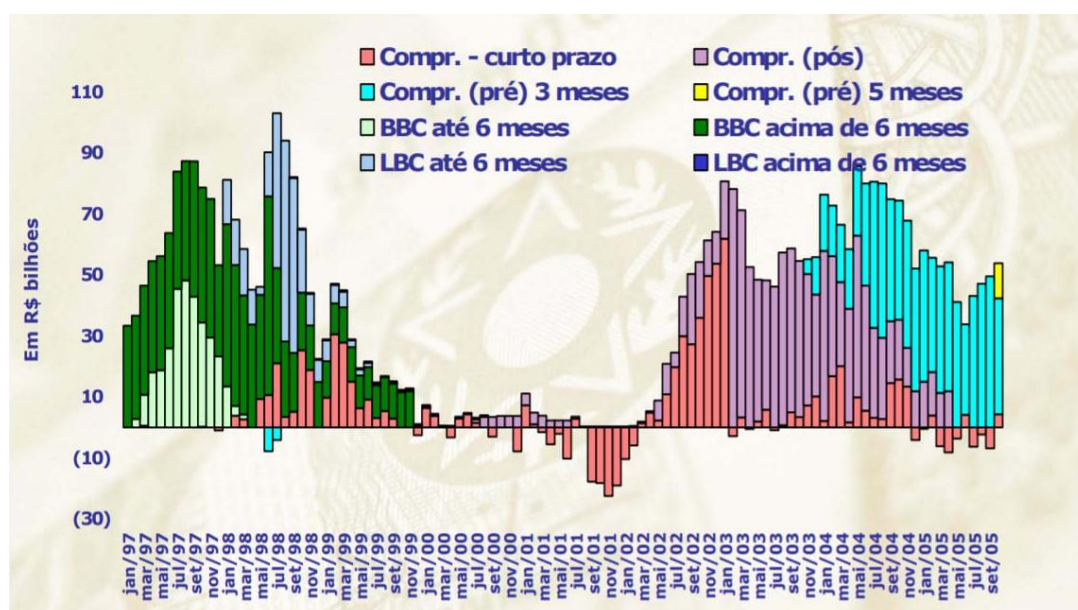
ênfatisando: (i) a estrutura atípica do mercado de títulos públicos brasileiro e (ii) o perfil anormal da curva de juros que apresenta um comportamento pró-cíclico (dois fatores técnicos de mercado, segundo Ferreira et al. 2004, apud BONFIM, 2017). Com o discurso de que era necessário sinalizar por meio da política monetária aos agentes o comprometimento do governo com o equilíbrio macroeconômico para que os capitais fossem atraídos ao mercado brasileiro, assume-se a transição para o perfil atual de instrumentos de administração da liquidez.

Note-se que até então, a política monetária era exercida, de certa forma, conjuntamente, pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional. A retração da liquidez era até então conseguida pelo lançamento de Títulos do Tesouro e também pelo Lançamento das LFTs, do Tesouro Nacional.

Como mudança de institucionalidade (Bonfim,2017), há nessa fase a extinção dos títulos LBC (Letras do Banco Central) e BBC (Bônus do Banco Central) como preparação à futura proibição do Banco Central emitir títulos próprios. Há, também, simultaneamente, a substituição pelas LFTs (Letras Financeiras do Tesouro) e, de forma marginal, pelas compromissadas, até o primeiro trimestre de 2002 (BONFIM, 2017), fato que pode ser observado no Gráfico 4.1.

Pelo mesmo gráfico também se pode observar que, após o segundo trimestre de 2002, as compromissadas aumentaram de forma acelerada e se diversificaram, assumindo um perfil semelhante ao dos títulos do Banco Central, antes de 1999.

**Gráfico 4.1 - Administração da Liquidez por Tipo de Instrumento, 1997-2005, em bilhões de R\$**



Fonte: extraído de Azevedo (2005).

Bonfim (2017) destaca três períodos nessa transição, que correspondem a três episódios de fracasso de política do Tesouro, que efetuava atuações com vistas a diminuir a exposição da DMPFi (Dívida Pública Mobiliária Federal interna) a riscos, por meio da busca de melhora de sua composição: alongando os prazos, aumentando a parcela pré-fixada, reduzindo a parcela indexada à Selic e à taxa de câmbio (procurando assumir, portanto, uma posição que ia mais de encontro aos interesses dos capitais quanto a seus rendimentos em períodos de crise de liquidez).

Entre 1996 e 1997, o governo buscou melhorar o perfil da sua dívida a partir da diminuição do volume de LFTs e aumento da emissão de prefixados, o que só foi possível com a emissão de prefixados curtos e com a manutenção por parte do Banco Central do controle da liquidez com LBCs e BBCs, também curtos (BONFIM, 2017). Quando o mercado brasileiro foi afetado pela crise da Ásia em 1997, ocorreu uma fase de “não aceitação” do “Mercado” quanto à política implementada pelo Tesouro.

Note-se que essa era uma fase de “efeito contágio” da Crise da Ásia, de aumento do Risco País, sendo que uma medida do mesmo é o índice Embi+, que mede o spread pago pelos títulos soberanos brasileiros negociados nos mercados financeiros internacionais sobre o Título do Tesouro americano. Essa variação do índice indicava que os investidores nesses

títulos estavam exigindo uma rentabilidade maior dos títulos soberanos brasileiros como efeito especulativo da Crise da Ásia. Internamente tal movimento também ocorreu.

Note-se aí que o “mercado” “se recusou” a comprar o perfil de títulos emitidos pelo Tesouro. Na verdade esse movimento foi resultado do efeito contágio face à crise da Ásia que levou a rápidas vendas de títulos soberanos brasileiros causando um aumento abrupto do Risco País, impactando sobre os juros domésticos. O “mercado” passava a exigir juros mais altos e indicava a preferência por títulos da dívida interna, indexados a Selic e cambiais.

Segundo Bonfim (2017), as LTFs passam novamente a predominar na DPMFi, passando de 35% de sua composição em dezembro do ano anterior para 69% em dezembro daquele ano. A “não aceitação” dos compradores da dívida interna levou a que os títulos pré-fixados perdessem rapidamente o valor (busca por pós-fixados) e que o Banco Central elevasse a taxa Selic de 19% a 45% a.a., em novembro. Esse valor refletia a variação do Risco Brasil, acrescida do aumento do risco de câmbio no mercado futuro. Tal movimento ocorreu também em 1998, como resultado da Crise da Rússia.

Esse nível da taxa de juros estava articulado a fatores especulativos, tanto no mercado negociador dos títulos da dívida pública externa, quanto no mercado futuro de câmbio (risco de câmbio). A taxa de juros doméstica “se adequava” a esses requerimentos especulativos por dois motivos: o primeiro era o de deter a fuga de capitais e o segundo era o fato de que os compradores dos títulos públicos da dívida interna brasileira tem o poder de recusar rapidamente o perfil desses títulos se recusando a comprá-los por conta do desenho especial de nosso mercado financeiro. De fato, os principais grandes compradores de títulos são os Bancos e os Fundos de pensão, que sabem que seu movimento será rapidamente aceito pelas autoridades monetárias, por conta da abertura financeira e do câmbio fixo. Para evitar a forte fuga de capitais e uma desvalorização abrupta do câmbio a Selic se ajusta e são lançados títulos Selic com essa nova remuneração e títulos com variação do câmbio.

Nesse sentido, a abertura financeira e do câmbio administrado, torna o Banco Central e o Tesouro reféns dos “requerimentos do mercado” (Corrêa, 1996 e 1999)<sup>5</sup>. Nesse arranjo da política Macroeconômica, a taxa de juros se ajusta rapidamente às variações de conjuntura, e o câmbio fica relativamente estável.

---

<sup>5</sup> A análise que estamos desenvolvendo nesse item, bem como a interpretação quanto a inter-relação entre taxa interna de juros, abertura financeira, política monetária e taxa de juros foi retirada de Corrêa (1996) e Corrêa 1999.

Outro momento de aumento do risco país deu-se em 1999, com a Crise do Brasil, que afetou os títulos soberanos negociados nos mercados financeiros internacionais, e os títulos da dívida interna, com a mesma interação apontada acima.

Após esse movimento, foi adotada a política do tripé macroeconômico: câmbio flutuante, metas de inflação e de resultado primário, em conjunto com a adoção de um rígido programa de estabilização fiscal, o Tesouro retomou, em 1999, sua tentativa de alongar e melhorar o perfil da dívida pública, mas isso foi contrariado em 2002 como resultado da Crise da Argentina.

A possibilidade de retomada da melhora de perfil da Dívida Mobiliária Federal que se observava em períodos de crescimento econômico conjugado com um período de boa liquidez internacional não rompeu com a “armadilha da dívida pública” ligada à abertura financeira doméstica. Mais uma vez, os movimentos da conjuntura internacional afetavam a taxa de juros doméstica. Toda a vez que havia uma conjuntura externa desfavorável, ou que houvesse algum fator interno que os “mercados” considerassem “inadequados”, o movimento do Risco País continuava o mesmo. Note-se, no entanto, que entre 1999 e 2007 apresentava-se um período de forte liquidez internacional e uma nova fase do movimento do Risco País, em que se observou a queda do mesmo para todos os mercados financeiros periféricos entre 2002 e 2007, refletindo a fase de crescimento da economia mundial e desses países. Os episódios de aumento do Risco país para o Brasil e países da América do Sul ocorreram: em 2001, com a Crise da Argentina, em 2002 com a crise do mercado de capitais americano e os atentados terroristas; em 2004 quando os Estados Unidos mudam sua política monetária, iniciando um movimento de expansão de sua taxa de juros básica, que provoca um retorno de parte dos capitais dirigidos aos países periféricos para os títulos americanos.

No caso do Brasil esse movimento de aumento do risco país e de demanda do “mercado financeiro doméstico” de maiores juros internos, ocorre também na eleição do Presidente Lula, quando os “mercados” apresentam uma “desconfiança” quanto ao perfil do novo Governo. Em nível internacional, os grandes compradores de títulos são os Fundos de Investimento e de Pensão, que vendem rapidamente papéis para forçar o aumento abrupto do Risco País, indicando sua desconfiança e gerando a possibilidade de rápidos ganhos especulativos. Em nível doméstico, os compradores de títulos da dívida interna, que são também concentrados em Fundos de Investimento e bancos, se recusam rapidamente a comprar os títulos propostos e não compram a dívida pública, mantendo os recursos em suas Reservas. Nesse momento, a “engrenagem” da política de Metas de Inflação se faz sentir.

Ainda que o mecanismo do novo regime macroeconômico fosse o de que o câmbio se ajustasse rapidamente, desvalorizando-se profundamente, tal movimento é contra restado pela via da venda de Reservas, para segurar a desvalorização. Paralelamente, ocorrem também impactos sobre os juros domésticos e sobre os Títulos Públicos. A “recusa da compra de títulos” faz andar o mecanismo da política de Metas de Inflação, fazendo com que o Banco Central atuasse via política de open Market. Nesse novo momento, a submissão das autoridades monetárias aos “requerimentos do Mercado” se dava pela via do novo regime macroeconômico, por conta da política de Metas de Inflação. De fato, como vimos acima, quando aumenta a oferta de liquidez (causada pela recusa da compra de títulos), o movimento do Banco Central e do Tesouro é o de por títulos em circulação (aceitos pelos compradores) para retirar essa “liquidez excessiva”.

Note-se que mesmo antes de 2003 o mercado de títulos da dívida interna já se mostrara problematizado depois da adoção do Regime de câmbio flutuante, pelo efeito contágio da Crise da Argentina e no mercado americano em 2001/2002, resultando na estagnação do volume em mercado da DPMFi. A eleição de Lula, levou a um rápido aumento do Risco país e à paralela “recusa” mais profunda ainda em comprar títulos da dívida interna num momento em que a “aversão” aos títulos do Tesouro já ocorria antes das eleições. Observa-se uma virtual paralização da emissão de títulos da dívida mobiliária federal interna, do último trimestre de 2001 até o primeiro trimestre de 2003 e ao mesmo tempo, em um aumento das compromissadas do Banco Central no mesmo período, por conta da Política de Metas (BONFIM, 2017 e CORRÊA, 2019). Isso por que o “mercado” sabia que podia se recusar a comprar os títulos da dívida Mobiliária, por que havia uma concentração de compradores e por que a manutenção dos recursos em reservas bancárias faria com que o Banco Central atuasse via política de open Market, gerando aumentos da Dívida Bruta do Governo Geral que, depois da mudança de regulação (proibição de o Banco Central lançar títulos próprios), ocorriam pela via das operações compromissadas.

Ou seja, o que a análise desse período nos mostra é a pressão dos compradores de títulos para que esses se adequem a seus requerimentos. E por que esses agentes (fundamentalmente fundos de Investimento e Bancos) podem realizar essa “recusa” mantendo recursos parados nas reservas bancárias? Por que historicamente sabem que o Tesouro se adequa rapidamente a seus requerimentos, sendo que esse movimento se observa em todos os momentos de mudança da conjuntura financeira internacional e de instabilidade interna.

Segundo Bonfim (2017), analistas comumente apontam a crise de 2001/2002 como a origem da expansão do volume das compromissadas do Banco Central e do seu uso quase perfeito como substituto aos títulos públicos.

Já vimos o processo de “aversão a títulos públicos” iniciada no fim de 2001, quando foi possível observar a estagnação do estoque de DPMFi em mercado e o acelerado aumento das compromissadas (como pode ser verificado no Gráfico 4.1).

Após o período turbulento dos anos 2001 e 2002, há uma melhora importante no perfil da dívida realizada pela política de dívida pública, com o aumento de prefixados, bem como do seu prazo, as emissões de indexados à inflação e o prazo médio da DPMFi (BONFIM, 2017). Entretanto, a partir de 2004, como resultado da mudança da trajetória dos juros americanos, mais uma vez o mercado doméstico “exige” títulos pós-fixados com juros mais altos. Há aumento do risco-país, uma depreciação moderada do dólar, levando a uma reação por parte do mercado de títulos de fuga das posições prefixadas para pós-fixadas. Os detentores dos títulos pré-fixados vendem esses títulos, eles perdem valor e aumentam as reservas bancárias. O Banco Central efetua operações compromissadas, retirando liquidez de circulação para que a mesma volte a seu nível anterior, embora não tenha ocorrido alteração da taxa Selic (BONFIM, 2017).

Segundo dados do Banco Central, a variação nominal dos estoques das compromissadas de dezembro de 2001 para janeiro de 2003, quando ocorreu o impacto da eleição do Presidente Lula foi de R\$ 99.856 milhões.

#### **4.2. O período 2004-2013**

Lembre-mos que, conforme o explicado acima, o movimento das operações compromissadas envolve a reação a atuações do Banco Central e do Tesouro nacional. As Atuações do Banco Central envolvem: (i) operações de mercado de câmbio, relativas a operações de compra/venda de operações com reservas internacionais e pelo resultado de caixa das operações de *swap* cambial; (v) pelo movimento das operações com a política de Compulsórios. Paralelamente, as atuações do Tesouro Nacional envolvem: (iii) os resultados das operações do Tesouro sobre a liquidez (iv) os movimento da Conta Única do Tesouro. Esses movimentos afetam as operações compromissadas, que geram (v) atuações de pagamentos de juros sobre elas, que são outro fator a gerar compromissadas, que são afetadas pelo movimento da taxa Selic, uma vez que a remuneração das compromissadas envolve essencialmente a taxa Selic.

Tais impactos levam o Banco Central a operar no sentido de estabelecer os níveis de liquidez desejados na economia com vistas a alcançar o nível desejado para a taxa de juros, definido pelas metas de taxa de lucros.

Nesse sentido, as operações compromissadas passam a constituir um instrumento importante de gestão de liquidez de curto prazo do Banco Central, atuando sobre a relação oferta de reservas bancárias X demanda de reservas bancárias. Toda a vez que há um aumento da oferta de Reservas por parte dos bancos, o Banco Central atua retirando Reservas de circulação para reestabelecer a meta de taxa de juros definida pela política de Metas. Faz isso essencialmente efetuando operações compromissadas que, como vimos, são como se fossem empréstimos tomados do “mercado”, com garantia em títulos públicos da carteira do Banco Central, sendo recomprados em um curto prazo definido pela negociação e esse empréstimo é remunerado pela Selic (CORRÊA, 2019).

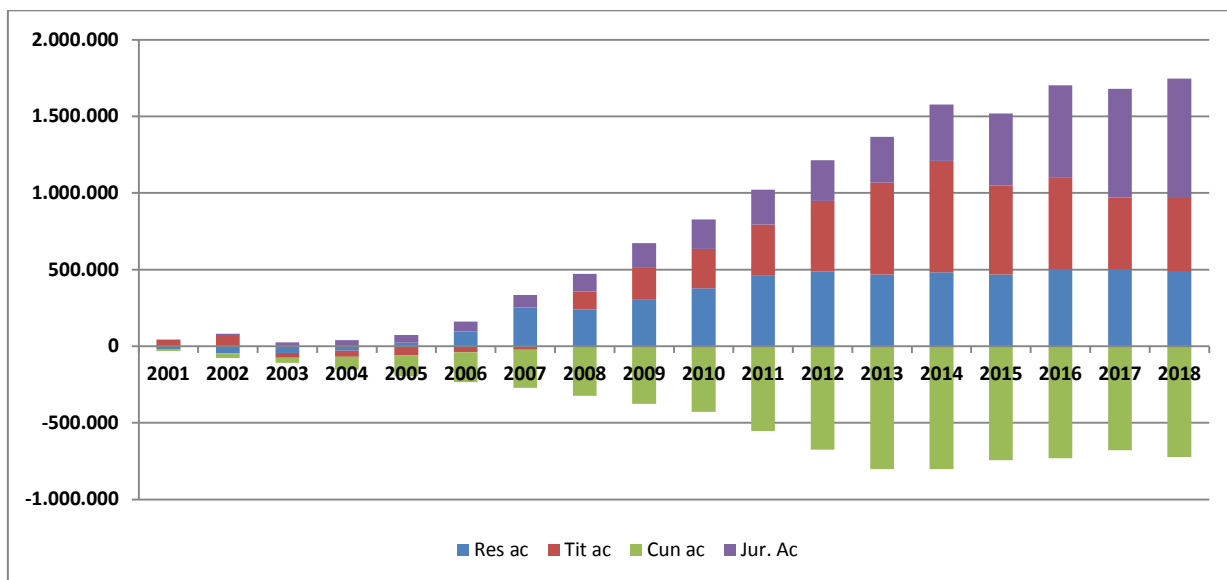
No gráfico 4.2 e na tabela 4.1 pode-se acompanhar o movimento de acumulação do estoque das compromissadas para o período 2000-2018, em R\$ milhões. No Gráfico se vê a evolução da Dívida Bruta do Governo Geral em suas duas metodologias, e sua composição: estoque da Dívida Mobiliária e das Operações Compromissadas no período 2001-2019, em R\$ milhões, sendo o dado de 2019 referente ao acumulado até o mês de agosto.

**Tabela 4.1 - Principais fatores determinantes das compromissadas ano a ano (R\$ milhões)**

| Principais fatores determinantes das compromissadas ano a ano (R\$ milhões) |             |          |          |         |         |         |          |         |           |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|-----------|-----------|
|                                                                             | Conta Única | ACM      | Reservas | ACM     | Juros   | ACM     | Títulos  | ACM     | Comprom.  | ACM       |
| 2000                                                                        |             |          |          |         |         |         |          |         | 6.049     | 6.049     |
| 2001                                                                        | -11.945     | -11.945  | -18.572  | -18.572 | 1.477   | 1.477   | 41.274   | 41.274  | -8.776    | -2.727    |
| 2002                                                                        | -20.484     | -32.429  | -26.427  | -44.999 | 8.031   | 9.508   | 31.216   | 72.490  | 77.089    | 74.362    |
| 2003                                                                        | -2.065      | -34.494  | 643      | -44.356 | 15.568  | 25.076  | -102.680 | -30.190 | 65.810    | 140.172   |
| 2004                                                                        | -48.293     | -82.787  | 14.556   | -29.800 | 14.309  | 39.385  | -9.409   | -39.599 | 58.892    | 199.064   |
| 2005                                                                        | -51.591     | -134.378 | 52.395   | 22.595  | 11.329  | 50.714  | -21.630  | -61.229 | 37.168    | 236.232   |
| 2006                                                                        | -59.511     | -193.889 | 74.369   | 96.964  | 13.280  | 63.994  | 21.613   | -39.616 | 77.367    | 313.599   |
| 2007                                                                        | -55.600     | -248.489 | 155.391  | 252.355 | 18.711  | 82.705  | 17.663   | -21.953 | 187.416   | 501.015   |
| 2008                                                                        | -74.312     | -323.801 | -12.124  | 240.231 | 32.940  | 115.645 | 138.058  | 116.105 | 325.155   | 826.170   |
| 2009                                                                        | -52.312     | -376.113 | 62.937   | 303.168 | 40.426  | 156.071 | 97.314   | 213.419 | 454.710   | 1.280.880 |
| 2010                                                                        | -51.204     | -427.317 | 75.553   | 378.721 | 35.998  | 192.069 | 43.239   | 256.658 | 288.666   | 1.569.546 |
| 2011                                                                        | -125.633    | -552.950 | 85.156   | 463.877 | 37.480  | 229.549 | 72.049   | 329.067 | 341.878   | 1.911.424 |
| 2012                                                                        | -121.649    | -674.599 | 25.897   | 489.774 | 36.202  | 265.751 | 128.750  | 457.817 | 523.995   | 2.435.419 |
| 2013                                                                        | -127.555    | -802.154 | -22.429  | 467.345 | 34.052  | 299.803 | 141.925  | 599.742 | 528.734   | 2.964.153 |
| 2014                                                                        | -688        | -802.842 | 16.275   | 483.620 | 67.148  | 366.951 | 126.611  | 726.353 | 809.063   | 3.773.216 |
| 2015                                                                        | 59.665      | -743.177 | -15.038  | 468.582 | 103.681 | 470.632 | -145.704 | 580.649 | 913.280   | 4.686.496 |
| 2016                                                                        | 12.284      | -730.893 | 32.533   | 501.115 | 134.575 | 605.207 | 16.158   | 596.807 | 1.047.484 | 5.733.980 |
| 2017                                                                        | 52.133      | -678.760 | 1.397    | 502.512 | 101.871 | 707.078 | -127.241 | 469.566 | 1.064.980 | 6.798.960 |
| 2018                                                                        | -44.486     | -723.246 | -17.349  | 485.163 | 65.752  | 772.830 | 19.504   | 489.070 | 1.128.342 | 7.927.302 |

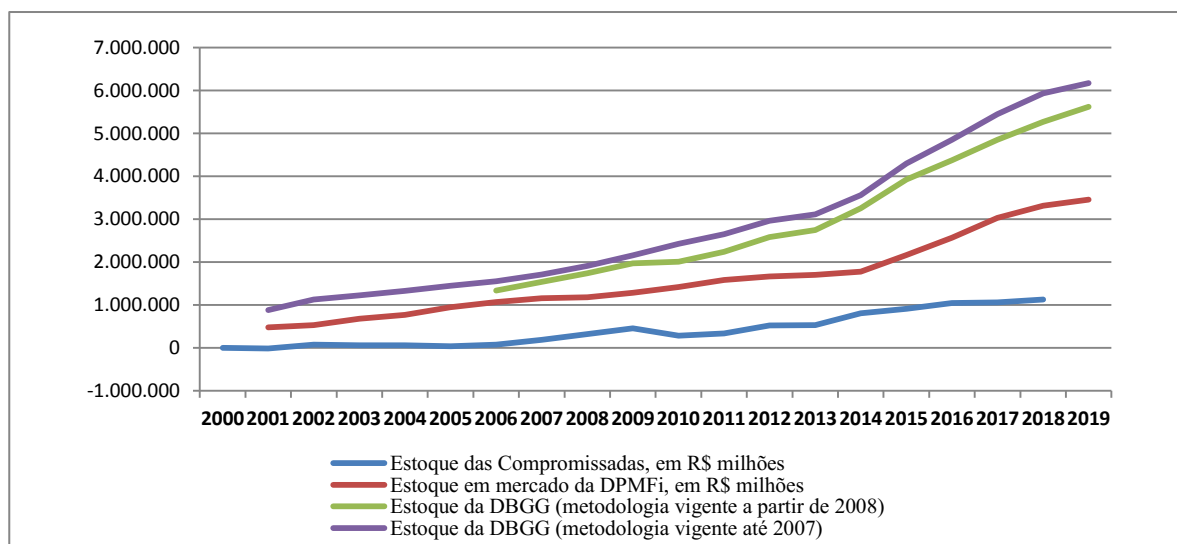
<sup>6</sup>Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Banco Central do Brasil.

<sup>6</sup>Os dados podem ser encontrados na planilha “Evolução da dívida pública – tabelas adicionais” presente em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>.

**Gráfico 4.2 - Determinantes do saldo das operações compromissadas**

Fonte: Corrêa (2019).

**Gráfico 4.3 - Estoque das compromissadas 2000-2018 em R\$ milhões, estoque em mercado da DPMFi 2001-2019 em R\$ milhões, DBGG (metodologia vigente até 2007) (2001-2019) e DBGG (metodologia vigente a partir de 2008) (2006-2019) em R\$ milhões**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Banco Central do Brasil.

Esses dados nos dão uma melhor visualização da expansão das Operações Compromissadas a partir de 2005 e seus principais determinantes, que serão analisados nos próximos itens.

O período que vai de 2004 a 2013 é uma fase de forte liquidez internacional, em que a abertura financeira permite um expressivo aumento das Reservas Internacionais a partir de 2004, o que perdura até 2012. Ao mesmo tempo, como vimos na primeira parte da Monografia, é uma fase de expressiva expansão da Economia brasileira. Ocorria um aumento acelerado das Despesas Primárias, mas, paralelamente, ocorria uma expansão ainda maior das Receitas primárias de forma que, essa fase foi um período de contínuo Resultado primário sendo uma fase de aumento da Conta Única do Tesouro.

Quando vamos analisar os dados relativos ao período 2001-2013, percebe-se que, após ocorrer um movimento de lançamento de novas operações compromissadas em 2002, depois disso, o movimento de lançamento de novas operações cai até 2005.

Ocorre, no entanto, que é importante observar o fato de que a manutenção da liquidez nos níveis req

ueridos pela política de Metas exige que a todo o ano sejam roladas também as compromissadas já lançadas nos anos anteriores. Ou seja, é preciso considerar o estoque acumulado dos anos anteriores acrescido dos novos lançamentos do ano. Ou seja, o estoque de compromissadas vai subindo e esse fato também se reflete no pagamento de juros sobre compromissadas, que também injeta liquidez na economia, que será retirada de mercado, lançando-se novas compromissadas. De qualquer forma, entre 2002 e 2005 há um movimento de expansão de compromissadas, mas ainda relativamente moderado, também graças aos movimentos da Conta Única, que vão no sentido de redução do estoque das compromissadas (Tabela 4.1 e gráficos 4.2 e 4.3) (CORRÊA, 2019).

Paralelamente, entre 2005 e 2013, os valores relativos ao lançamento de novas compromissadas aumentam continuamente e de forma expressiva, principalmente pela expansão das Reservas Internacionais. A conta Títulos também se expande. A isso se soma, ainda, o aumento da conta Juros das Compromissadas que cresce fortemente por conta do aumento do estoque das mesmas. O que se observa é uma explosão desses estoques em virtude desses três fatores, sendo que, em parte, esse movimento explosivo é contra restado pelo crescimento da conta única (graças aos resultados primários positivos), que reduzem a base monetária, gerando uma redução das operações compromissadas.

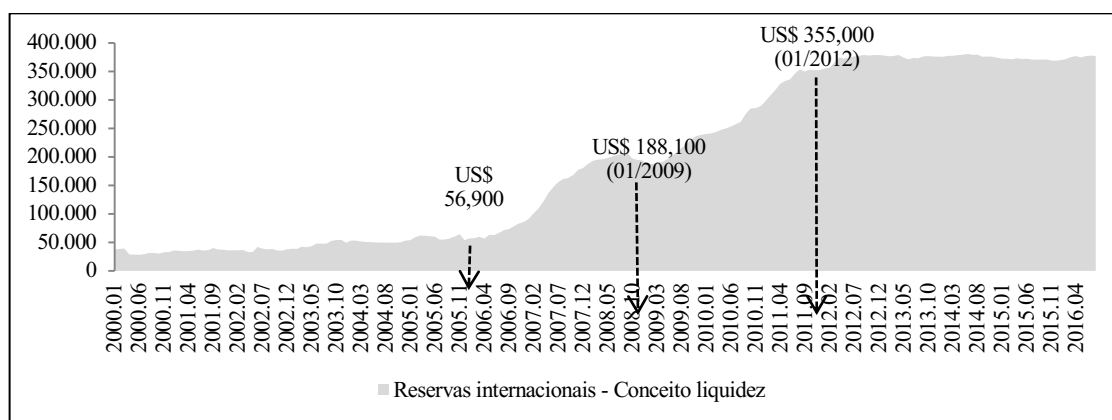
Para se ter ideia da expansão do estoque das Operações Compromissadas, essas passam de R\$ 236.232 milhões em 2005, para R\$ 2.435.415 em 2012. Esse movimento pode ser percebido pelo Gráfico 4.2, que mostra os determinantes do Saldo das Operações compromissadas. É visível a explosão do salto até 2013.

Vejamos então os principais componentes que afetam o Saldo das operações compromissadas, seguindo as indicações de Pellegrini (2017), Bonfim (2017) e Corrêa (2018).

**(i) Política cambial: Reservas Internacionais e operações com *swaps* cambiais**

Em um contexto de forte crescimento das exportações e, especialmente da Conta Financeira, entre 2005 e 2012, o Governo brasileiro adotou uma política cambial de compra de dólares para impedir a excessiva valorização cambial nos períodos de forte entrada de recursos. O câmbio se valorizava, mas parte do dólar ingressante era comprada pelo Banco Central para compor as Reservas Internacionais. Segundo Pellegrini (2017) e Corrêa (2018), entre 2006 e 2012, essa compra de Reservas foi a principal responsável pela emissão de operações compromissadas no período em questão. O efeito expansionista das reservas para este período foi considerável, sendo que o Gráfico 4.4 mostra a evolução das Reservas Internacionais, como também a Tabela 4.2

**Gráfico 4.4 - Reservas internacionais – Conceito liquidez – Brasil – US\$ (milhões)**



Fonte Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

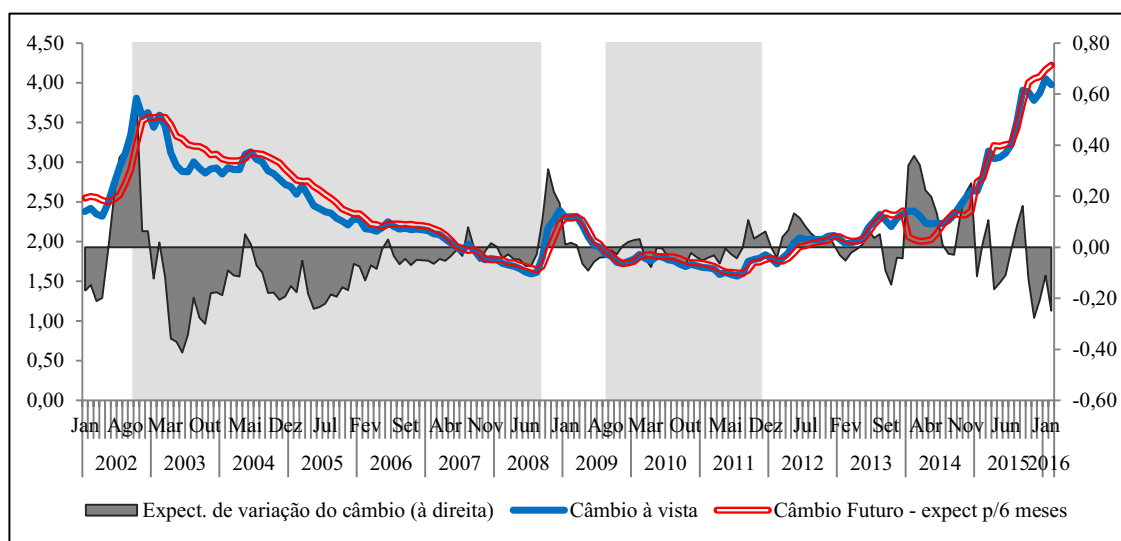
**Tabela 4.2 - Saldo das reservas internacionais**

| Ano      | Saldo das reservas internacionais |             |       | Cotação<br>dólar final<br>de período |
|----------|-----------------------------------|-------------|-------|--------------------------------------|
|          | US\$<br>milhões                   | R\$ milhões | % PIB |                                      |
| 2000     | 33.012                            | 64.525      | 5,4   | 1,955                                |
| 2001     | 35.866                            | 83.195      | 6,3   | 2,320                                |
| 2002     | 37.823                            | 133.610     | 9,0   | 3,533                                |
| 2003     | 49.296                            | 142.387     | 8,3   | 2,888                                |
| 2004     | 52.935                            | 140.468     | 7,2   | 2,654                                |
| 2005     | 53.799                            | 125.884     | 5,8   | 2,340                                |
| 2006     | 85.839                            | 183.455     | 7,6   | 2,137                                |
| 2007     | 180.315                           | 319.248     | 11,7  | 1,771                                |
| 2008     | 206.806                           | 483.140     | 15,5  | 2,336                                |
| 2009     | 239.054                           | 416.050     | 12,5  | 1,740                                |
| 2010     | 288.822                           | 481.004     | 12,4  | 1,665                                |
| 2011     | 352.012                           | 660.058     | 15,1  | 1,875                                |
| 2012     | 373.147                           | 762.303     | 15,8  | 2,043                                |
| 2013     | 375.794                           | 880.109     | 16,5  | 2,342                                |
| 2014     | 374.051                           | 993.329     | 17,2  | 2,656                                |
| 2015     | 368.739                           | 1.439.630   | 24,0  | 3,904                                |
| 2016     | 372.221                           | 1.212.883   | 19,4  | 3,259                                |
| 2017     | 381.972                           | 1.263.334   | 19,3  | 3,307                                |
| 2018 Jun | 382.425                           | 1.474.325   | 22,1  | 3,855                                |
| 2018 Dez | 386.965                           | 1.499.180   | 22,0  | 3,874                                |

Fonte: Banco Central do Brasil.

Paralelamente, o Gráfico 4.5 nos mostra o movimento da taxa de câmbio Spot, indicando a queda contínua do mesmo até a crise de *Subprime* e basicamente até 2012. Esse é o período de forte entrada de capitais no país, contra restado pela atuação do Governo no mercado de câmbio via compra de reservas. Outra questão adicional a ser comentada é a de que a valorização do câmbio só não foi maior entre 2011 e 2012 em virtude da adoção da política de controle da entrada de recursos, graças à imposição de IOF sobre as entradas de Investimentos em carteira e sobre o mercado de derivativos.

**Gráfico 4.5 - Taxa de câmbio *spot*, Expectativa de câmbio para seis meses e Expectativa de variação cambial (cambio R\$/US\$ – dados mensais de 2000 a 2016)**



A partir daí, autores como Pellegrini (2017), Bonfim (2017) e Corrêa (2018) destacam que as reservas internacionais foram relevantes como fator explicativo da evolução das compromissadas e, portanto, da Dívida Pública até 2012. Com a redução do ingresso de recursos a partir de 2013, as operações de títulos públicos da dívida mobiliária operados pelo Tesouro e os Juros passam a dominar a dinâmica das compromissadas.

Corrêa (2019) destaca uma questão adicional: a de que a expansão das Reservas Internacionais é um fator eminentemente financeiro, que não tem nada a ver com o movimento do Resultado Primário para a explicação da evolução da dívida pública. Esse é um fator de expansão das operações compromissadas, que aumentam a dívida bruta do governo geral e que, também geram aumentos do pagamento de juros, que também impactam sobre as operações compromissadas. Ou seja, geram um duplo efeito que impacta sobre o saldo das compromissadas, que, lembremos devem ser roladas a cada ano, caso se queira manter a relação entre Oferta e demanda de reservas nos níveis requeridos pela política de Metas de Inflação.

## **(ii) Operação de Títulos do Tesouro**

Outro fator cuja evolução deve ser tomada em conta para a análise são as operações no mercado primário de títulos públicos da dívida pública mobiliária federal interna. Percebe-se que a partir de 2006 a expansão das operações com títulos para a evolução do estoque de compromissadas vai crescendo. Esse movimento ocorre quando a retirada de títulos da dívida

mobiliária em circulação é maior do que a devida para manter a base monetária. Se, por um lado, no período ocorriam resultados primários (captados pelo movimento da Conta Única), de outro lado o pagamento de juros deveria ser efetuado pelo lançamento de dívida mobiliária, o que não ocorria. Observava-se que o lançamento de títulos eram inferiores à retirada de títulos de mercado, resultando em uma expansão “indevida” de liquidez. Essa liquidez era retirada de mercado, via operações compromissadas. Esse movimento perdurou no interregno 2006-2012, mas se observaram saltos em 2008-2009 para que a Dívida Bruta do Governo Geral se reduzisse, mesmo em período de crise internacional, e 2012 quando também houve uma reversão da entrada de recursos externos, por conta da crise internacional de bancos europeus e da ameaça de que a expansão das taxas de juros dos Estados Unidos voltariam a crescer, como pode ser observado na Tabela 4.1.

Outro fator que magnifica essa questão é a regulação vigente até 2019, de que os superávits do Banco Central podem ser repassados ao Tesouro, gerando um ingresso contábil adicional de recursos, e permitindo que o Tesouro efetue gastos com esses recursos, podendo lançar ainda menos títulos em circulação sobre as retiradas.

Então, por essas atuações, se observa a expansão do peso das operações de títulos públicos, via Tesouro, como um elemento importante para a expansão das Operações Compromissadas, ainda que menos importante que a operação relativa ao Setor Externo, até 2012.

### **(iii) Juros**

Conforme já observamos, os juros que incidem sobre o saldo das compromissadas são outro fator que, mesmo que não atue por intermédio dos efeitos sobre a base monetária, explica o acentuado aumento deste saldo nos últimos anos. O tamanho do pagamento dos juros a cada período depende do nível taxa Selic, que remunera as compromissadas, e também do saldo dessas operações compromissadas, que resulta dos fluxos de operações passadas e dos próprios juros incorporados ao saldo, já que se tratam de juros compostos (juros sobre juros) (PELLEGRINI, 2017). A Tabela 4.2 mostra a evolução dos juros no período 2000-2018, para além dos demais efeitos (expansivos/de retração) sobre as Operações Compromissadas.

Os dados dos juros mostram uma tendência ao aumento, uma vez houve uma elevação expressiva do saldo das compromissadas, ao mesmo tempo em que a taxa Selic não caiu na intensidade que seria necessária para compensar a evolução do saldo (PELLEGRINI, 2017). Segundo Pellegrini (2017), a taxa dos juros em relação ao PIB só caiu no triênio 2010-2012,

devido aos efeitos dos compulsórios sobre as compromissadas nos dois primeiros anos e da queda “forçada” da Selic, em 2012. O que ocorreu foi um forte aumento dos juros devidos em virtude tanto da taxa Selic quanto do saldo.

#### **(iv) Conta Única do Tesouro**

Deve-se destacar ainda um fator fundamental que contribuiu para a contração da base monetária e, por conseguinte, para reduzir o saldo das operações compromissadas: a conta única do Tesouro Nacional. Como dito anteriormente, as receitas da União são depositadas nesta conta, enquanto suas despesas resultam em saque. Dessa forma, em anos de superávit fiscal, em que os depósitos superam os saques, há contração da base monetária (redução das compromissadas), enquanto os anos de déficit levam à expansão (e consequente aumento das compromissadas).

#### **(v) Política Monetária via compulsórios**

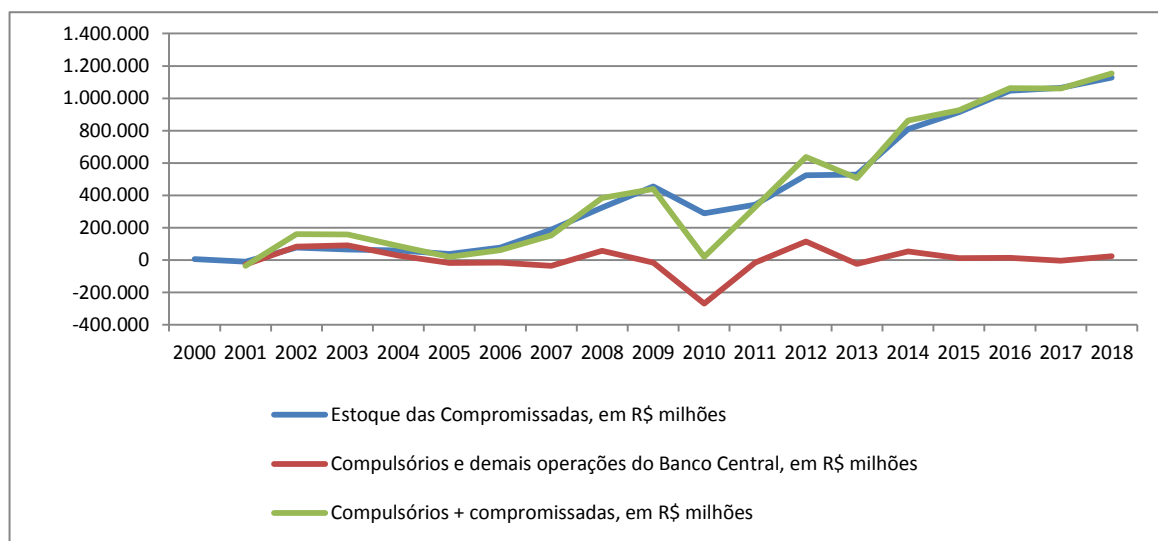
Um fator adicional relativo à expansão das compromissadas, refere-se ao perfil da condução da Política Monetária. Conforme vimos, a principal forma de atuação utilizada foi a de expandir/retrair as Operações Compromissadas para que a relação Oferta X Demanda de Reservas bancárias atingisse o nível requerido pela política de Metas. No entanto, existe outra forma de atuação, que é utilizar a política de compulsórios, que não impacta sobre a Dívida Bruta. Toda a vez que se retira/coloca moeda em circulação pela variação da taxa de compulsórios, isso gera o fato de que os volumes afetados pelas operações de compulsório não precisam ser afetados pelo lançamento/retirada de compromissadas. Os compulsórios “auxiliam” na política monetária.

De fato, segundo Pellegrini (2017), pode-se observar que compromissadas e compulsórios evoluíram em sentidos opostos, sobretudo, em períodos de mudanças mais expressivas nesses depósitos, uma vez que se tratam de instrumentos alternativos ou complementares de política monetária. Ainda de acordo com Pellegrini (2017), em 2009 houve redução dos compulsórios, em virtude da redução das alíquotas ao final de 2008 e início de 2009, como resposta à falta de liquidez originada da crise internacional. Posteriormente, houve uma normalização das alíquotas desses recolhimentos a partir do início de 2010 com a rápida recuperação da economia, mas elas acabaram bem acima do período pré-crise, resultando no forte aumento dos compulsórios no biênio 2010-2011. Recorreu-se à nova redução das alíquotas ao final de 2011, ano em que a economia desacelerou bastante se comparado a 2010, levando a forte redução dos compulsórios em 2012, a se seguiu uma

acomodação em cerca de 5% do PIB, nível do período pré-crise de 2008 (PELLEGRINI, 2017).

Desse modo, como resultado das sucessivas alterações das alíquotas, observa-se que a atuação dos compulsórios como fator determinante das compromissadas foi expressiva em determinados anos (PELLEGRINI, 2017). Nos anos de 2008, 2012 e 2014 os compulsórios expandiram a base monetária em R\$ 57, R\$ 118,7 e R\$ 56,2 bilhões, respectivamente, mas, em 2012, houve uma contração de R\$ 236,9 bilhões (PELLEGRINI, 2017). De 2006 a 2017, apresentou um efeito líquido de contração de R\$ 91,3 bilhões, o que nos leva a concluir que, para este período, os compulsórios não podem ser tomados como fator determinante das compromissadas (PELLEGRINI, 2017). O Gráfico 4.6 nos permite observar o comportamento das compromissadas frente ao papel desempenhado pelos compulsórios na colocação e na retirada de liquidez da economia para o período 2001-2018.

**Gráfico 4.6 - Estoque das compromissadas (2000-2018), Compulsórios e demais operações do Banco Central (2001-2018) e Compulsórios + compromissadas (2001-2018)**

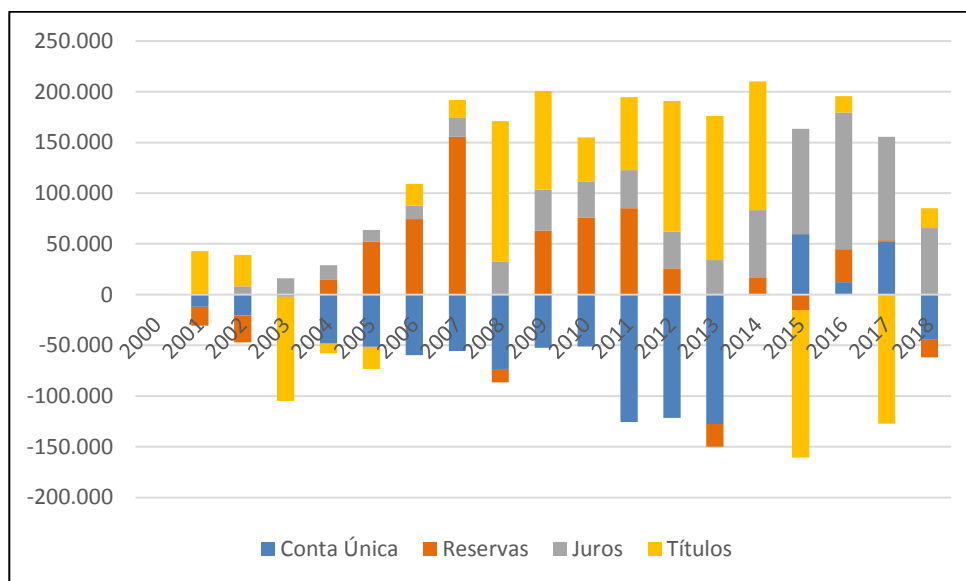


Fonte: Dados do Banco Central do Brasil.

#### 4.3. O período 2013-2019

Nessa fase, apresenta-se uma mudança da dinâmica anterior das operações compromissadas geral de desvalorização do câmbio, a partir da qual o efeito da ação do Setor externo gera efeitos menores sobre o saldo das Operações Compromissadas.

- (a) O movimento do resultado primário muda de sinal.
- (b) O câmbio passa a sofrer um processo mais geral de desvalorização, sendo que as Reservas ficam relativamente estáveis.

**Gráfico 4.7 - Lançamentos de Operações compromissadas a cada ano em R\$ milhões**

Fonte: Corrêa (2018).

Para essa análise é interessante observar o Gráfico 4.7, que nos mostra o movimento dos fatores anuais de lançamentos líquidos de operações compromissadas (não acumulados).

É possível perceber os impactos: (i) da mudança do resultado primário de superávit para déficit; (ii) da mudança da dinâmica cambial (iii) do volume da conta Juros

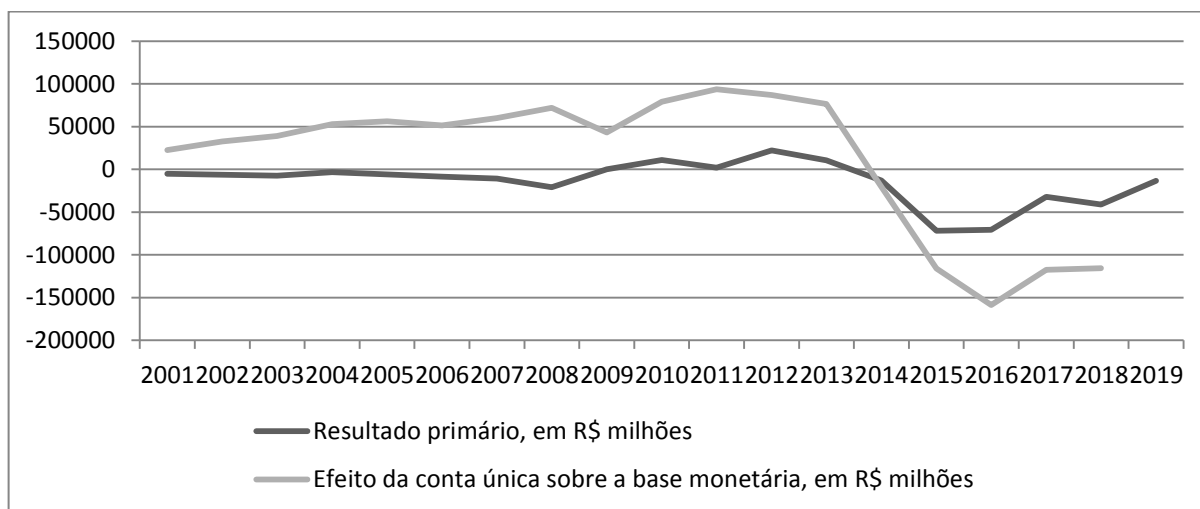
Vejamos esses aspectos.

**(i) A mudança do resultado primário de superávit para déficit.**

A partir do momento em que o Resultado Primário passa a ser negativo, altera-se a dinâmica da Conta Única e da conta Títulos da dívida Mobiliária.

No caso da Conta Única, o déficit primário faz com que a Base Monetária se reduza, gerando, a partir daí, efeitos de expansão do lançamento líquido de Operações compromissadas, a cada ano. Ou seja, o efeito de redução do lançamento de compromissadas provocado pela Conta Única deixa de existir.

**Gráfico 4.8 - Resultado primário (2001-2019) e efeito da conta única sobre a base monetária (2001-2018), em R\$ milhões**



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil.

Paralelamente, muda a dinâmica do lançamento de títulos do Tesouro. Com o déficit primário, o Tesouro Nacional não pode continuar adotando a política de redução da dívida mobiliária por meio dos resgates de títulos superiores aos lançamentos, como fazia antes. No período anterior, as compromissadas faziam o ajuste do excesso de liquidez resultantes. Em 2014 esse comportamento ainda persiste pelo artifício contábil da transferência dos superávits do Banco Central (em momento de desvalorização do câmbio) para o Tesouro, que realiza gastos com esses recursos e continua lançando menos títulos da dívida mobiliária do que resgatando. Esse movimento é fortemente criticado. A partir de 2015, no segundo Governo Dilma, há uma mudança nesse comportamento e o Tesouro passa a lançar mais títulos da dívida mobiliária, à medida que o déficit primário se aprofunda, sendo que essa cresce a partir daí, medida em R\$ milhões. Quando medida em termos da relação Dívida Mobiliária/PIB o crescimento é ainda mais expressivo, pela queda do PIB. Paralelamente, caem as operações compromissadas com relação a esse fator, pois a colocação de títulos em níveis superiores à retirada geram um efeito de redução da Base Monetária e de redução do efeito desse fator sobre compromissadas (CORRÊA, 2019). Essa dinâmica só pode ser percebida se analisamos o movimento do lançamento líquido de compromissadas e não o estoque, como comumente se observa. Na verdade, nessa fase, a conta títulos reduz sua pressão sobre as compromissadas, enquanto que paralelamente a pressão sobre a dívida mobiliária aumenta.

## **(ii) A mudança da dinâmica cambial**

A partir de 2013 a dinâmica do mercado de câmbio passa a indicar um processo de desvalorização. Isso se deve à sinalização por parte da política monetária estadunidense de um aumento da taxa de juros, provocando volatilidade dos capitais (que na verdade se trata de um movimento geral que se observa para os países periféricos), bem como à queda dos preços das commodities a partir de 2014 e ao baixo nível da demanda mundial em virtude da lenta recuperação do comércio mundial que se verifica após a crise e que acaba perdurando até 2019.

Devem-se também considerar as operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central como outro fator associado ao mercado externo que atuou de forma moderada para expandir a base monetária. Seus efeitos concentram-se temporalmente no biênio 2015-2016, sendo que, no primeiro ano, serviu para expandir a base monetária, na medida em que foram usadas expressivas operações de swaps para proteção contra a desvalorização cambial em 2015, que resultaram em forte pagamento de juros, que expandiram a Base Monetária e gerarem efeitos sobre o lançamento de operações compromissadas. Em 2016 esse movimento foi o inverso, mas já havia causado um efeito extremamente negativo no ano anterior em termos do salto da dívida pública que foi, indevidamente, relacionado ao déficit primário.

O que se observa é que o Banco Central teve de pagar ao mercado R\$ 107 bilhões no ano de 2015, sendo que em 2016, com a sequência inversa, recebeu R\$ 75,6 bilhões.

Para Pellegrini (2017), o resultado líquido dos dois anos foi pequeno, apresentando um efeito acumulado líquido final de R\$ 27,9 bilhões, pouco relevante se comparado ao efeito de outros fatores, por isso não deveria ser destacado. Contrariamente, Corrêa (2018) indica que esse é um dado importante para destacar como um fator financeiro que gera impactos expressivos sobre a Dívida Bruta, geralmente não destacado pelos analistas, sendo que o nível desse impacto gera, paralelamente, a indicação de analistas de mercado para o corte de gastos primários. Note-se que as operações com swaps cambiais em 2015 geraram uma expansão da Dívida Bruta tão forte que seu nível foi superior ao resultado primário negativo observado no ano, justamente quando os déficits primários começaram a se apresentar. O saldo da dívida bruta foi aí utilizado para indicar o descontrole das contas públicas e para reforçar a ideia de que os Gastos Primários deveriam ser profundamente cortados. Ou seja, esse fator financeiro da expansão da dívida foi desconsiderado, o que se juntou à desconsideração de que a relação DBGG/PIB também havia crescido por uma queda abrupta das Receitas e não por uma

explosão de despesas. Esses dados mostram o potencial perigo da **política cambial via swaps** para a expansão da dívida pública em momentos de desvalorização do câmbio.

De qualquer forma, o que observamos é que o movimento principal do período foi o de manutenção do nível das reservas e de redução da pressão da política cambial sobre as operações compromissadas.

**(iii) O movimento da Conta juros**

Nessa última fase, o principal fator de expansão das operações compromissadas passa a ser o da conta juros. Isso por que os estoques das operações compromissadas passam a ser mais altos. Paralelamente a cada ano o peso dos próprios juros sobre o lançamento líquido de operações compromissadas sobe gerando efeitos expansivos explosivos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Observa-se, pois, que o aumento abrupto do endividamento brasileiro a partir de 2014 se deu, em grande parte, por causa da redução do nível da renda e, consequentemente, da arrecadação, atrelada ao nível de crescimento da economia. Tal quadro é verificado uma vez que se passa por um período de crise, relacionado tanto a fatores externos, sobretudo os efeitos da Crise de *Subprime*, quanto internos, que dizem respeito às decisões de política econômica. Verifica-se a passagem de um regime de crescimento econômico com maior intervenção do Estado para aquele que, em seu diagnóstico, atribui a causa da situação a um excesso de gastos públicos e indica como solução a execução de cortes desses gastos, as denominadas políticas de austeridade.

Entretanto, como este trabalho buscou demonstrar, além do aumento da dívida pública brasileira estar associado a uma redução da renda em virtude da desaceleração econômica, e, portanto, não a um excesso de gastos, outro fator importante para sua explicação diz respeito à política monetária e à política cambial, isto é, ao regime macroeconômico seguido pelo governo (“fatores financeiros”). Tais políticas, em grande parte, derivam da base de medidas adotadas quando da implantação do Real, conhecidas por tripé macroeconômico e que se baseiam no regime de câmbio flutuante, metas de inflação (partindo do diagnóstico de inflação provocada por excesso de demanda) e metas de superávit primário. Além disso, deve-se apontar, como fatores outros que impactam a dívida pública, a abertura financeira e o perfil institucional do mercado financeiro nacional e de negociação dos títulos da dívida pública. Isso nos leva a pensar na existência de fatores explicativos da dívida pública para além do resultado primário, sobretudo porque este apresentou resultados superavitários entre 2004 e 2013, explicados pelo fluxo de receitas, que cresceu mais do que o fluxo de despesas correntes.

O controle da liquidez, apontado como necessário para se atingir o nível de inflação indicado como ideal, acaba por gerar dívida quando entram em circulação os títulos como garantia das operações compromissadas, cuja participação enquanto instrumento de política monetária vem atingindo uma proporção considerável ao longo dos últimos anos. Esse aumento de participação se deve, em grande parte, à aceitação por parte do mercado de tal mecanismo, uma vez que se configura enquanto operações de curtíssimo prazo, em que a autoridade monetária ainda assume compromisso de recompra ou revenda dos títulos, remunerando-os à taxa Selic.

Outro aspecto que merece ser ressaltado é a incorporação de regras à Constituição e criação de outros dispositivos que se inserem na lógica do discurso de redução do papel do Estado para que se alcancem as metas tidas como necessárias para solução dos problemas da economia brasileira. Ao se institucionalizar essas políticas, por meio do sancionamento de leis, pretende-se conferir-lhes um caráter de obrigatoriedade, acabando por estender sua aplicação independentemente dos governos que se sucedem e das situações concretas da economia que se manifestam.

A defesa dessas políticas centra-se, como exposto, na ideia de necessidade dos ajustes para que se crie um ambiente de confiabilidade para o ambiente privado. Porém, como pode ser verificado, o comportamento dos mercados de capitais assumem um caráter pró-cíclico, de forma que, não importa o quanto as reformas avancem, o capital, em períodos de crise, parte em direção aos ativos que apresentam maior liquidez. Ademais, a adoção de tais políticas não se revela suficiente para a retomada do crescimento econômico e da renda uma vez que não se mostram capazes de conferir estímulos suficientes ao investimento privado diante de um cenário de demanda em níveis baixos e de esfacelamento da renda.

Além disso, tais políticas acabam por inibir a ação de motores da demanda agregada, como o investimento público, que é necessário, como apontado anteriormente, para alavancar a retomada do crescimento econômico em períodos de crise. As metas estabelecidas são apontadas como as necessárias para o bom funcionamento da economia. Entretanto, os esforços exigidos para que se alcancem os números acabam por comprometer o bem-estar da sociedade, à medida que se baseiam na retirada de direitos dos cidadãos, na precarização das relações de trabalho, no comprometimento da disponibilidade de serviços públicos como saúde e educação e em impactos sobre a própria demanda agregada, como já foi dito, afetando também dessa forma a sociedade.

A fragilização da economia com a adoção dessas políticas pode acabar por comprometer, ao fim e ao cabo, a própria gestão da dívida pública. Além disso, nesse sentido, deve-se mais uma vez mencionar que a autoridade monetária, quando tentou melhorar o perfil da dívida bruta brasileira, enfrentou resistências perante os agentes financeiros, de forma que suas ações não conseguiram se efetivar. Disso se depreende também que, apesar das políticas de ajuste se colocarem como medidas meramente técnicas, elas atendem, em grande parte, aos interesses de determinados grupos econômicos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AZEVEDO, R. Política Monetária e Dívida Pública: Um debate além do curto prazo. Banco Central do Brasil. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (Evolução da dívida pública – tabelas adicionais). Disponível: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acessado em 14/10/2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (Tabelas especiais). Disponível: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acessado em 14/10/2019.

BONFIM, V. O. F. A demanda por operações compromissadas do BCB como substitutas quase-perfeitas ou em preferência aos títulos públicos. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 2017.

CARVALHO et al. Economia monetária e financeira: teoria e política. Rio de Janeiro. Elsevier. 2007.

CORRÊA, V. P. Evolução da Dívida pública e o movimento das operações compromissadas: o peso do “lado financeiro” da dívida. 2018.

CORRÊA, V. P.; DOS SANTOS, C. H. Modelo de crescimento brasileiro e mudança estrutural – avanços e limites, in CORRÊA, V. P(org), Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro, São Paulo - Ed. Fundação Perceu Abramo. 2013.

DOS SANTOS, C. H. Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012, in in CORRÊA, V. P(org), Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro, São Paulo - Ed. Fundação Perceu Abramo. 2013.

GONÇALVES, R. C. Regime de Superávit Primário no Brasil: teoria, institucionalidade e prociclicidade. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 2017.

IFI (Instituição Fiscal Independente). Relatório de Acompanhamento Fiscal. Tópico Especial: Regras Fiscais no Brasil. Janeiro de 2018.

MIGUEZ, T. Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo na Economia Brasileira 2000-2013: Uma Análise Multissetorial a partir das Matrizes de Absorção de Investimento (MAIs). Tese de doutorado apresentada junto ao IE UFRJ. 2016.

ORAIR, R. O. Desonerações em Alta com Rigidez da Carga Tributária: O que Explica o Paradoxo do Decênio 2005-2014? Texto para Discussão. IPEA. Rio de Janeiro. Agosto. 2015.

ORAIR, R. O. Investimento Público no Brasil: Trajetória e Relações com o Regime Fiscal. Texto para Discussão. IPEA. Rio de Janeiro. Julho. 2016.

PELLEGRINI, J.A. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL IFI (instituição fiscal independente) Estudos Especiais número 3. 2017.

PELLEGRINI, J.A. Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais in IFI Nota Técnica, número 20. 2018.

PINKUSFELD, C. B. Brazil's Economy: Recent Trends and Perspectives. Texto para Discussão. UFRJ. 015. 2019.

RUGITSKY, F. (2017) The rise and fall of the Brazilian Economy (2004-2015): the economic anti miracle. FEA-USP working paper series 2017-2.

SALTO, F. O desafio fiscal brasileiro. Instituição Fiscal Independente. Senado Federal. São Paulo. Junho. 2019.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Aggregate Demand and the Slowdown of Brazilian Economic Growth from 2011-2014. Center for Economic and Policy Research (CPR), agosto. 2015. Disponível:  
file:///E:/ /GT%20macro/modelo%20de%20crescimento/SERRANO%20E%20SUMMA%20DEMANDA%202011-2014.pdf.

SERRANO F.; SUMMA, R. 2018. Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. Novos Estudos - CEBRAP 37(2):175-189. Agosto.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011) Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. Anais do IV encontro da associação Keynesiana Brasileira, 2011.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2012). “A Desaceleração Rudimentar da Economia Brasileira desde 2011”. Texto para discussão IE/UFRJ.

STN (Secretaria do Tesouro Nacional). Relatório Anual do Tesouro Nacional. Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. 2019.