

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Operações compromissadas e dívida pública brasileira: um
panorama geral (2007-2022)**

Isadora Pinto Linhares de Assis

Mariana – MG

2024

Isadora Pinto Linhares de Assis

**Operações compromissadas e dívida pública brasileira: um
panorama geral (2007-2022)**

Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto
como parte dos requisitos para a obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Econômicas. Orientador(a): Profa.
Dra. Fernanda Faria Silva

Mariana
DEECO/ICSA/UFOP
2024

SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

A848o Assis, Isadora Pinto Linhares De.
Operações compromissadas e dívida pública brasileira [manuscrito]:
um panorama geral (2007-2022). / Isadora Pinto Linhares De Assis. -
2024.
81 f.

Orientadora: Profa. Dra. Fernanda Faria Silva.
Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto.
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Ciências
Econômicas .

1. Dívida pública - Brasil. 2. Investimentos - Análise. 3. Política
monetária - Brasil. 4. Política tributária - Brasil. I. Silva, Fernanda Faria. II.
Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU 336.27

Bibliotecário(a) Responsável: Essevalter De Sousa - Bibliotecário Coordenador
CBICSA/SISBIN/UFOP-CRB6a1407



FOLHA DE APROVAÇÃO

Isadora Pinto Linhares de Assis

"Operações compromissadas e dívida pública brasileira: um panorama geral (2007-2022)"

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Aprovada em 24 de Janeiro de 2024.

Membros da banca

Prof^ª. Dra Fernanda Faria Silva (Departamento de Ciências Econômicas / DEECO-UFOP)

Prof^ª. Me Stela Rodrigues Lopes Gomes (Departamento de Ciências Econômicas / DEECO-UFOP)

Me Alexandre de Queiroz Stein (Doutorando em Economia - Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG)

Fernanda Faria Silva, orientadora do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 20/02/2024.



Documento assinado eletronicamente por **Fernanda Faria Silva, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 24/01/2024, às 11:46, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Stela Rodrigues Lopes Gomes, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 24/01/2024, às 12:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0657215** e o código CRC **9DB5CAF3**.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar profunda gratidão à minha família, pilar fundamental ao longo desta jornada acadêmica. À minha mãe, Carla Araújo, meu pai, Dúlio Linhares, aos meus avós Margarida Linhares, Erodites Lage (in memoriam), Maria das Graças Araújo e Afonso Celso Pinto cujo apoio incondicional, investimento de tempo e recursos, que sempre me motivaram a estudar e a desejar grandes realizações, além da transmissão dos melhores valores que eu poderia carregar.

As minhas irmãs, Raquel, Tamires e Marina, que sempre estiveram ao meu lado, proporcionando momentos e risadas que iluminaram minha vida e contribuíram para minha formação como indivíduo. Às minhas tias, verdadeiras segundas mães, pelo constante carinho e atenção, auxiliando em todos os aspectos possíveis e além. Aos primos, pela melhor companhia em todos os momentos, compartilhando memórias, conversas enriquecedoras e conselhos valiosos.

À República Virada pra Lua, suas moradoras e ex-alunas, melhor lar que eu poderia achar, expressei minha gratidão pela convivência repleta de aprendizado, carinho, companheirismo e diversão, onde cultivei um amor que levo comigo para sempre.

A todos amigos que fiz na UFOP, em especial a Raphael, agradeço por todo o aprendizado compartilhado, pelas risadas nas horas vagas, tornando essa jornada mais leve e alegre.

Expressei minha gratidão aos professores da UFOP pelo ensino de qualidade e pelos conselhos acadêmicos e profissionais. Em particular, agradeço à professora Fernanda Faria por seu papel crucial no meu desenvolvimento acadêmico, pela paciência e cuidado na elaboração deste trabalho. Tenho imensa admiração e carinho por sua dedicação e esforço para me orientar.

E de antemão a banca examinadora, Profa. Stela Gomes (DEECO) e Alexandre Stein (Doutorando CEDEPLAR), pelas participações e avaliação.

RESUMO

Este estudo investiga o endividamento público brasileiro, especialmente o aumento da participação das operações compromissadas, considerando a importância dessas operações como componente significativo da Dívida Pública. A análise abrange o período de 2007 a 2022, marcado por mudanças legislativas na relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional, juntamente com um substancial aumento nos *swaps* cambiais, reservas cambiais e nos juros incidentes nas operações compromissadas, utilizadas para a gestão de liquidez em diferentes momentos. Inicialmente, abordamos o funcionamento dessas operações no sistema monetário e suas implicações com as operações compromissadas. Em seguida, exploramos a dinâmica dessas operações na relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, considerando seu impacto no resultado fiscal. Posteriormente, analisamos os diversos fatores que contribuíram para o notável aumento do saldo das operações compromissadas a partir de 2007. Com base nessa análise, percebemos que o incremento das operações compromissadas foi influenciado por fatores cruciais na interação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, sugerindo uma potencial transformação na dinâmica dessa relação. Enfatiza a utilização dessas operações como instrumento de política monetária para gerenciar os níveis de liquidez na economia, revelando desafios na relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. A implementação da lei nº 13.820/2019, que viabilizou a criação da Reserva de Resultados pelo BCB, contribuiu para reduzir o fluxo de caixa entre Banco Central do Brasil e Tesouro Nacional. Adicionalmente, o estudo destaca as elevadas taxas de juros como elementos cruciais das operações compromissadas. A consideração de depósitos compulsórios representa uma forma de complementação às operações compromissadas.

Palavras-Chave: Operações Compromissadas, Dívida Pública, Política Monetária e Política Fiscal.

ABSTRACT

This study investigates Brazilian public debt, especially the increase in the share of repo operations, considering the importance of these operations as a significant component of Public Debt. The analysis covers the period from 2007 to 2022, marked by legislative changes in the relationship between the Central Bank of Brazil and the National Treasury, together with a substantial increase in foreign exchange swaps, foreign exchange reserves and interest on repo operations, used for management liquidity at different times. Initially, we address the functioning of these operations in the monetary system and their implications for repo operations. Next, we explore the dynamics of these operations in the relationship between the Central Bank and the National Treasury, considering their impact on the fiscal result. Subsequently, we analyzed the various factors that contributed to the notable increase in the balance of repo operations from 2007 onwards. Based on this analysis, we realized that the increase in repo operations was influenced by crucial factors in the interaction between the Central Bank and the National Treasury, suggesting a potential transformation in the dynamics of this relationship. It emphasizes the massive use of these operations as a monetary policy instrument to manage liquidity levels in the economy during the period from 2007 to 2022, revealing challenges in the relationship between the Central Bank and the National Treasury in terms of the trade off between the fine adjustment of liquidity monetary policy versus fiscal issues. It was verified that the implementation of law nº 13,820/2019, which enabled the creation of the Results Reserve by the BCB, contributed to reducing the cash flow between the Central Bank of Brazil and the National Treasury. Additionally, this study highlights that high interest rates were crucial elements for the repo operations scenario. The findings from the literature review reinforce that the consideration of expanding the alternative use of compulsory deposits may represent a form of complementation to repo operations, with less impact on the fiscal side.

Keywords: Repurchase Operations, Public Debt, Monetary Policy and Fiscal Policy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Segmentação da Dívida Pública, segundo o Banco Central

Figura 2: Política Cambial x Política Monetária x Política Fiscal

Gráfico 1: Resultados do Banco Central (R\$ Bilhões)

Gráfico 2: Estoques da DBGG, segundo a metodologia utilizada pelo BCB (% PIB)

Gráfico 3: Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas.

Tabela 1: Composição da Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)

Quadro 1: Estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG

Quadro 2: Balancete simplificado do Banco Central

Quadro 3: Lucros do Banco Central e Governo

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACCP – Adicional de Conservação de Capital Principal
AM – Autoridade Monetária
BCB – Banco Central do Brasil
BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento
BRL – Unidade monetária brasileira
BM&F Bovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CMN – Conselho Monetário Nacional
COPOM – Comitê de Política Monetária
COVID – Corona Virus Disease
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral
DI – Depósitos Interfinanceiros
DLGG – Dívida Líquida do Governo Geral
DLSP – Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro
DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal interna
DR – Demais Recursos
EE – Empréstimos do exterior
esp – empréstimos pro setor privado
EUA – Estados Unidos da América
FMI – Fundo Monetário Internacional
GFSM – Manual de Estatísticas de Finanças do Governo
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFC – International Finance Corporation IFC
IFI – Instituição Fiscal Independente
Incrá – Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária
IOF – Imposto sobre Operações Financeiras
IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LFT – Letras Financeiras do Tesouro
LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal
MF – Ministério da Fazenda

MP – Medida Provisória
NCM – Novo Consenso Macroeconômico
NTN-B – Notas do Tesouro Nacional Série B
NTN-F – Nota do Tesouro Nacional série F
OMS – Organização Mundial da Saúde
PAF – Plano Anual de Financiamento
PEC – Proposta de Emenda à Constituição
PIB – Produto Interno Bruto
PL – Patrimônio Líquido
PM – Papel-moeda emitido
QE – quantitative easing
RB – Reservas Bancárias
RI – Reservas Internacionais
RMI – Regime de Metas de Inflação
TN – Tesouro Nacional
Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN – Sistema Financeiro Nacional
Sumoc – Superintendência da Moeda e do Crédito
TQM – Teoria Quantitativa da Moeda
USD – United States Dollar

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS: INSTRUMENTOS DE POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA.	13
1.1. O que são Operações Compromissadas e seu papel na política monetária.....	14
1.2. Relação das operações compromissadas e a Política Fiscal.....	16
1.3. Relação entre resultados do BCB e o resultado fiscal.....	20
1.4. Relação da Dívida Pública com as Operações Compromissadas.....	22
1.5. Reservas cambiais, operações do setor externo e de <i>swap</i> cambial.....	28
2 RELAÇÃO ENTRE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E A POLÍTICA MONETÁRIA.	31
2.1. Os instrumentos de Política Monetária.....;	31
2.2. Operações Compromissadas como instrumento de Política Monetária.....	36
2.2.1. A Taxa de juros como instrumento de Política Monetária.....;	39
2.3. O resultado do Banco Central.....	45
3 ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE A RELAÇÃO ENTRE COMPROMISSADAS E A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA.	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS	68
REFERÊNCIAS	69
ANEXOS	78

INTRODUÇÃO

A gestão da política econômica, em especial das políticas monetária e da dívida pública, desempenha um papel crucial na estabilidade e no desenvolvimento de uma economia nacional. Configura-se como uma interseção entre o mercado monetário, o mercado de títulos e da dívida pública, a gestão e operacionalização das políticas monetária, fiscal e cambial. Embora relacionados, estes mercados apresentam dinâmicas distintas, orientadas por interesses específicos.

Como Dornelas (2019) detalhou, enquanto autoridade monetária, o Banco Central atua implementando sua política monetária no mercado para controlar a liquidez da economia, seu objetivo principal é alcançar a estabilidade da taxa de juros de curto prazo ou controlar os agregados monetários. Para isso, ele pode utilizar de instrumentos como recolhimento compulsório, redesconto, operações de mercado aberto (*open-market*) além de outros instrumentos que são menos convencionais.

Esse tipo de instrumento utilizado pelo BC se encaixa na Dívida Pública Federal (DPF) como mobiliária, pois essa ocorre por emissão de título público, já que a DPF é classificada de acordo com o instrumento usado para a captação de recursos¹. Atualmente, toda DPF do mercado nacional é mobiliária, sendo por esse motivo definida como Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) (TN, 2024).

No contexto brasileiro, a política monetária conduzida pelo Banco Central do Brasil (BCB), adota o Regime de Metas de Inflação (RMI) desde 1999, no âmbito do chamado “tripé macroeconômico” (ABREU, 2014)². Essencialmente, o governo estabelece a meta para a taxa de inflação, sendo o Comitê de Política Monetária (COPOM) responsável por determinar a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) para atingir esse objetivo. Com a meta da Selic definida, o Banco Central utiliza principalmente operações de mercado aberto para efetivamente buscar essa taxa de juros (GOMES, 2022). Segundo Pellegrini (2017), as operações compromissadas emergem como o principal instrumento utilizado pelo BCB para operacionalizar essa política, envolvendo tomadas ou ofertas de reservas bancárias lastreadas em títulos públicos federais.

¹ Sendo possível a dívida ser classificada como contratual, quando são firmados contratos principalmente com organismos multilaterais (TN, 2024).

² O tripé macroeconômico configura-se pela exigência de geração de superávit primário; regime de metas de inflação e câmbio flutuante. Para mais informações sobre a sua implementação, o contexto econômico e características, ver Abreu (2014), capítulos 15 e 16.

A elevação da liquidez na economia brasileira a partir de 2006 foi acompanhada do crescimento das operações compromissadas. Embora associado ao acúmulo de reservas internacionais, o aumento dessas operações transcende tal explicação, envolvendo fatores internos e aspectos institucionais (BARBOSA, 2022). Outra importante mudança foi que a partir de 2008, a metodologia contábil da dívida pública passou a considerar apenas as obrigações relacionadas às operações compromissadas na apuração da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Segundo Nascimento (2017), a metodologia anterior à metodologia de 2008, é a metodologia considerada como adequada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), sendo considerado todos os títulos de dívida emitido pelo TN, diferentemente da metodologia pós 2008.

Conforme Lacerda (2022), embora as operações compromissadas sejam um instrumento de implementação da política monetária, sua realização envolve o uso de títulos públicos, levando a uma alteração no tamanho da dívida pública. Conforme destacado por Souza (2020), desde 2006, as operações compromissadas, um instrumento de política monetária, têm registrado um expressivo aumento em seus saldos. No final de 2016, esse componente alcançou aproximadamente R\$1,010 trilhão, correspondendo a 16,71% do Produto Interno Bruto (PIB) e a 23,92% da dívida bruta. Vale ressaltar que esses números não são frequentemente observados em contextos internacionais.

Portanto, este estudo visa realizar uma revisão literária abrangente sobre os impactos monetários e fiscais das operações compromissadas no período de 2007 a 2022. A análise se centraliza nas operações compromissadas enquanto instrumento de política monetária, explorando, em seguida, a interação entre as políticas monetária e fiscal. Por fim, examina-se o impacto específico das operações compromissadas na política fiscal, considerando o aspecto da dívida pública.

A escolha deste tema também deve-se:

- 1) ao impacto que as compromissadas têm nas reservas internacionais;
- 2) ao fato de que as transações envolvendo títulos públicos no mercado primário desempenharam um papel significativo no aumento das compromissadas para o enxugamento da liquidez.

Segundo Barbosa (2022) no período de 2005 a 2012, as operações compromissadas cresceram mais de duas vezes em relação às reservas internacionais³. Já decorrentemente, esse

³ De acordo com Barbosa (2022), as reservas internacionais aumentaram de 9% para 24,8% do PIB entre 2002 e 2020, enquanto as compromissadas passaram de 5,2% para 16,6% do PIB. Apesar da estabilidade do saldo das reservas em Dólar desde 2012, seu valor em Real aumentou devido à depreciação cambial em 2011, especialmente em 2015 e 2020.

papel foi desempenhado pelos encargos relacionados aos compromissos financeiros em si. Em uma fase subsequente de expansão das operações compromissadas, os juros associados a essas mesmas operações passaram a ter uma influência mais significativa. Segundo Barbosa (2022), ao longo de todo o período, destaca-se que a relação em constante crescimento entre o estoque de compromissadas e os juros pagos nessas operações é o principal fator determinante do notável montante de operações compromissadas no Brasil.

Partindo dessa contextualização, o objetivo desta monografia é entender e identificar como tem evoluído o mercado das operações compromissadas no Brasil, no período de 2007 a 2022. Levando em consideração o papel do BCB na política monetária e o perfil da política monetária ancorada no Sistema de Metas de Inflação, além da consolidação da relação do BCB com o Tesouro Nacional (TN) após a lei 13.820/2019.

A hipótese central deste estudo sugere que a expressiva elevação das operações compromissadas como instrumento de política monetária pode ser atribuída a dois momentos distintos. Inicialmente, esse aumento está vinculado ao acréscimo nas reservas e *swaps* cambiais. Posteriormente, em uma segunda fase, evidencia-se a relevância do impacto dos juros incidentes sobre essas operações. Sustenta-se a hipótese de que essa evolução exerceu uma influência destacada na dinâmica da dívida pública brasileira, gerando, assim, impactos significativos na condução da política fiscal.

Para tanto, esta monografia foi dividida em 3 partes, além desta introdução. O primeiro capítulo oferece uma compreensão abrangente dessas operações, desde sua natureza até seu funcionamento no sistema monetário. Abordamos a interconexão entre operações compromissadas, reservas cambiais, operações do setor externo e *swaps* cambiais, como também o funcionamento das operações com títulos públicos e sua reverberação no resultado fiscal, estabelecendo uma relação entre as operações e a dívida pública brasileira.

No segundo capítulo, direciona-se a atenção à intrínseca relação entre operações compromissadas e a política monetária. Explorando os Instrumentos de Política Monetária, evidencia-se seu papel primordial. Ao analisar o papel dessas operações na regulação da liquidez, integra-se à política monetária mais ampla. A análise é aprofundada ao considerar a Taxa de Juros como Instrumento de Política Monetária, avaliando-se seu impacto nas variáveis macroeconômicas e mantendo o equilíbrio na economia. Investigam-se as implicações das Políticas Monetárias, destacando o papel do Banco Central e sua relação com outros bancos centrais mundiais.

O terceiro capítulo, destinado à análise empírica, se desdobra na investigação das razões subjacentes ao expressivo crescimento das operações compromissadas. Este exame se aprofunda nas relações econômicas e políticas que contribuíram para esse fenômeno, oferecendo uma análise comparativa com o crescimento da dívida bruta do governo geral. A abordagem detalhada proporciona uma compreensão mais ampla do contexto em que as operações compromissadas se expandiram, enriquecendo a compreensão das dinâmicas que moldaram esse aspecto específico da economia brasileira.

CAPÍTULO 1:

AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS: INSTRUMENTOS DE POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA.

Desde o início dos anos 2000, as operações compromissadas têm ascendido como um instrumento proeminente de política monetária no Brasil. No entanto, é crucial reconhecer que esse instrumento exerce impacto significativo não apenas no âmbito monetário, mas também repercute no cenário fiscal da economia. Diante desse panorama, o objetivo primordial deste capítulo é apresentar e elucidar o papel desempenhado pelas operações compromissadas nas políticas monetária e fiscal.

Para atingir esse propósito, o capítulo está meticulosamente estruturado em cinco seções distintas. Na primeira seção, é apresentada uma explanação abrangente sobre a natureza das operações compromissadas e seu funcionamento no sistema monetário. A segunda seção aborda a interconexão entre as operações compromissadas, as reservas cambiais, operações do setor externo e os *swaps* cambiais. A terceira seção detalha o funcionamento das operações com títulos públicos, destacando como essas operações reverberam no resultado fiscal.

A quarta seção estabelece a relação entre a dívida pública e as operações compromissadas, delineando as mudanças legislativas que impactaram a interação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Neste contexto, é apresentado também a estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral e como as operações compromissadas se integram a esse cenário complexo.

Na quinta e última seção, é examinado minuciosamente o comportamento das operações compromissadas no contexto da política fiscal. Isso inclui a avaliação de seu relacionamento cambial, a análise de seu impacto e influência, proporcionando uma

compreensão abrangente de como essas operações se articulam e contribuem para o panorama fiscal.

1.1. O que são Operações Compromissadas e seu papel na Política Monetária

Conforme definido no *site* institucional do Banco Central do Brasil (BCB)⁴, a política monetária tem como objetivo fundamental manter o controle da inflação ao redor da meta, sendo o BCB responsável por sua implementação. O BCB faz parte do Sistema Financeiro Nacional (SFN), que é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira. Por meio do sistema financeiro, as pessoas, as empresas e o governo realizam a maior parte de suas transações financeiras, pagam dívidas e efetuam investimentos, como explicado no site do Banco Central do Brasil. O SFN é organizado por agentes normativos, supervisores e operadores, os quais estabelecem regras gerais para o bom funcionamento do sistema.

No Brasil, a política monetária adotada pelo Banco Central do Brasil é o RMI. Amplamente discutido na literatura econômica, este regime foi introduzido no Brasil em 1999, como já salientado (ABREU, 2014). Como Lacerda (2022) explica, operacionalmente, o BCB fixa a meta da taxa Selic, a taxa de juros básica da economia, e a taxa efetiva depende das condições de liquidez do mercado monetário. Para cumprir seu objetivo operacional, qual seja, a meta Selic anunciada, o BCB regula a disponibilidade e o custo das reservas bancárias. Pellegrini (2017) explica que as operações compromissadas são o principal instrumento para perseguir a tarefa de modo que a Selic atinja a sua meta. Mas, o que são as operações compromissadas?

De acordo com o Glossário do Banco Central do Brasil as operações compromissadas consistem na aquisição, ou alienação, de títulos, com a garantia de recompra, ou revenda, desses mesmos títulos em uma data subsequente, que pode ser anterior ou coincidir com a data de vencimento dos títulos. De modo geral, elas são operações de tomada (demanda) ou oferta de reservas bancárias lastreadas em títulos públicos federais. A tomada de recursos feita pelo Banco Central absorve liquidez do sistema bancário enquanto a oferta de recursos injeta reservas no sistema (Lacerda, 2022).

Lacerda (2022) reflete que, a rigor, as operações de mercado aberto (*open market*) da política monetária permitem executar e efetivar a Selic a alcançar sua taxa meta, que é um dos objetivos operacionais do BCB. Por sua vez, o objetivo final do Banco é atingir a meta de

⁴ <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>. Acesso em janeiro de 2023

inflação, paralelamente, o juro Selic efetivo estável ao redor de sua taxa meta é essencial para garantir o funcionamento adequado dos sistemas de pagamento e financeiro.

Como Pellegrini (2017) explica, se o BCB avalia que a liquidez da economia está baixa ao ponto de elevar a Selic acima de sua meta, ele realiza operações de compra de títulos públicos com compromisso de revenda para instituições financeiras, remunerados com base na sua meta para a Selic, com garantia de títulos públicos. Já quando a liquidez da economia é avaliada como alta, a Autoridade Monetária (AM) realiza operações de venda de títulos com compromisso de recompra, tomando emprestado do mercado, com garantia dos títulos públicos que detém em sua carteira, e paga de acordo com sua meta para a Selic.

Dessa forma, o BCB utiliza um tipo de transação financeira já disponível no mercado, as compromissadas, como um instrumento para controlar a liquidez da economia e, por intermédio da taxa Selic, obtendo o controle da liquidez. É pelo manejo das quantidades de reservas que o preço delas, a taxa de juro básica da economia, a Selic, é controlada ao redor da meta estipulada pelo Copom. O BCB controla a liquidez da economia utilizando instrumentos de política monetária por meio de operações diárias no mercado monetário (ou de reservas).

Segundo a resolução do Banco Central do Brasil de nº 3339, de 26 de janeiro de 2006, as operações de compra ou de venda podem ser feitas por diversos títulos, devidamente registrados no Selic ou em sistema de custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme o Art. 2º da resolução Nº 2.675, encontrado em anexo, regulamenta.

Segundo Paim (2016), a taxa que irá remunerar as operações compromissadas será determinada em proximidade natural à Selic. O BCB, ao comprar, pagará juro ligeiramente abaixo da Selic, enquanto ao vender, oferecerá juro um pouco acima dessa taxa. Em decorrência disso, os juros praticados no mercado interbancário ficarão próximos à taxa estabelecida pelo Copom, uma vez que as operações compromissadas do BCB sempre estarão disponíveis como opção. É por essa razão que essa taxa é conhecida como taxa básica de juro.

Para Branco (2018) as operações compromissadas fazem parte do ativo registrado no balanço do BCB, encontrando-se na categoria "Operações de mercado aberto".⁵ O resultado

⁵ São também conhecidas como *reverse repo operations*, ou seja, operações de enxugamento de liquidez existentes na economia, ver Branco (2018).

negativo constante nessa conta é um indício do tipo predominante de operações realizadas no país.

Informações acerca das operações compromissadas são divulgadas diariamente pelo BCB nas Notas para a imprensa - política monetária e operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional. Tanto o volume de títulos públicos utilizados como lastro nas operações compromissadas entre os setores público e financeiro, quanto o saldo das operações compromissadas no mês, são apresentados neste mesmo documento. (BRANCO, 2018)

Considerando que as operações compromissadas realizadas pelo BCB seguem o formato de uma operação reversa, ou seja, são operações financeiras envolvendo empréstimos ou captação de recursos com o compromisso de recompra ou revenda, os recursos financeiros empregados nessas operações devem ser devidamente remunerados. Dado que essas operações retiram liquidez, o Banco Central paga juros às contrapartes, o que, por sua vez, aumenta a liquidez na economia, especialmente no setor bancário. Consequentemente, segundo Branco (2018), esses juros foram identificados como um dos fatores explicativos para o crescimento das operações compromissadas.

Essa dinâmica se deve à imposição de pagamento de juros para a execução dessas operações. Assim, a liquidez geral da economia é ampliada, uma vez que mais transações são efetivadas. Como decorrência desse cenário, o uso das operações compromissadas gera uma expectativa de demanda crescente por essas operações no futuro.

1.2. Relação das Operações Compromissadas e a Política Fiscal

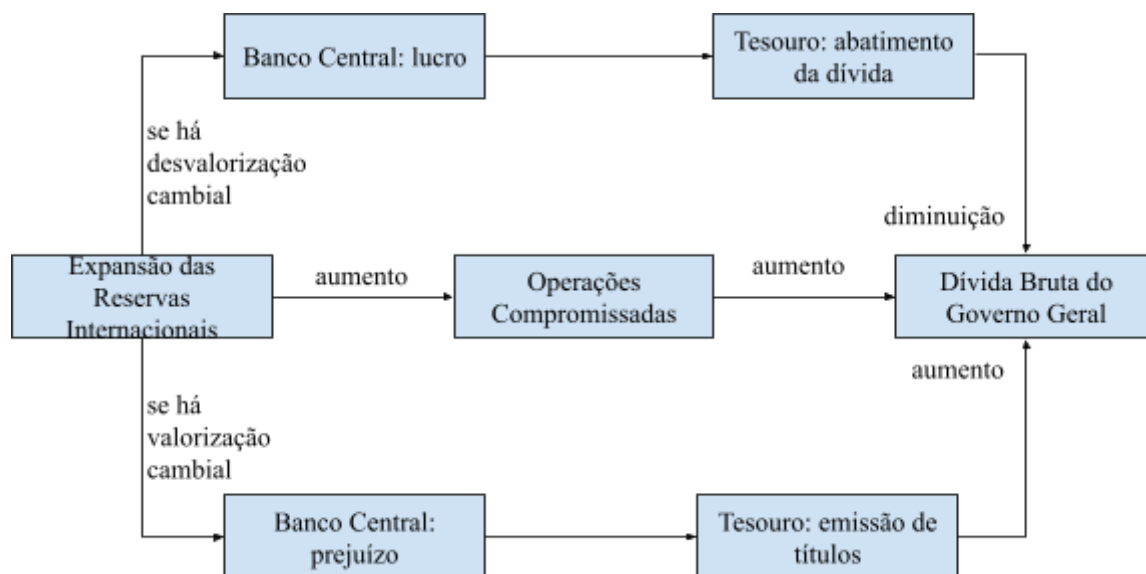
A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) trouxe uma nova dinâmica na relação entre o Banco Central do Brasil e a Secretaria do Tesouro Nacional conforme Moraes (2020) enfatiza. Como Higa e Afonso (2009) afirmam, no que diz respeito à emissão de títulos públicos no mercado, tanto o Tesouro Nacional quanto o Banco Central exercem essa função, embora com enfoques distintos. O Tesouro Nacional tem seus objetivos atrelados à política fiscal, enquanto o Banco Central concentra-se na execução da política monetária.

O Tesouro Nacional emite títulos públicos⁶ para o mercado por meio de ofertas públicas, que consistem em leilões de venda ou compra desses títulos, com o propósito de

⁶ O Tesouro também pode emitir títulos através de emissões diretas ou para pessoas físicas, através do Tesouro Direto. As emissões diretas são feitas diretamente ao beneficiário para atender certa finalidade definida em lei, por exemplo: securitização de dívidas da União; aumento de capital de empresas públicas; garantia de empréstimo; reforma agrária; crédito rural; operações financeiras estruturadas e assunção e refinanciamento de dívidas de estados, municípios e empresas estatais. (Higa e Afonso, 2009)

administrar a dívida pública mobiliária federal. Esses leilões são anunciados por portaria emitida pela Secretaria do Tesouro Nacional e seguem as diretrizes estabelecidas no Plano Anual de Financiamento (PAF), que determina metas, premissas e prioridades para a emissão da dívida pública (HIGA E AFONSO, 2009).

Figura 2: A relação entre Política Cambial x Política Monetária x Política Fiscal



Fonte: Higa e Afonso (2009)

Por sua vez, como já foi citado, o Banco Central executa as operações de mercado aberto, realizando a compra e venda de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional. Essas operações são efetuadas por meio de leilões formais, que são abertos à participação de todas as instituições financeiras e divulgados por meio de comunicados do Banco Central ao mercado. Além disso, há os leilões informais, também conhecidos como *go-around*, que ocorrem exclusivamente com instituições credenciadas, os *dealers* (HIGA E AFONSO, 2009).

Higa e Afonso (2009) afirmam que o relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro apresenta interligações significativas entre as políticas cambial, monetária e fiscal. Ainda que tenham sido implementadas diversas iniciativas para delimitar de forma precisa as atribuições de ambas as instituições, torna-se desafiador dissociá-las completamente. Higa, Afonso (2009) destacou que, na prática, a negociação de títulos públicos relacionada às políticas monetária e cambial tem efeitos sobre as transações de títulos públicos vinculadas ao controle da dívida pública mobiliária interna.

Em relação à política monetária, o BCB realiza operações compromissadas com o mercado, utilizando títulos públicos emitidos pelo TN como lastro⁷. Conforme observado, à medida que o BCB reduz a liquidez devido ao maior fluxo cambial, nota-se um aumento na DBGG, em virtude do incremento no volume de operações compromissadas. Adicionalmente, a decisão do governo de adotar uma política cambial que resulta no acúmulo de reservas internacionais também afeta a política fiscal. Em caso de valorização cambial, o BCB pode enfrentar prejuízos, o que exige a emissão de títulos pelo Tesouro (HIGA E AFONSO, 2009).

Por outro lado, Higa e Afonso (2009) citam que em caso de desvalorização cambial, o BCB tem a tendência de apresentar lucro. No entanto, esse resultado positivo é afetado por outros fatores limitantes, tanto relacionados à gestão da dívida pública quanto ao gerenciamento das operações compromissadas pelo BCB. Nesse contexto, a não concretização da redução da dívida pública pode gerar preocupações de que o lucro obtido pelo BCB possa ser destinado a outros propósitos, como mencionado anteriormente, resultando em uma genuína expansão fiscal com impacto nas contas primárias, ou seja, aumento de despesas primárias financiadas por ganhos financeiros do BCB.

Barbosa (2006) examinou a interação entre a política monetária e as estratégias de administração da dívida pública, visando esclarecer as razões para a elevada taxa de juros no Brasil em comparação com outras economias. A conclusão extraída é que existe um efeito de contágio da política monetária para a dívida pública, ou seja, destaca-se a influência indireta da política monetária sobre a política fiscal.

Já BCB (2018b) analisou os principais fatores que influenciaram a trajetória da dívida pública entre 2008 e 2017, destacando-se os resultados fiscais primários, os custos financeiros, os impactos de variações cambiais na dívida e as operações financeiras que afetaram a DBGG. O papel das operações compromissadas e sua evolução na composição da DBGG foram especialmente enfatizados. Segundo o BCB (2018b), a variação das operações compromissadas ao longo desse período foi principalmente influenciada pela aquisição de reservas internacionais, pelos juros sobre o estoque dessas operações e pela mudança na trajetória do resultado primário.

Assim, o TN emite títulos públicos com o propósito de incorporá-los à carteira de títulos do BCB, destinados exclusivamente para suas operações de política monetária e cambial. Essas transações são consideradas nos indicadores fiscais, conforme orientação dos

⁷ A fim de atender aos requisitos da LRF, o Tesouro emite títulos públicos que são incorporados à carteira do Banco Central para fins de política monetária. Quando esses títulos vencem, o Tesouro os substitui por outros, garantindo o fornecimento contínuo de títulos à autoridade monetária, permitindo assim o controle da liquidez no sistema bancário (HIGA e AFONSO, 2009).

manuais de finanças públicas do FMI. Na prática, quando o BCB utiliza a dívida pública em suas operações de mercado, é como se o TN estivesse colocando essa dívida no mercado. Esse é o argumento técnico que respalda a inclusão das operações compromissadas na DBGG. No Brasil, essa inclusão foi realizada de maneiras diversas, tanto antes quanto depois de 2008, quando houve a alteração no tratamento contábil dos títulos públicos mantidos na carteira do BCB como componente da DBGG (LACERDA, 2022).

Dessa forma, segundo Lacerda (2022) se pode explicar porque apenas as operações compromissadas foram incorporadas no registro da dívida pública. A DBGG representa o principal indicador para avaliação da sustentabilidade do endividamento. A partir de 2008, a metodologia da DBGG foi ajustada para se alinhar ao arranjo institucional existente entre o TN e o BCB (BCBb, 2018).

Conforme o Banco Central do Brasil (2008b), a metodologia vigente até 2007 estava inserida em um contexto em que a AM tinha autorização para emitir títulos sob sua responsabilidade para conduzir a política monetária, em um cenário de poucas reservas internacionais no início dos anos 2000. O aumento nas reservas impactou tanto a carteira de títulos do BCB quanto seus resultados, além das transferências entre o BCB e o Tesouro Nacional, sendo influenciados pelas flutuações cambiais, sem que a política monetária estivesse efetivamente 'em ação'.

Diante desse contexto, na concepção da DBGG em vigor a partir de 2008, com o início da série histórica em dezembro de 2006, a totalidade dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional e presentes na carteira do BCB foi excluída do cálculo. Em substituição, apenas as operações compromissadas foram incluídas. O BCB (2008b), justifica a inclusão das operações compromissadas na DBGG com o objetivo de aprimorar o monitoramento da situação fiscal do governo, englobando a conexão entre a DBGG e o resultado fiscal.

Desse modo, este capítulo buscou apresentar a institucionalidade e os principais instrumentos e relações entre as operações compromissadas com a política monetária (que será mais aprofundada no capítulo 2); cambial, e, mais detidamente com a política fiscal. Foi identificado que este importante instrumento de política econômica ganhou destaque a partir da crise financeira de 2007, como estratégia do BCB em reforçar a liquidez frente à crise financeira 2007-2008.

Além disso, como apontado por Lopreato (2008), este instrumento reforça a indexação dos títulos públicos junto à taxa de juros básica e das operações compromissadas como principal instrumento monetário levam a custos fiscais decorrentes de emissão e rolagem da dívida pública; além de indiretos relacionados à rigidez das taxas de juros elevadas frente ao

perfil mais curto prazista da dívida pública brasileira. Tais interações estarão mais bem detalhadas no capítulo 2.

1.3. Relação entre resultados do BCB e o resultado fiscal

Higa e Afonso (2009) citam que um aspecto importante que marca a relação entre o BCB e o TN é o fato de que o primeiro constitui-se em agente financeiro do segundo, dado que os recursos de caixa do governo federal são depositados na Conta Única do Tesouro, que é mantida no BCB. Além da remuneração da Conta Única do Tesouro, os resultados apurados pelo BCB e as variações de resultado decorrentes da administração das reservas internacionais devem ser transferidos ao TN.

Como mencionado anteriormente, de acordo com a Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, o BCB deve transferir os custos associados ao carregamento das reservas internacionais e os resultados das operações de swap cambial realizadas no mercado interno para a União. Essa prática esteve em vigor até a nova reforma da relação entre o BCB e o TN com a lei nº 13.820/2019, que segundo Bassi (2021) minimizou o fluxo financeiro entre as autoridades, incorporou a volatilidade do câmbio e houve uma criação de um amortecedor mais robusto para os resultados financeiros do BCB⁸.

Antes da lei nº 11.803, o resultado do Banco Central sofria com o efeito das variações cambiais. Os resultados negativos de 2006 e 2007, podem ser explicados, principalmente, pela valorização da moeda nacional, como foi explicado nas Demonstrações Financeiras do Banco Central (2007), no contexto do resultado líquido de 2007, um fator determinante foi a variação do Real em relação a outras moedas estrangeiras. Essa variação cambial é um fenômeno natural nos mercados financeiros, onde as taxas de câmbio flutuam ao sabor de diversos fatores econômicos. No caso específico, a moeda brasileira experimentou uma apreciação em relação a outras moedas. Entre os ativos denominados em moeda estrangeira e detidos pelo Banco Central são considerados, sobretudo, as reservas internacionais e os *swaps* cambiais.

Higa e Afonso (2009) complementam que os resultados positivos do BCB devem ser destinados à amortização da dívida pública, devendo pagar prioritariamente aquela existente

⁸ Segundo a Lei nº 13.820/2019, Art. 3º: “A parcela do resultado positivo apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil que corresponder ao resultado financeiro positivo de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, será destinada à constituição de reserva de resultado”.

junto ao BCB. Dessa forma encontra-se em uma subconta destinada ao abatimento da dívida mesmo que o lucro do BCB tenha sido depositado na Conta Única do Tesouro.

Como salienta Bassi (2021), os ganhos e perdas ocorridos nas reservas cambiais são apenas ocorrências contábeis, ou seja, eles não são realizados como venda na troca de dólar por real, ao contrário do que ocorre com os *swaps* cambiais. Logo, é possível verificar que quando o BCB apontava perda nas reservas o TN o reembolsa, sem necessariamente uma perda monetária.

Para explicar o aumento dos resultados do BCB pode-se observar a explicação de Gurgel (2014), que nos períodos de incerteza, observa-se uma tendência de aumento nos custos do dinheiro. Isso pois, em períodos de crise, os agentes privados costumam adotar posturas mais conservadoras, refletindo uma queda na confiança geral. Bancos privados, por exemplo, tendem a restringir a concessão de crédito devido à menor confiabilidade nos negócios durante momentos de incerteza econômica.

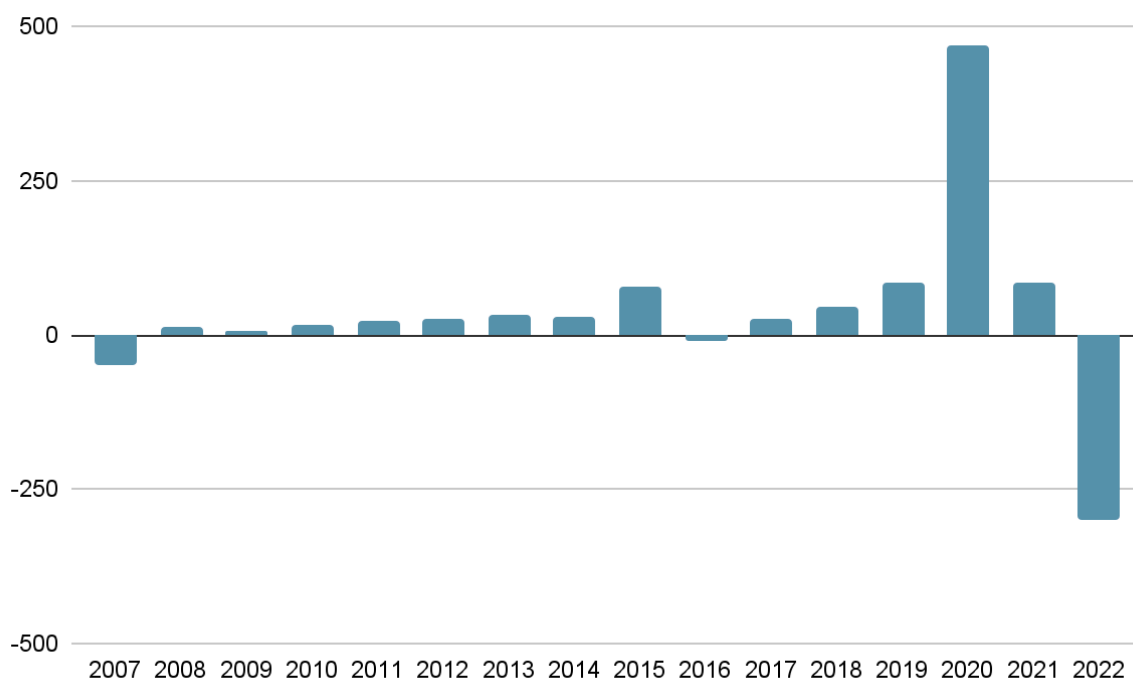
Nesse contexto, os bancos públicos desempenham um papel crucial ao adotarem estratégias anticíclicas. Eles buscam manter a movimentação financeira, proporcionando financiamentos que garantem a continuidade das atividades econômicas e o funcionamento do sistema como um todo. Esse movimento contracíclico é essencial para mitigar os impactos negativos da crise.

Além disso, no mercado de moedas, que se torna mais volátil e arriscado durante crises, o Estado assume um papel significativo na coordenação dos agentes econômicos. Ele pode atuar diretamente no mercado de câmbio, realizando compras e vendas de divisas para estabilizar a situação e garantir maior segurança no cenário econômico.

No entanto, é possível observar que instituições bancárias governamentais têm a capacidade de adotar medidas anticíclicas, aumentando a oferta de crédito durante crises econômicas, em consonância com a política econômica.

Esse mecanismo de equilíbrio foi colocado em prática em 2020, quando o BCB implementou ações para assegurar a liquidez no SFN, permitindo que as instituições bancárias oferecessem crédito e refinanciem dívidas de indivíduos e empresas afetadas pela pandemia (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020). Os dados apresentados no gráfico a seguir mostram os lucros e prejuízos ponderados pelo Banco Central nos anos de 2000 a 2022.

Gráfico 1: Resultados do Banco Central (R\$ Bilhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central (2007-2022).

Vale ressaltar que, devido os resultados anteriores a 2008 estarem sujeitos aos impactos de variações cambiais, estes dados não podem ser comparados enquanto série histórica. A partir de 2008, os resultados decorrentes da administração das reservas internacionais e de operações com swap cambial passaram a ser apropriados na conta de “equalização cambial”. Já em 2019, segundo Bassi (2021), os resultados positivos dessa equalização foram direcionados à constituição da reserva de resultados.

Evidenciando uma incerteza nos resultados transmitidos do BCB ao TN durante a vigência da Lei nº 11.803/2008, dado que o BCB, como autoridade financeira do país, enfrenta consideráveis instabilidades, especialmente em momentos de crise. Essa dinâmica de incerteza foi modificada com a promulgação da Lei nº 13.820/2019, a qual possibilita que uma parcela do resultado positivo seja destinada à constituição de uma reserva de resultado. Essa mudança visa permitir que, no futuro, essa reserva possa ser utilizada, proporcionando uma maior estabilidade na relação entre o BCB e o TN.

1.4. Relação da Dívida Pública com as Operações Compromissadas

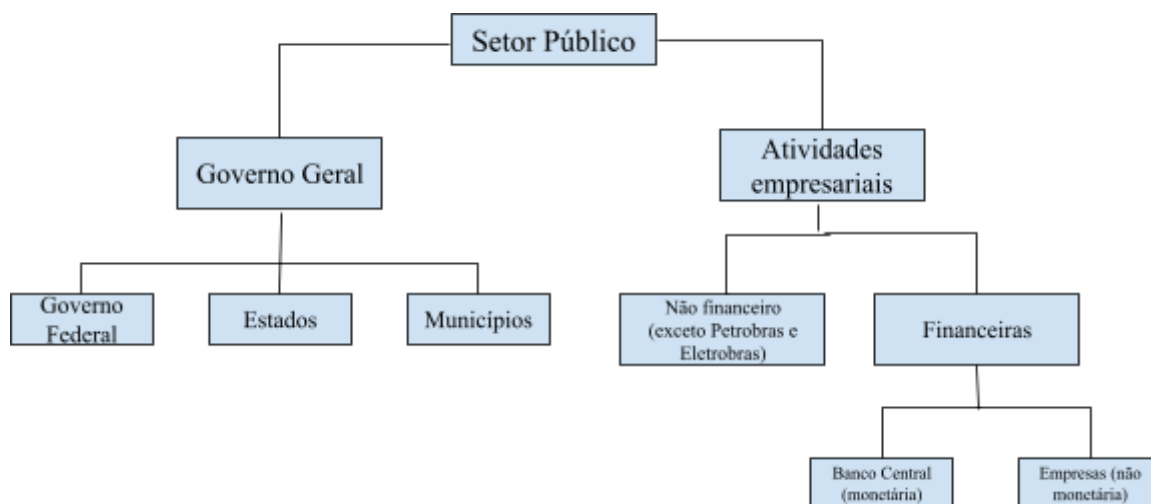
A dívida pública é o resultado dos compromissos financeiros contraídos pelo governo, tanto em nível nacional quanto internacional. Esses compromissos surgem principalmente devido à necessidade de financiar despesas governamentais, como projetos de infraestrutura e a prestação contínua de serviços públicos à sociedade e a necessidade de controlar a inflação via taxa de juros (SILVA, 2022).

Conforme as diretrizes do BCB citadas em Santos *et al.* (2023), visando atender à necessidade de transparência e prestação de informações à sociedade, a instituição federal regularmente disponibiliza, em suas publicações mensais, estatísticas relativas à dívida pública. Isso inclui informações essenciais sobre conceitos-chave, tais como:

- (i) Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro (DLSP);
- (ii) Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG); e
- (iii) Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Essas divulgações têm o propósito de fornecer aos cidadãos uma compreensão abrangente da situação financeira do setor público, demonstrando o compromisso do Banco Central em promover a transparência e o acesso às informações relacionadas à dívida pública. Seguindo as diretrizes colocadas por Santos *et al.* (2023) e apresentadas a seguir na Figura 1, as obrigações financeiras são atribuídas ao âmbito do Governo Geral, podendo ser desdobradas entre o Governo Federal, Estados e Municípios. Além disso, a dívida pública também engloba aquelas originadas das operações de *open market* realizadas pelo Banco Central, bem como aquelas derivadas de atividades empresariais não financeiras, com a ressalva das empresas estatais.

Figura 1: Segmentação da Dívida Pública, segundo o Banco Central



Fonte: BCB (2018a)

O pagamento de dividendos por uma empresa estatal incorporada ao setor público impacta positivamente a Dívida Líquida do governo controlador ao aumentar seus recursos disponíveis, ao passo que eleva a Dívida Líquida da empresa estatal ao diminuir, por exemplo, seus ativos financeiros, segundo Santos *et al.* (2023). Contudo, de acordo com estes autores, para o setor público consolidado, essa operação é neutra, já que representa apenas a transferência de ativos de um componente para outro. Caso o mesmo pagamento fosse efetuado a acionistas privados, a Dívida Líquida do Setor Público não-financeiro aumentaria pelo mesmo valor.

Outro conceito importante para entender a relação entre o impacto das compromissadas na dívida pública é a DLSP⁹. Como enfatizado pelo BCB (2018a, p. 12), para que débitos e créditos sejam incorporados ao cálculo da dívida líquida, é necessário que estejam registrados no ativo ou passivo das instituições financeiras que atuam como credoras ou devedoras do governo. São consideradas as emissões de títulos da dívida pública no mercado e as transações financeiras resultantes de assunções ou reestruturações de débitos ocorridas no passado, conforme previsto por lei.

Conforme Santos *et al.* (2023), a DBGG abrange os compromissos financeiros que recaem sobre o governo em todas as suas esferas (federal, estadual e municipal) junto ao setor financeiro, independentemente de serem públicos ou privados, bem como as obrigações no âmbito internacional. Vale ressaltar que, de acordo com esse indicador, as dívidas das empresas estatais vinculadas a qualquer instância governamental não são contabilizadas.

⁹ Segundo os dados abertos do BCB, a DLSP envolve a consolidação de obrigações e ativos financeiros de todo o setor público, o setor público não-financeiro mais o BCB.

No entanto, é importante destacar que, especificamente no que diz respeito ao Banco Central, conforme enfatizado, a DBGG engloba somente as operações compromissadas realizadas com títulos públicos que guardam relação com a dívida do Tesouro Nacional. É fundamental compreender a estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral, para uma análise mais precisa desse indicador financeiro. Como será retratado no quadro 1.

Quadro 1: Estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG

- Dívida Mobiliária do Governo Federal, em mercado
 1. (-) Aplicações da Previdência em títulos públicos
 2. (-) Aplicações de fundos federais em títulos públicos
 3. (-) Aplicações dos estados e municípios em títulos públicos
- Operações Compromissadas
- Dívida Bancária do Governo Federal e dos governos estaduais e municipais
- Dívida assumida pela União (conforme Lei n.º 8.727/1993)
- Dívida externa bruta do Governo Federal, dos estados e dos municípios

Fonte: BCB (2018a)

Segundo Neto e Silva (2023), nas últimas décadas, enquanto as taxas de juros internacionais permaneceram próximas de zero, observou-se que a Secretaria do Tesouro Nacional e o BCB adotaram taxas significativamente mais elevadas, resultando em uma diferença substancial entre as obrigações assumidas e os ativos detidos por essas instituições. Até o ano de 2007, todas as obrigações do BCB eram calculadas com base nesse conceito. A partir de 2008, ocorreu uma mudança metodológica, passando a considerar apenas as obrigações relacionadas às operações compromissadas na apuração da DBGG.

Segundo Pinto e Andrade (2023), os elementos primordiais que influenciam a DBGG estão relacionados às emissões líquidas, representadas pelas emissões menos os resgates de títulos, ou, de forma equivalente, o resultado primário. Além disso, destacam-se o pagamento

de juros nominais e, em menor escala, os ajustes cambiais, as privatizações e o reconhecimento de dívidas.

Conforme Lacerda (2022) embora as operações compromissadas sejam um instrumento de implementação da política monetária, elas envolvem o uso de títulos públicos. Portanto, de acordo com as diretrizes dos manuais de finanças públicas do FMI, essas operações são consideradas na apuração dos indicadores fiscais. Conforme destacado por Souza (2020), desde 2007, as operações compromissadas, um instrumento de política monetária, têm registrado um expressivo aumento em seus saldos. No final de 2016, esse componente alcançou aproximadamente R\$1,010 trilhão, correspondendo a 16,71% do PIB e a 23,92% da dívida bruta. Vale ressaltar que esses números não são frequentemente observados em contextos internacionais.

Conforme destacado por Lacerda (2022), o volume das operações compromissadas não deixa de exercer influência sobre a política fiscal, especialmente quando se consideram os valores expressivos observados no contexto brasileiro. Existem três mecanismos pelos quais as operações compromissadas afetam a política fiscal, sendo um de impacto direto e dois de impacto indireto.

O impacto direto advém do fato de que os juros pagos nas operações compromissadas integram os juros nominais do setor público.(LACERDA, 2022). Quando o BCB conclui uma operação de venda com compromisso de recompra, o pagamento de juros dessa operação tem um efeito expansionista na base monetária. Portanto, torna-se necessário realizar novas operações compromissadas para neutralizar esse efeito expansionista. Os juros das operações compromissadas atuaram no sentido de expandir a base monetária, levando o BCB a utilizar mais operações compromissadas para compensar esse movimento expansivo (GOMES, 2022).

Lacerda (2022) explica que em relação aos efeitos indiretos, dois deles são identificados. O primeiro é denominado de "efeito-risco". As operações compromissadas são contabilizadas na DBGG, e, portanto, a realização dessas operações pela política monetária altera o tamanho da dívida. De acordo com este autor, dependendo da percepção de risco dos agentes em relação ao volume e à solvência da dívida, pode haver um aumento nas taxas de juros exigidas e aumento no custo médio da dívida pública federal. O segundo efeito indireto é denominado de "efeito-base". Esse efeito decorre do fato de que as operações compromissadas modificam o tamanho da dívida. Mesmo que a taxa de juros média cobrada pela dívida permaneça a mesma, as operações compromissadas, ao alterarem o tamanho da

base (ou seja, a dívida) em que essa taxa média incide, acabam por influenciar o custo médio da dívida pública federal como um todo.

Neto e Silva (2023) explicam que a DBGG agrega todas as obrigações do setor público, sendo desconsiderado os ativos em posse de cada um desses entes, sendo eles, a União, os entes federados, o Legislativo, o Judiciário, as empresas estatais inclusive as financeiras e as obrigações do BCB que são feitas pelas operações compromissadas, mudança feita a partir de 2008, pois até então todas as obrigações do BCB eram apuradas na DBGG.

No entanto, é importante notar que existe uma discrepância entre a metodologia de cálculo da DBGG adotada no Brasil e a sugerida pelo FMI em seu Manual de Estatísticas de Finanças do Governo (GFSM) (NETO E SILVA, 2023). Segundo o Tesouro Nacional (2019):

O conceito brasileiro considera como passivo do setor público as operações compromissadas do BCB. Já o conceito do FMI, ao não considerar o BCB como parte do setor público, inclui no passivo do governo toda a carteira de títulos do TN no BCB, esteja ela como lastro para as operações compromissadas ou não. Assim, a DBGG do FMI tende a ser superior à DBGG do conceito oficial no montante da carteira livre do BCB.

De acordo com o critério do FMI (2014), a DBGG pode ser classificada como doméstica, abrangendo as obrigações detidas por credores nacionais, ou externa, englobando as obrigações junto a organismos internacionais, bancos e credores estrangeiros.

Conforme observado por Mendes (2016), a lei nº 11.803/2008 estabelece que os lucros obtidos pelo Banco Central, tanto no regime de caixa quanto no regime de competência, devem ser repassados à Secretaria do Tesouro Nacional no exercício em que são apurados. No entanto, em caso de prejuízo no balanço do BCB, o TN assume a responsabilidade pela cobertura, mas somente no exercício subsequente. Isso implica em uma assimetria nas responsabilidades entre o BCB e o TN. Esses aspectos ressaltam a importância das metodologias de cálculo da dívida pública e das relações financeiras entre instituições no contexto econômico brasileiro.

Neto e Silva (2023) criticam que por outro lado, no seu balanço, o BCB detém uma quantidade significativa de moeda, a qual constitui um passivo com custo zero. No lado do ativo, estão registradas as reservas internacionais em moeda estrangeira. Ao longo da última década, as repetidas desvalorizações cambiais resultaram na expansão do ativo no balanço do BCB e, conseqüentemente, no aumento de seu lucro. É importante observar que, em geral, o BCB não se desfaz das reservas internacionais, o que resulta em um lucro contábil registrado de acordo com o regime de competência, mas não refletido no regime de caixa.

Assim, ocorre a existência de um lucro contábil que ainda não foi efetivamente realizado no balanço do BCB. Vale mencionar que, mesmo sendo um lucro contábil, os resultados positivos das reservas internacionais, a Lei 11.803/2008 exige que o BCB compartilhe esse lucro com o TN. Isso é considerado uma estratégia para que a expansão do balanço da AM financie implicitamente as despesas primárias do TN. Diante desse cenário, diferentes conceitos relacionados à dívida pública e suas interações com o resultado primário assumem uma importância significativa no contexto macroeconômico (NETO E SILVA, 2023).

Já a Lei nº 13.820/2019, de acordo com Rodrigues (2021), foi estabelecida para aprimorar a discussão iniciada pela Lei nº 11.803/2008, tornando-se o novo referencial legal que regula as interações entre o TN e o BCB, notadamente no que se refere à contabilização do resultado financeiro do BCB. Essa legislação trouxe diversos aprimoramentos para a autonomia monetária, como os aportes automáticos de títulos livres para a carteira do BCB.

Segundo o Tesouro Nacional (2019), os resultados financeiros positivos provenientes das operações com reservas internacionais e *swaps* cambiais, que anteriormente eram responsabilidades do BCB perante o Tesouro Nacional, não serão mais transferidos para a Conta Única do Tesouro. Esses resultados agora serão mantidos no balanço do Banco Central, com o propósito de constituir reservas. Essa alteração visa reduzir e tornar mais previsíveis os fluxos financeiros entre a AM e a autoridade fiscal.

Essa nova relação entre as autoridades consolida as propostas que anteriormente foram citadas por estudiosos como Mendes (2016) e as indicações do FMI, pois os resultados do BCB já não são automaticamente transferidos para o TN, permitindo que os resultados sejam mantidos em forma de reservas no balanço do BCB e, quando negativos, são abatidos dessa mesma conta.

1.5. Reservas cambiais, operações do setor externo e de *swap* cambial

Os anos 2000 foram marcados por forte entrada de dólar no Brasil, como cita Barbosa (2020), devido a elevada liquidez internacional e exacerbação financeira, sendo destaque o investimento estrangeiro direto e o investimento estrangeiro em carteira. Segundo a autora, devido a essas circunstâncias, um elemento novo contribuiu fortemente para o avanço da financeirização da dívida pública brasileira: o rápido crescimento das operações compromissadas por parte do BCB para controle da liquidez doméstica, para administração da taxa de juros de curto prazo e para evitar a sobrevalorização cambial.

A evolução da dívida pública brasileira, desde o Plano Real, reflete uma abordagem rentista, onde a estabilização monetária resultou em um aumento do endividamento público. A manutenção do Real sobrevalorizado, em meio à abertura econômica, levou a uma política monetária subordinada ao equilíbrio do balanço de pagamentos, resultando em taxas de juros elevadas. Mesmo após o abandono da âncora cambial em 1999, a dívida pública continuou desempenhando um papel central na acumulação financeira, conforme estabelecido pelo tripé macroeconômico. Esse conjunto de políticas, caracterizado por câmbio flutuante, metas de inflação e geração constante de superávits primários, subordina tanto a política fiscal quanto a monetária à busca exclusiva pela estabilidade de preços, destacando a dívida pública interna como o principal instrumento para a acumulação financeira no Brasil (BRITO, 2021; FERNANDES, 2009).

Barbosa (2020) também menciona que isso implica que o acúmulo de reservas internacionais foi financiado com endividamento público. A extraordinária aquisição de reservas internacionais no período de 2006 a 2012 elevou a liquidez da economia. Logo, o BCB realizou operações compromissadas para enxugar a liquidez excessiva, e por isso foi preciso o TN fazer o aporte necessário de títulos na carteira de títulos do BCB para lastrear essas operações.

A conclusão da autora é que a intervenção do Tesouro Nacional no mercado inicial de títulos públicos desempenhou um papel significativo no impulso das operações compromissadas. Isso ocorreu devido ao aumento líquido do resgate de títulos públicos (entre 2006 e 2014), impulsionado pelo uso de superávits primários, o que resultou em maior liquidez em circulação e conseqüentemente, as operações compromissadas se tornaram o principal instrumento de política monetária no Brasil (BARBOSA, 2020).

Além disso, os juros vinculados a essas operações desempenharam um papel crucial no crescimento do estoque dessas transações. Segundo Branco (2018), tanto às operações relacionadas ao setor externo quanto às operações de *swap* cambial estão vinculadas a movimentações envolvendo moeda estrangeira. As reservas cambiais representam uma parcela significativa dos ativos presentes no balanço do BCB, uma característica comum em economias emergentes¹⁰.

¹⁰ De acordo com o Glossário do BCB, existem dois conceitos para a apuração das reservas: o conceito de "caixa" e o conceito de "liquidez". O conceito de liquidez é mais abrangente do que o de caixa, pois inclui os leilões de venda de moeda estrangeira com compromisso de recompra e as vendas à vista, enquanto o conceito de caixa considera apenas esse último elemento.

Branco (2018) menciona a importância das funções das reservas, especialmente com respeito às operações do setor externo, dos desembolsos via organismos internacionais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), pelo recebimento de juros sobre as aplicações financeiras das reservas no exterior. E são, via de regra, variáveis-fluxo que influenciam o estoque de compromissadas existentes no mercado.

As operações de mercado aberto têm efeitos diretos sobre o nível de reservas bancárias. O impacto das reservas bancárias sobre as transações de compra e venda de reservas cambiais é uma questão de grande relevância. De acordo com Grey e Pongsaparn (2015), às compras de reservas cambiais podem afetar o estado de liquidez da economia, exigindo uma ação de esterilização por parte do BCB, situação muito observada em países em desenvolvimento.

Segundo Branco (2018), as operações de swap cambial, classificadas como "Operações com derivativos" no fator condicionante da base monetária, têm como objetivo fornecer proteção ao setor privado diante de possíveis variações cambiais desfavoráveis. Existe uma analogia entre os resultados dessas operações e a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central em concordância com o impacto da taxa de câmbio sobre as reservas cambiais e, conseqüentemente, sobre o balanço patrimonial do BCB.

Tais operações são registradas no ativo do balanço do BCB na conta "Operações com derivativos", com contrapartida no passivo na conta "Outros - Operações do Tesouro Nacional", onde são registrados os resultados positivos da equalização das operações com reservas e derivativos cambiais. De acordo com a Lei 11.803/08, variações patrimoniais positivas do BCB devem ser repassadas ao Tesouro Nacional, resultando em um fluxo positivo para a Conta Única do Tesouro, caso haja lucro.

No entanto, segundo Bassi (2021), em 2019, uma nova dinâmica foi estabelecida entre o Tesouro Nacional (TN) e o BCB por meio da Lei nº 13.820/2019. O autor destaca as alterações promovidas nesses repasses, indicando que, de maneira resumida, a imediatez foi abolida, e os efeitos positivos desses ativos passaram a ser destinados à formação de uma reserva de resultado.

CAPÍTULO 2:

RELAÇÃO ENTRE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E A POLÍTICA MONETÁRIA.

No âmbito do Capítulo 2, foi dedicada atenção à intrínseca relação entre operações compromissadas e a política monetária, desdobrando-se em subitens que aprofundam essa conexão. Iniciou-se com a exploração dos instrumentos de política monetária e sua operacionalização.

Adentrou-se na interação específica entre operações compromissadas e a política monetária, explorando o papel crucial dessas operações na regulação da liquidez, integrando-se ao panorama mais amplo da política monetária e moldando as condições financeiras que impactam a economia como um todo. Nesse contexto, a análise estendeu-se à Taxa de Juros como Instrumento de Política Monetária, concentrando-se em sua aplicação para influenciar variáveis macroeconômicas e manter o equilíbrio desejado na economia.

Encerrando a análise, foram examinadas as implicações mais abrangentes das Políticas Monetárias, com foco no papel do Banco Central. Investigou-se como as decisões relacionadas às operações compromissadas afetam o resultado global do Banco Central, considerando os impactos nas metas econômicas estabelecidas e na estabilidade financeira, desde o funcionamento do Balancete do BCB até a relação de outros bancos centrais mundiais e seus governos. Essa análise aprofundada visa proporcionar uma compreensão geral das operações compromissadas como política do Banco Central e seu relacionamento com o governo.

2.1. Os instrumentos de Política Monetária

O BCB atua como regulador do SFN e formulador da política monetária. Já como instituição financeira, é o depositário dos recursos da União, detentor das reservas internacionais e negociador no mercado interno de títulos públicos, além de depositário das reservas compulsórias das instituições financeiras (JALORETTO, p. 76, 2016). Sem poder dissociar as duas funções do BCB, ainda que, na execução da política monetária, transaciona com os diversos agentes, seja na operação com títulos, seja com reservas cambiais, seja como depositário dos recolhimentos compulsórios.

Sendo a política monetária responsabilidade do BCB, como atesta o site do Banco Central do Brasil¹¹ a principal meta é o controle monetário, ou seja, a estabilidade dos preços, com inflação baixa e estável. A implementação dessa política ocorre por meio da relação do BCB e dos bancos, tipicamente, os bancos centrais utilizam três instrumentos para a implantação da política monetária: os recolhimentos compulsórios, a assistência financeira de liquidez e as operações de mercado aberto. Lacerda (2022) destaca que os dois instrumentos de política monetária, os depósitos compulsórios e as operações de mercado aberto, em setembro de 2020 tinham volumes equivalentes a 8% e 22% do PIB, respectivamente.

Lopes e Rossetti (2005) definem os recolhimentos compulsórios como depósitos, sob a forma de reservas bancárias, que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reserva bancária, os limites de operação são determinados pelo Banco Central como um percentual dos depósitos feitos pelo público em contas à vista, a prazo e de poupança. Esses depósitos podem ser realizados tanto em dinheiro (reservas bancárias) quanto em títulos especificados pelo próprio Banco Central.

Os recolhimentos compulsórios representam reservas obrigatórias que as instituições financeiras, incluindo bancos comerciais, devem manter no BCB. Por força de regulamentação, essas instituições são obrigadas a depositar uma parcela de seus recursos captados junto ao BCB. Conforme observado por Pellegrini (2017), esses depósitos compulsórios são mais adequados para implementar alterações de natureza duradoura e estrutural nas condições de liquidez da economia. Mudanças intempestivas neste instrumento poderiam afetar substancialmente as operações dos bancos, pois teriam um impacto significativo no cálculo da relação entre depósitos e empréstimos.

Embora o recolhimento compulsório seja comumente utilizado pelo BCB como uma ferramenta para controlar os agregados monetários, especialmente através do multiplicador monetário, onde a oferta de moeda é uma multiplicação da base monetária, esta função tem sido considerada de menor importância atualmente. Isso se deve ao fato de que a política monetária na maioria dos países tem como objetivo principal controlar a taxa de juros no mercado monetário, em vez de controlar os agregados monetários. Essa mudança de enfoque decorre de diversos fatores e considerações no contexto econômico atual.

Atualmente, as principais funções do recolhimento compulsório são diversas. Em primeiro lugar, ele atua como um meio de fornecer liquidez ao sistema bancário, o que diminui a probabilidade de ocorrência de pânico financeiro. Além disso, o recolhimento compulsório desempenha um papel importante no controle de crédito. Isso acontece porque

¹¹ <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>

ele influencia diretamente as condições em que o crédito é concedido pelas instituições bancárias. Quando o recolhimento compulsório aumenta, funciona como uma taxa sobre a captação de recursos, o que eleva o custo de oportunidade na manutenção de encaixes ociosos, levando os bancos a considerarem com maior cuidado as concessões de crédito.

Por fim, outra função relevante do recolhimento compulsório é a estabilização da demanda por reservas bancárias. Essa medida torna mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco, garantindo que haja reservas adequadas para atender às necessidades dos clientes e garantir a saúde financeira da instituição. Em conjunto, essas funções do recolhimento compulsório são fundamentais para manter a solidez do sistema bancário, promovendo uma gestão prudente dos recursos e contribuindo para a estabilidade financeira do país (LOPES E ROSSETTI, 2005).

Segundo Torres (1999), existem duas maneiras de cumprir a obrigação durante o período de movimentação: a primeira consiste em encerrar a conta de recolhimento com saldo positivo ao longo de todo o período, garantindo pelo menos o valor mínimo exigido. Caso o saldo seja insuficiente, as instituições estarão sujeitas a penalidades impostas pela autoridade monetária. A segunda forma proporciona maior flexibilidade na movimentação do fluxo de caixa, pois a obrigação é atendida pela média das posições diárias ao longo do período de movimentação. Se, em determinado dia, o banco possuir um saldo insuficiente para atender ao valor mínimo, é possível compensar com um excesso de reservas em outro dia.

Segundo Cleto e Dezordi (2002), a assistência financeira de liquidez, ou redesconto, como é mais conhecida, consiste em empréstimos concedidos aos bancos comerciais junto ao BCB, destinados a cobrir possíveis problemas de liquidez. A taxa aplicada sobre tais empréstimos é denominada taxa de redesconto.

De acordo com Lopes e Rossetti (2005), há duas formas de assistência financeira de liquidez, a de empréstimos com garantias, a primeira é quando o Banco Central concede crédito rotativo viabilizando aos bancos o acesso a recursos adicionais quando seus clientes necessitam de empréstimos, mesmo que os bancos não disponham de fundos suficientes. Para obter esse empréstimo, as instituições bancárias precisam fornecer garantias. O valor máximo que um banco pode solicitar através dessa modalidade é determinado pelo Banco Central e é calculado com base nas obrigações financeiras do próprio banco. De acordo com estes autores, esse limite é válido por um período específico e pode ser ajustado pelo BCB conforme necessário para manter a estabilidade do sistema financeiro. Essa medida é essencial para assegurar que os bancos possam satisfazer a demanda por crédito de seus clientes e, ao mesmo tempo, preservar a estabilidade econômica do país.

E a segunda é a de redesconto, neste caso, o BCB aceita e compra determinados títulos, que ele mesmo seleciona, a uma taxa de juros acordada previamente. A escolha dos títulos que podem ser utilizados como garantia nessa operação é uma forma de incentivar a procura por esses papéis, sendo os títulos de dívida pública os mais comuns para essa finalidade.

A quantidade de reservas a serem tomadas pelas instituições bancárias é uma decisão delas, determinada pela demanda por reservas bancárias. No entanto, o BCB pode influenciar essa demanda, seja restringindo ou ampliando o acesso a esse tipo de crédito. Ele pode fazer isso ao alterar a taxa de redesconto dos títulos, os limites de operação ou ao estabelecer restrições em relação aos títulos que podem ser usados como garantia.

Essas operações de assistência financeira à liquidez são utilizadas indiretamente para auxiliar no controle da liquidez, visando a maior estabilidade das taxas de juros no mercado monetário. Os empréstimos concedidos pelo BCB funcionam como uma "válvula de segurança" para resolver desequilíbrios inesperados de fluxo de caixa, reduzindo a possibilidade de que alguns bancos pressionem as taxas de juros devido a necessidades momentâneas de reservas bancárias.

Higa e Afonso (2009) definem as práticas de mercado aberto, também conhecidas como "open market", à aquisição e alienação de títulos pelo BCB com o propósito de efetivar sua política monetária. Segundo os autores, essas medidas são empregadas principalmente para assegurar a fluidez do sistema bancário e estabelecer a taxa de juros de curto prazo. As operações podem ser classificadas como permanentes ou temporárias, por meio das chamadas operações compromissadas.

De acordo com as interpretações de Neto (2003), as operações de *open market* são destacadas entre os instrumentos de política monetária devido à sua capacidade de proporcionar maior agilidade no controle da quantidade de dinheiro em circulação e na taxa de juros de curto prazo.

Por outro lado, as operações de mercado aberto são realizadas pelo BCB no mercado secundário do mercado monetário, conhecido como "aberto" devido à sua menor restrição em comparação ao mercado primário¹². Essas operações permitem que o BCB intervenha na

¹² As operações de mercado aberto podem ser definitivas ou temporárias. Segundo a Resolução BCB nº 55 de 16 de dezembro de 2020, operação definitiva é a compra e venda de títulos sem assunção dos compromissos. As operações de mercado aberto temporário são conhecidas como operações compromissadas que são consideradas uma ferramenta complementar, o BCB transacionar títulos de maneira não definitiva, todos os dias úteis, e na medida certa para auxiliar o ajuste da oferta de reservas e o controle da taxa de juros de curto prazo (BCB, 2020).

oferta e demanda de liquidez do sistema monetário, que engloba o BCB e os bancos comerciais. Elas são consideradas o principal instrumento de política monetária para alcançar a meta da taxa Selic, devido à sua capacidade de execução rápida e ao ajuste fino nas condições de liquidez da economia (LACERDA, 2022).

Segundo Carvalho *et al.* (2000), em uma abordagem contracionista, o BCB adota operações de mercado aberto para aumentar a oferta de títulos, resultando no aumento da taxa de juros desses títulos e na retirada de reservas do sistema monetário. Essa estratégia visa incentivar os bancos comerciais a elevarem as taxas de juros em seus empréstimos, tornando mais atrativo o investimento em títulos públicos. Além disso, a retirada de reservas do mercado reduz a exposição dos bancos ao fornecimento de crédito.

O *open market* funciona através da compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, afetando diretamente o volume de reservas bancárias da forma que se a venda de títulos é maior que o resgate num determinado dia, as reservas se contraem e se o resgate de títulos é superior à venda num determinado dia, as reservas se expandem.

No âmbito das operações de mercado aberto, o BCB conduz leilões de forma competitiva, nos quais somente o subgrupo de dealers credenciados está autorizado a participar. Esses dealers são instituições financeiras especializadas, com expertise em transações de compra e venda de títulos públicos, e possuem a prerrogativa de operar diretamente com o BCB (ARAÚJO, 2006).

Este instrumento é altamente recomendado tanto para a gestão da liquidez quanto para a sinalização da taxa de juros básica. Nas operações de mercado aberto, o BCB divulga a taxa de juros pela qual negocia os títulos ou reservas com o mercado, transmitindo assim o direcionamento da política econômica. A utilização desse instrumento para reduzir a volatilidade da taxa de juros é justificada não apenas por sua agilidade em ajustar a liquidez, atuando diretamente sobre as reservas bancárias, mas também devido à tendência global de redução dos recolhimentos compulsórios (LOPES E ROSSETTI, 2005; CARVALHO *et al.*, 2000).

Essa redução aumenta a instabilidade na demanda por reservas, o que torna necessário o uso de um instrumento flexível para o gerenciamento de liquidez. Consequentemente, os bancos centrais têm se esforçado para reduzir a volatilidade no mercado de reservas, o que impacta as taxas de juros. Isso tem levado a intervenções com menor maturidade e maior frequência. Para esse propósito, as operações compromissadas se destacam como o instrumento preferido pelos bancos centrais na gestão de liquidez, pois permitem ajustar a

liquidez sem afetar o preço dos títulos utilizados como garantias (LOPES E ROSSETTI, 2005; CARVALHO *et al.*, 2000).

Lopes e Rossetti (2005) também pontuam outros instrumentos monetários, não convencionais, que podem ser usados pelo BCB, sendo implementações de medidas diretas por parte do BCB para regular o crédito, envolvendo o controle do volume, prazos e destinação dos empréstimos bancários, bem como a fixação de limites nas taxas de juros. Essas estratégias são conhecidas por sua natureza discricionária, pois visam a influenciar diretamente variáveis que normalmente seriam afetadas de forma indireta através das metas operacionais.

Essas práticas têm sido alvo de críticas, pois existe o receio de que possam causar distorções no mercado de crédito e desencorajar a atividade de intermediação financeira. É importante mencionar que, em um período anterior, entre as décadas de 1970 e início dos anos 80, esses instrumentos foram amplamente utilizados no Brasil, no entanto, nos últimos anos, tem havido uma tendência internacional de priorizar e aprimorar o uso dos instrumentos monetários tradicionais para a condução da política monetária (LOPES E ROSSETTI, 2005). Uma vez entendido os principais instrumentos de política monetária, passa-se, agora, à relação entre compromissadas e a mesma.

2.2. Operações Compromissadas como instrumento de Política Monetária

Desde 1999 o Brasil adota o RMI. De acordo com Gomes (2022), a política monetária é implementada com o objetivo de impactar a taxa de juros de curto prazo, por meio de modificações nas condições de liquidez no mercado de reservas e títulos públicos. Nesse contexto, o BCB desempenha o papel principal como executor da política monetária, assumindo funções específicas, objetivos e metas claras. Gomes (2022) explica que a meta de inflação é buscada por meio da taxa de juros de curto prazo, sendo esta a ferramenta primordial para sua consecução. O BCB emprega, sobretudo, as operações de mercado aberto para atingir essa taxa de juros, dentro das quais destacam-se as operações compromissadas como principal instrumento.

O papel central do BCB é um tema de debate entre economistas. Enquanto as teorias monetárias convencionais enfatizam a busca pela estabilidade de preços como principal objetivo do BCB, as teorias monetárias heterodoxas defendem a importância de perseguir outros propósitos. Dentre eles, destacam-se o alto nível de emprego, crescimento econômico, estabilidade da taxa de câmbio, considerando as interações entre taxa de juros e câmbio,

prevenção de falências bancárias e preservação da saúde do sistema financeiro (CARVALHO *et al.*, 2000). No entanto, quando o país adota um regime explícito de metas de inflação, a manutenção da inflação estável e baixa torna-se a principal meta.

De acordo com Moraes (2020), o BCB adota a taxa de juros baseada na Regra de Taylor¹³ como principal instrumento de política monetária. Essa abordagem proporciona maior transparência e confiabilidade na condução da política, visando resultados positivos em termos de controle da inflação e estímulo ao crescimento econômico. Nesse contexto, o foco de atuação do BCB recai sobre a definição da taxa de juros *overnight*, que abrange operações com títulos públicos realizadas após o fechamento do mercado. Além disso, a instituição também intervém nos níveis de reservas voluntárias e involuntárias nos depósitos à vista, assim como nas reservas dos bancos comerciais, buscando transmitir informações claras sobre a direção da política monetária em vigor.

Para Moraes (2020), as operações de mercado aberto consistem na intervenção do BCB no mercado monetário, no qual ocorre a negociação de ativos monetários baseada na oferta e demanda. Esse mecanismo é muito útil para o controle da liquidez, pois o BCB pode influenciar diretamente as reservas bancárias. Para o autor, o uso crescente e contínuo aprimoramento desse instrumento é observado internacionalmente, com o objetivo de proteger a taxa de juros de curto prazo contra flutuações indesejadas.

Como Keynes (1971, p. 225) *apud* Arestis, Filho e Terra (2018) afirmou, as operações de mercado aberto têm um impacto direto nas reservas dos bancos associados e, conseqüentemente, no volume de depósitos e crédito de forma geral, por suas conseqüências imediatas, independentemente de suas reações indiretas. De acordo com Silva (2012), O banco central busca neutralizar as variações autônomas das reservas bancárias¹⁴, utilizando as operações de mercado aberto, com o objetivo de evitar flutuações excessivas nas taxas de juros.

Como relembra Moraes (2020), essas operações envolvem a compra de ativos pela instituição financeira com um compromisso de revenda posteriormente. Os ativos incluem, conforme mencionado no documento do Banco Central do Brasil (2002), títulos públicos federais registrados no Selic, assim como outros títulos, valores mobiliários, créditos e

¹³ Taylor (1993) desenvolveu a Regra de Taylor, uma função de reação para a política monetária do Fed. Essa regra estabelece que a taxa de juros nominal deve ser composta por vários elementos, incluindo a taxa de juros natural relacionada ao pleno emprego, a inflação acumulada dos últimos doze meses, a diferença entre a inflação e uma meta implícita de 2%, e a diferença percentual entre o produto e o produto potencial (hiato de produto).

¹⁴ Nas variações autônomas de reservas, são consideradas as variações dos ativos externos líquidos, a variação do papel moeda em circulação e a variação dos depósitos do Tesouro Nacional na conta única do BCB, entre outras variações. Fonte: Silva, 2012.

direitos creditórios, preferencialmente com garantia real, e outros ativos. Essa estratégia de operações de mercado aberto, aliada a outras ferramentas de política monetária, possibilita ao BCB o controle e direcionamento adequado da liquidez no sistema financeiro, buscando a estabilidade e eficiência da economia brasileira.

O autor cita que quando o BCB recompra esses títulos, ele devolve as reservas aos bancos e paga a taxa de juros acordada na operação. Essa taxa de juros pode ser definida abaixo daquela estabelecida no mercado interbancário devido ao aumento de liquidez. Sendo comentado por Pellegrini (2017) a utilização das instituições financeiras como instrumento para o controle da liquidez, aliada à responsabilidade do BCB em gerenciar a liquidez de toda a economia, é um aspecto de suma importância para a AM na execução da política monetária.

O BCB opera tanto no mercado primário quanto no secundário. O mercado primário se trata dos títulos públicos que foram lançados pelo TN, já o secundário se trata da negociação de títulos já emitidos (PELLEGRINI, 2017). Gomes (2022) relembra que o mercado secundário é caracterizado pela negociação livre de títulos já emitidos, sendo um elemento de grande relevância para o adequado funcionamento da política monetária, principalmente em relação às operações compromissadas. Quando o BCB realiza operações compromissadas com seus dealers, é essencial que exista um mercado secundário bem organizado para permitir que os *dealers* transmitam as intenções do BCB aos demais agentes de forma eficiente.

Silva (2012) explica que essas operações desempenham um papel fundamental na manipulação das condições de liquidez e na busca por um controle efetivo da taxa de juros. O autor explica que no Brasil, os leilões competitivos com os *dealers*¹⁵ são realizados diariamente pela manhã, com base nas previsões de necessidades de liquidez do sistema. No final do dia, são feitas operações de nivelamento, por demanda direta das instituições que por motivos de erros de previsão ou problemas de desequilíbrios momentâneos, tiveram excesso ou falta de liquidez. Essas operações são realizadas com um spread punitivo. Essa operação pode ser considerada um *standing facility*.¹⁶

Esses leilões com os *dealers* podem ser classificados como formais ou informais. Segundo Carvalho *et al.* (2000), os leilões formais desempenham o papel de sinalizar as taxas

¹⁵ Segundo o site do Tesouro Nacional, os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Os *dealers* atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos. Atualmente, o Tesouro Nacional possui 12 *dealers*, dos quais nove são bancos e três são corretoras ou distribuidoras.

¹⁶ Segundo o site do Banco da Espanha, *standing facility* são instrumentos de política monetária que permitem fornecer ou absorver liquidez overnight no sistema financeiro.

de juros, contribuindo para a construção da curva de juros e formação das taxas em prazos mais longos. Devido às suas características e objetivos, esses leilões são utilizados de forma menos abrangente no Brasil, em comparação com os leilões informais. No país, o BCB concentra seus esforços em trabalhar com maior intensidade a taxa de juros de curto prazo, comunicando suas sinalizações principalmente através de comunicados.

Por outro lado, os leilões informais visam manter o equilíbrio no mercado de reservas bancárias no curto e curtíssimo prazo, garantindo o nível adequado de liquidez para o bom funcionamento do sistema econômico. Esses leilões, também conhecidos como *go-arounds*, possuem um caráter discricionário e são realizados exclusivamente no subsistema de *dealers*, no qual apenas os *dealers* podem participar. Conforme explica Carvalho *et al.* (2000), o Banco Central não emite edital para divulgar esses leilões, agindo diretamente junto aos participantes, solicitando propostas de preço e quantidade de títulos a serem vendidos ou comprados das instituições credenciadas.

2.2.1. A taxa de juros como instrumento de Política Monetária

A taxa de juros, observa Keynes (2012, p. 149-150), é a recompensa da renúncia à liquidez por um prazo determinado, sendo utilizada dessa forma para controlar a liquidez da economia, quando a liquidez é acentuada, a taxa tende a cair e vice-versa. Rochon e Setterfield (2007) sugerem que, apesar de haver um acordo geral sobre o uso da taxa de juros como o melhor meio para controlar a inflação, existem diferenças teóricas mais profundas entre as abordagens. De acordo com a teoria dominante, exemplificada pelo Novo Consenso Macroeconômico (NCM), a taxa de juros é uma escolha intencional dos bancos centrais como instrumento de política monetária, sendo a taxa de juros de curto prazo o instrumento de política monetária que deve ser ajustado em resposta aos choques econômicos.

Atualmente, a determinação da taxa de juros pelo BCB é guiada com base no Sistema de Metas de Inflação. Segundo Paula e Saraiva (2015), o NCM argumenta que o Regime de Metas de Inflação é a melhor forma de organizar as regras para a política econômica. Isso ocorre porque o RMI tem como objetivo manter baixas taxas de inflação e minimizar as flutuações na produção econômica. Assim, o BCB pode responder a recessões não previstas ajustando a taxa de juros de curto prazo para minimizar as flutuações na produção em torno de sua tendência de longo prazo. Além disso, o RMI limita a liberdade de ação da AM para surpreender com variações na inflação, visando explorar o trade-off entre inflação e

desemprego no curto prazo. Ele ancora, portanto, a política monetária ao objetivo central de manter a estabilidade de preços.

Paim (2016) cita que o BCB é responsável por manter a estabilidade da moeda via controle da taxa de juros. O autor compreende que ao investigar as raízes nas quais o NCM foi fundamentado, torna-se evidente a significativa influência do monetarismo, revelando quão distante essa abordagem está de desenvolver uma teoria que explique adequadamente a endogenia da moeda. Isto se deve ao fato de que o monetarismo sustenta uma teoria que concebe a moeda como algo suscetível a ser controlado externamente pela AM. Não é surpreendente, portanto, que o NCM destaque a opção pela taxa de juros como instrumento de política monetária, como se a AM tivesse abdicado do controle sobre a oferta monetária para adotar a taxa de juros.¹⁷

Apontar para a possibilidade de uma escolha pela AM esconde uma distinção mais fundamental entre o NCM e a perspectiva pós-keynesiana. De acordo com esses, uma teoria que compreende a endogeneidade de maneira "profunda" defende que a AM não possui a capacidade plena de controlar diretamente o agregado monetário, restando-lhe apenas o controle da taxa de juros. Em outras palavras, ao contrário da justificativa apresentada pelo NCM, não existe uma opção real para a AM controlar diretamente o agregado monetário, tornando o uso da taxa de juros, em vez da quantidade de moeda, como instrumento de política monetária, uma necessidade incontornável (PAIM, 2016).

Portanto, o objetivo principal é garantir que a inflação permaneça em níveis baixos e estáveis. Nesse contexto, a política monetária deve focalizar exclusivamente o controle da inflação, considerando que seu impacto na economia real é temporário, uma vez que a moeda é considerada neutra, conforme preconiza o Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Dessa maneira, pode-se afirmar que o Regime de Metas de Inflação (RMI) também é derivado da Teoria Quantitativa da Moeda. (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

Ademais, mesmo que a TQM não seja mais empregada como um modelo para direcionar a política monetária, uma vez que a quantidade de moeda não é mais o instrumento primário utilizado pelos bancos centrais, ainda há vestígios presentes em alguns livros-texto de economia. Um exemplo disso é a sequência causal utilizada para explicar o funcionamento do sistema bancário (PAIM, 2016).

¹⁷ Sargent e Wallace (1975), por exemplo, apresentam artigo que testa duas opções para a condução da política monetária, indicando ser possível a autoridade monetária escolher qual o instrumento a ser utilizado. (PAIM, 2016)

De acordo com Paula (2014), nesta abordagem, o banco detém reservas que permitem a criação de depósitos e, conseqüentemente, a concessão de empréstimos (reservas-depósitos-empréstimos). Nesse contexto, as instituições financeiras são consideradas como agentes neutros, responsáveis por alocar de forma eficiente os recursos entre tomadores e emprestadores. Ademais, modelos mais recentes reconhecem que os bancos administram seus ativos de modo a otimizar a alocação e reduzir a fragilidade de suas carteiras em relação aos passivos, cuja composição decorre das escolhas dos depositantes.

Em contrapartida, a teoria pós-keynesiana concebe a oferta monetária como endógena, fundamentada na percepção de que mudanças na renda e no emprego determinam a demanda por empréstimos e, conseqüentemente, o estoque de moeda. Nessa visão, as instituições financeiras são consideradas agentes ativos no processo de criação de moeda. Portanto, a ordem de causação é invertida: os bancos expandem os empréstimos, o que resulta em depósitos que, por sua vez, se convertem em suas próprias reservas - empréstimos-depósitos-reservas (PAULA, 2014).

Dessa forma, a criação de moeda é impulsionada pelo crédito. Além disso, uma vez que a taxa de juros é estabelecida, os bancos aprovam todas as demandas por empréstimos, o que os coloca como liderados pela demanda. Em momentos de crise, quando a fragilidade dos bancos é exposta, a AM assume o papel de prestador de última instância, oferecendo suas reservas para as instituições financeiras. Assim, a criação de moeda é respaldada pela AM para evitar o risco de uma crise financeira (PAULA, 2014).

Contudo, as taxas de juros em vigor no sistema financeiro, especialmente no sistema bancário, como as taxas de aplicações financeiras, empréstimos e financiamentos, desempenham um papel significativo para a população. Essas taxas são de extrema relevância, uma vez que influenciam diretamente as decisões de poupança e investimento de pessoas e empresas. Segundo Carvalho *et al.* (2000), muito usada em A Teoria Geral de Keynes, a liquidez pode ser atribuída apenas à moeda ou aos títulos públicos e soberanos, especialmente, de países que atuam numa hierarquia monetária mais elevada.

Segundo Feijó, Araújo e Pereira (2022) embora a importância da taxa de juros como instrumento de política monetária seja reconhecida, seu uso não é considerado adequado quando a fonte da inflação não é a demanda. Isto porque seus efeitos têm impactos duradouros na economia, já que a taxa de juros é um componente importante na formação dos preços de bens, serviços e de ativos. Ou seja, a moeda não é neutra, nem no curto e nem no longo prazo. No curto prazo, altera os preços relativos daqueles produtos intensivos em juros.

Segundo Feijó, Araújo e Pereira (2022), embora se reconheça a relevância da taxa de juros como instrumento de política monetária, seu uso não é considerado apropriado quando a fonte da inflação não é a demanda. Isso ocorre porque a taxa de juros desempenha um papel crucial na determinação dos preços de bens, serviços e ativos, resultando em efeitos duradouros na economia. Tanto no curto quanto no longo prazo, a moeda não é neutra. Quando a política monetária utiliza a taxa de juros para controlar a inflação, ocorre um aumento nos preços relativos de produtos nos quais os juros têm um impacto significativo nos custos, desencorajando a alocação de recursos em ativos de longo prazo e reduzindo o potencial de crescimento econômico (HANNSEGEN, 2006, *apud* FEIJÓ, ARAÚJO e PEREIRA, 2022).

A política monetária, ao definir a taxa de juros nominal de curto prazo, influencia o grau de preferência pela liquidez em diversas classes de ativos, impactando as decisões de alocação de portfólio e o ritmo de acumulação de ativos de capital físico, o que, por conseguinte, afeta o crescimento econômico a longo prazo (CARVALHO, *et al.* 2000). Na busca por assegurar a disponibilidade de empregos na economia, a política monetária pode adotar a estratégia de facilitar o acesso ao dinheiro, mantendo taxas de juros mais baixas. Isso estimula mais transações financeiras, impulsionando a dinâmica econômica e favorecendo a criação de empregos. Portanto, na perspectiva monetária keynesiana, é crucial que os detentores de riqueza privada aceitem com convicção o nível da taxa de juros que afeta a retenção de ativos em diferentes graus de prêmio de liquidez.

O debate pós-keynesiano, conforme delineado por Rochon (2006), se desenrola em duas frentes principais: i) argumentando que as causas da inflação não residem no excesso de demanda, como muitos bancos centrais acreditam, mas sim nos custos, destacando que os principais determinantes da inflação são os custos; ii) ao tentar controlar a inflação mediante o contínuo aumento da taxa de juros, a meta estabelecida pode ser alcançada à custa do colapso econômico, impactando a distribuição de renda, a demanda agregada e o produto. Portanto, a transmissão do efeito da taxa de juros nos preços é um processo longo e complexo, podendo acarretar custos consideráveis, não sendo totalmente eficaz para controlar os níveis de inflação nos contextos contemporâneos.

O conservadorismo na condução da política monetária fundamenta-se na convicção de que a inflação prejudica significativamente o crescimento econômico, sendo a estabilidade o objetivo primordial da política monetária. Essa perspectiva, conforme Modenesi (2012), é amplamente aceita por formadores de opinião, acadêmicos e pela sociedade em geral. No entanto, os custos associados a uma política monetária restritiva são discutidos de forma

periférica no contexto da busca pela estabilidade. Isso implica que qualquer aumento na inflação, independentemente da origem da pressão, suscita a expectativa de elevação das taxas de juros, resultando na redução das expectativas de crescimento econômico.

Tendo sido destacadas a questão das expectativas, as convenções sobre juros mais altos e a rigidez dos juros no Brasil, Nakano (2005) expõe outro aspecto, que relaciona a taxa Selic com as operações do Banco Central e a dívida pública. De acordo com o autor, mais do que 50% da dívida pública mobiliária federal, em poder do público, além das operações de financiamento do BC, são pós-fixados e sofrem correção diária pela Selic. Dado que o valor dessas dívidas é determinado pela capitalização da taxa diária de juros, qualquer aumento nessa taxa resulta imediatamente em um acréscimo no montante total da dívida.

Uma parcela significativa dessa dívida pertence ao BC (*overnight*) e está presente no mercado aberto. Portanto, pode-se deduzir que o aumento das taxas de juros gera um aumento imediato na disponibilidade de recursos líquidos no sistema. A oferta de crédito pode expandir-se se os bancos não restringirem a quantidade em resposta ao aumento da taxa e do risco associado. Curiosamente, dado que a maioria das aplicações financeiras e títulos públicos em si são líquidos ou contam com a garantia de liquidez pelo BC, temos uma situação peculiar na qual o aumento das taxas de juros, geralmente associado à restrição de liquidez em circunstâncias normais, acaba por ampliar a liquidez no Brasil (NAKANO, 2005).

Autores como Nakano (2005), Lopreato (2008) explicam que durante a hiperinflação, os mercados de dívida pública e de moeda se mesclaram, com a dívida pública sendo refinanciada diariamente no *overnight*. O autor destaca que o Brasil apresenta uma singularidade no cenário global, em que o BCB tem o controle direto sobre a taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública (pós-fixada), abrangendo as taxas de longo prazo.

Essa mesma taxa é utilizada como meta operacional (over-Selic) e direciona as operações no mercado de reservas bancárias. Em outras palavras, a taxa de juros que remunera as reservas excedentes dos bancos nas operações de mercado aberto estabelece um piso e também remunera os títulos de longo prazo. Ao impor ao mercado de curto prazo a mesma taxa de remuneração dos títulos da dívida pública, é evidente que todos optarão predominantemente por investimentos em juros pós-fixados e de curto prazo. Dessa forma, Nakano (2005) argumenta que manter essa fusão após a estabilização não faz sentido e representa um custo adicional para a sociedade brasileira.

Isso ocorre porque os empresários tendem a ser cautelosos ao investir, visando evitar possíveis perdas financeiras. Da mesma forma, os bancos, ao concederem crédito, também adotam uma postura conservadora. Diante de sinais de crise ou desaceleração econômica, os

agentes econômicos muitas vezes preferem manter liquidez em moeda, em detrimento de realizar investimentos mais arriscados e produtivos. Embora tais investimentos possam gerar renda e emprego, o maior risco associado a eles pode ser encarado como um sacrifício. Além disso, esses investimentos são considerados ilíquidos, e a falta de liquidez pode comprometer a preservação da riqueza (CARVALHO, 2015).

Dentro desse contexto, Nakano (2005) argumenta que, torna-se praticamente inviável para o TN alongar significativamente o perfil da dívida pública, pois compete diretamente com o BCB. O TN seria compelido a oferecer um prêmio adicional acima da Selic, que já se encontra em níveis extraordinariamente elevados. Assim, surge uma armadilha: a elevação do piso da taxa de juros Selic, aliada à existência de títulos e investimentos de curto prazo remunerados por essa taxa diariamente, torna quase impossível estender o perfil da dívida pública. Além disso, esse perfil, vinculado à taxa de juros elevada, indica risco elevado, não incentiva os investidores a adquirirem títulos de longo prazo.

Ao definir metas para a taxa Selic e operar no *open market*, o BC precisa considerar o impacto dessas políticas no estoque de títulos públicos. A introdução das Letras do Banco Central (LBCs) durante o Plano Cruzado destaca a necessidade de conciliar a política monetária com a administração da dívida. Em situações em que elevar a taxa de juros poderia causar uma crise sistêmica, o BCB optou por trocar títulos arriscados por LBCs, sem risco de taxa (OREIRO e AMARAL, 2008). Isso limitou o alongamento da dívida, que vinha ocorrendo com a introdução de títulos de maior prazo. Assim, BCB e TN frequentemente precisam recomprar títulos para preservar liquidez e rolar a dívida (FERREIRA, ROBOTTON e DUPITA, 2004).

Quando o BCB busca reduzir a demanda, é necessário elevar as taxas de juros a patamares elevados. Isso leva os bancos a restringirem o crédito devido ao aumento do risco de inadimplência. Este risco decorre de fenômenos nos quais os agentes econômicos podem ajustar seu comportamento com base em diferentes contextos de transações econômicas. Nesses casos, torna-se difícil distinguir entre produtos, trabalhadores ou clientes adequados e confiáveis dos inadequados. De maneira simples, o autor diz que os lucros dos bancos estão ligados à taxa de juros até atingir um ponto crítico, após o qual começam a diminuir devido ao aumento da inadimplência (NAKANO, 2005).

Dessa maneira, a transmissão da política monetária no Brasil, especialmente frente ao aumento da taxa de juros, beneficia imediatamente os detentores de dívida pública, tornando-os mais ricos e proporcionando um aumento nos pagamentos de juros, estimulando a demanda. A menor autonomia da política monetária beneficia a classe rentista se o controle

da inflação é feito via controle da taxa de juros (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2002). Os bancos também veem seus ativos e receitas crescerem, uma vez que são grandes detentores de títulos públicos em Selic, resultando em mais recursos disponíveis para empréstimos. Somente quando a taxa de juros ultrapassa o nível crítico, a oferta de crédito é quantitativamente restringida pelo sistema bancário, o que leva a uma contração na demanda (NAKANO, 2005).

Enquanto isso, os bancos se encontram em uma situação vantajosa, pois nem a restrição de crédito nem a elevação da taxa de juros implicam prejuízos, como seria comum. No Brasil, têm a opção de investir no *overnight* e obter a taxa Selic, além de especular com títulos de taxas pré-fixadas quando a taxa de juros Selic começa a declinar.

2.3. O resultado do Banco Central

O BCB desempenha um papel crucial na condução da política monetária, regulando a taxa de juros de curto prazo e controlando a oferta de moeda por meio de operações de compra e venda de títulos públicos emitidos pelo Ministério da Fazenda (MF). Essas transações são contabilizadas como ativos no balancete do BCB, e, seguindo o princípio contábil das partidas dobradas, geram uma contrapartida no Passivo, representada pela rubrica "Demais Recursos". Essa abordagem busca manter o equilíbrio entre ativos e passivos no balanço, refletindo as operações realizadas para influenciar as condições monetárias na economia. (LEISTER e MEDEIROS, 2012). Tais ações do BCB estão reunidas no balancete simplificado apresentado no quadro a seguir:

Quadro 2: Balancete simplificado do Banco Central

ATIVO (A)	PASSIVO (P)
Reservas Internacionais (RI)	Papel-moeda emitido (PM)
Títulos do Tesouro Nacional (tTN)	Reservas Bancárias (RB)
Redescontos e Empréstimos	Demais Recursos (DR)
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)

Fonte: Leister e Medeiros (2012)

Lopes e Rossetti (2005) explicam que algumas das funções típicas do BCB são expressas nas contas do seu balancete. A função de emprestador de última instância aparece na conta redescontos e empréstimos. Já a função de depositário das reservas internacionais é expressa na conta reservas internacionais, com valor expresso em moeda nacional de acordo com a taxa de câmbio. É importante notar ainda que é através da aquisição de títulos públicos comprados diretamente do TN que o BCB pode desempenhar eventualmente a função de financiar o governo.

O balancete evidencia que a base monetária¹⁸, originada a partir da concessão do monopólio da emissão da moeda e sobre o qual não se pagam juros, permite ao BCB aplicá-la em ativos que rendem juros, RI, recebidos pelos títulos do MF mantidos na carteira do Banco Central (tMF) e empréstimos pro setor privado. Além disso, é importante ressaltar que o custo de produção das notas é consideravelmente inferior ao seu valor nominal, o que gera uma diferença favorável ao Banco Central. Essa diferença é comumente conhecida como receita de senhoriagem. (LEISTER e MEDEIROS, 2012)

Portanto, é esperado que, estruturalmente, o Banco Central apresente resultados positivos. É justo que esse montante, obtido através de uma concessão, seja repassado ao ente que o concedeu (ou seja, o governo federal). Ademais, é relevante destacar que o resultado positivo também pode ser influenciado pela desvalorização cambial, uma vez que o valor das Reservas Internacionais (em moeda nacional) se eleva.

É importante destacar que não deve ser um dos objetivos da AM a geração de resultados positivos¹⁹, mas sim a busca da estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Um resultado positivo é meramente um resultado possível, no âmbito de seu mandato legal de assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente²⁰ (LEISTER e MEDEIROS, 2012).

Quanto às possíveis alocações de um resultado positivo, de acordo com Robinson e Stella (1993), são três: a constituição de reservas com lucros retidos, a transferência para o MF e, se o BCB for parcialmente de propriedade do governo, o pagamento de dividendos aos acionistas. Com relação à natureza do resultado, é importante notar que os ganhos

¹⁸ Base monetária é o somatório de papel-moeda emitido (PM) e reservas bancárias (RB), Leister e Medeiros (2012)

¹⁹ Tampouco criticada por gerar resultados negativos oriundos de suas atribuições institucionais (LEISTER e MEDEIROS, 2012).

²⁰ Apesar de ter sido dito que maximização de resultado positivo não é o objetivo do Banco Central, deve-se ter o cuidado para que, em tempos de orçamento apertado, órgãos como Ministério das Finanças não exerçam pressão para que a autoridade monetária adote uma política monetária altamente expansionista/inflacionária para que o Governo obtenha receita de curto prazo adicional oriunda do ganho baseado no monopólio de emissão da moeda. Em outros termos, um conflito entre política monetária e política fiscal pode surgir nesse contexto, assunto que será retomado adiante (LEISTER e MEDEIROS, 2012).

provenientes do diferencial entre os juros ativos e passivos diferem daqueles decorrentes de oscilações cambiais, principalmente porque estes últimos podem ser revertidos caso o câmbio mude de direção no momento seguinte. Portanto, debater sobre a destinação do resultado positivo com base em sua natureza pode ser tão relevante quanto discutir se esse resultado deve ou não ser transferido ao MF (LEISTER E MEDEIROS, 2012).

Uma análise mais detalhada do relacionamento entre as duas instituições permitirá obter a natureza do resultado positivo do BCB. Pelo balancete do BCB é possível construir uma equação simples de determinação do resultado

$$R = (i^* \cdot RI + is \cdot tMF + im \cdot Esp) + \Delta e \quad (1)$$

A equação (1) revela que o resultado do Banco Central é influenciado pelos:

- juros (i^*) obtidos com as reservas internacionais;
- juros (is) recebidos dos títulos do MF mantidos na carteira do Banco Central (tMF);
- juros (im) provenientes dos empréstimos ao setor privado (Esp);
- variação cambial na marcação a mercado das reservas internacionais (Δe).

Três dos quatro componentes mencionados estão de maneira direta ou indireta relacionados à emissão de dívida pelo MF. Isso ocorre porque as RI são geralmente adquiridas mediante a emissão de títulos da dívida pública, em consonância com a estratégia de esterilização vinculada ao processo de aquisição de moedas estrangeiras. Consequentemente, é possível associar os termos $i^* \cdot RI$ e Δe à emissão de títulos do MF (LEISTER e MEDEIROS, 2012).

Além disso, se a variação cambial (Δe) resultar em perda, dependendo do arranjo institucional entre Banco Central e MF, o MF pode ser responsável por cobrir essa perda. Nesse caso, o MF se verá obrigado a emitir títulos públicos para compensar esse resultado negativo. Portanto, é apropriado estabelecer uma relação entre a variação cambial (Δe) e a emissão de títulos do MF. Evidentemente, o termo $is \cdot tMF$ está diretamente associado à dívida pública (LEISTER e MEDEIROS, 2012).

Possíveis perdas devido a variações cambiais (Δe) e despesas com pagamento de juros (is) são normalmente compensadas pela emissão de dívida pelo Ministério da Fazenda (MF). Considerando que esses gastos contribuem para a criação de dívida, quando essas fontes geram resultados positivos, esses recursos devem ser direcionados para a redução do

endividamento público. A falta desse direcionamento pode resultar em uma trajetória contínua de aumento da dívida pública, além de potencialmente favorecer o financiamento inflacionário do déficit público, pois o resultado positivo não é destinado à redução da dívida, mas sim a outros gastos governamentais (LEISTER e MEDEIROS, 2012). Por isso é possível observar que a Lei nº 13.820/2019 promoveu benefícios para a regulamentação do BCB, já que permitiu que fosse feita a cobertura dos resultados financeiros do órgão com a reserva de resultado.

Mendes. (p. 215, 2016) aponta que um aspecto relevante da diferença entre lucros realizados e não realizados é que eles podem constituir um financiamento implícito do BCB ao Tesouro, o que afrouxa a restrição fiscal imposta ao Tesouro e estimula a geração de déficit público. O autor afirma que o financiamento é implícito pois não decorre de um processo de aquiescência do BCB em relação ao expansionismo do Tesouro, cobrindo automaticamente a expansão. Decorre, certamente, do efeito colateral da regra de transferência de lucro do BCB ao TN. Sullivan (2009, p.12):

Para os Bancos Centrais, o tema de lucros realizados ou não realizados tem implicações importantes de política monetária. A realização de lucros do banco central representa uma transferência de recursos reais da economia para o banco central, resultando numa contração da base monetária. Lucros não realizados estão ainda esperando essa transferência de recursos, assim sua distribuição como dividendos provê o governo com uma expansão de recursos para a qual nenhuma correspondente contração terá ocorrido. Isso produz um resultado expansionista, que pode conflitar com os objetivos de política monetária do banco central. De um ponto de vista econômico, lucros realizados representam a transferência de recursos reais e são um componente legítimo das receitas fiscais. A distribuição de lucros não realizados é equivalente a empréstimo não esterilizado para o governo, algo frequentemente proibido na legislação de bancos centrais.

Stella (1997, p. 30) alerta que a transferência de lucros não realizados do BCB ao Tesouro é considerado um financiamento de acordo com o manual de procedimentos fiscais do FMI:

As estatísticas do governo do FMI requerem que somente lucros baseados em caixa sejam incluídos nas receitas governamentais outras que não impostos. Essas estatísticas são muito claras ao afirmar que a parcela do lucro do banco central resultante de fontes que não são caixa devam ser tratadas como financiamento do governo.

Em resumo, o autor argumenta que bancos centrais sujeitos a fortes variações patrimoniais, como é o caso brasileiro, devem evitar transferir diretamente os ganhos que não foram realizados ao TN (Mendes, p. 215, 2016), E, de preferência, constituir reservas para cobrir prejuízos futuros, realizando a transferência do saldo entre ganhos e perdas após o

acúmulo de um período, este saldo em uma conta reserva do BCB. Por uma questão de prudência, as perdas podem ser transferidas ao TN mais rapidamente que os ganhos, evitando assim a descapitalização do BCB. Em anexo, o Quadro 3 exibe uma tabela que compara a maneira como a transferência dos resultados positivos dos Bancos Centrais para o governo é determinada, incluindo diversos países como referência.

Como Mendes (p. 217, 2016) cita que, antes de haver o grande acúmulo de reservas internacionais do BCB, as suas operações não demonstraram preocupação em regular o tratamento contábil de ganhos e perdas patrimoniais não realizados decorrentes da oscilação da taxa de câmbio. Segundo este autor, em função da mudança na composição do balanço do BCB, que ficou mais sujeito às variações do câmbio, o governo federal resolveu mudar a legislação acerca do cálculo e transferência do resultado do BCB ao TN. A mudança assim foi justificada pela Exposição de Motivos que acompanhou a MP 435/08:

8. (...) a política de reforço das reservas cambiais, somada aos impactos decorrentes das intervenções da autoridade monetária no mercado interno mediante o emprego de derivativos cambiais, tem implicado volatilidade no resultado do Banco Central do Brasil. Isso ocorre porque, em consonância com as práticas contábeis nacionais e internacionais, a lei determina que as demonstrações do Banco Central do Brasil sigam o regime de competência para o reconhecimento de receitas e despesas. Semelhante procedimento conduz a que a apuração, em moeda nacional, do estoque de reservas cambiais e derivativos cambiais detidos pelo Banco Central do Brasil sofra os efeitos das oscilações na taxa de câmbio, a despeito da possibilidade de reversão, em data futura, de receitas e despesas com variações cambiais.
9. O crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais tem tornado o resultado do Banco Central do Brasil excessivamente volátil, o que prejudica a análise do resultado das operações de política monetária, função principal da autarquia.

Uma inovação introduzida pelo artigo 5º da lei 11.803/08, que permitiu que os pagamentos do TN ao BCB, em casos de resultados negativos, fossem realizados por meio da entrega de títulos públicos. Essa modificação cria uma dinâmica peculiar, na qual os resultados positivos fluem do BCB para o TN em forma de dinheiro, enquanto os resultados negativos representam uma transferência de títulos do TN para o BCB. Além disso, considerando que o Tesouro pode empregar esses recursos em despesas fora da relação com o BCB, surge a possibilidade de um financiamento implícito do BCB ao Tesouro (MENDES, 2016).

De acordo com Porto (2017), uma alteração significativa ocorreu quando, em situações em que a AM possui um número reduzido de títulos em sua carteira, o TN é autorizado a transferir mais títulos ao BCB, sem exigir contrapartida financeira. Essa prática pode ser classificada como uma forma de capitalização do BCB pelo TN, implica na recepção

de títulos para o ativo do BCB, com o correspondente aumento registrado no patrimônio líquido.

Segundo o Tesouro Nacional (2019) o tratamento do resultado financeiro do BCB e a gestão da carteira livre em conformidade com a política monetária foram aprimorados pela colaboração entre as duas instituições e o Congresso Nacional. Esse aprimoramento foi formalizado pela Lei nº 13.820/2019, que introduziu melhorias no arranjo institucional, visando a redução de fluxos relacionados à equalização cambial e a cobertura dos resultados financeiros do BCB.

Quando a gestão de liquidez do BCB compromete quase totalmente sua carteira de títulos com operações compromissadas, é importante que o Banco Central mantenha uma margem de segurança para evitar constrangimentos na execução plena da política monetária. A Lei nº 13.820/2019 aprimora a legislação anterior (Lei 11.803/2008), que autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BCB para garantir a adequada manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública. A atualização introduz um mecanismo automático de aportes sempre que a carteira de títulos livres²¹ do BCB atingir percentual igual ou inferior a 4% da carteira total, substituindo a condição anterior de R\$20 bilhões. Além disso, a nova lei permite o cancelamento dos títulos aportados, caso não sejam mais necessários, evitando encargos desnecessários (TESOURO NACIONAL, 2019).

Segundo Godoy Junior (2022), a Lei nº 13.820/2019 trouxe inovações significativas para a gestão financeira do BCB. Uma das principais alterações foi a criação da Reserva de Resultado, destinada a preservar a parte mais volátil dos lucros do BCB, provenientes das reservas internacionais e derivativos cambiais, para compensar eventuais resultados negativos futuros. Além disso, a lei estabeleceu um mecanismo automático de emissão de títulos do TN para o BCB, chamados de aportes, sempre que a Carteira Livre atingir percentual igual ou inferior a 4% da Carteira Total. Essa legislação também prevê a possibilidade de cancelamento de títulos, mediante aprovação do CMN.

De acordo com a nova lei, o resultado positivo do BCB no balanço semestral, após a constituição de reservas, será considerado uma obrigação para com a União e deve ser pago até o 10º dia útil após a aprovação do balanço. Em caso de resultado negativo, este será coberto pela reversão da reserva de resultado constituída de resultados financeiros positivos anteriores. Após esgotadas as reservas e redução do patrimônio, o saldo remanescente do prejuízo pode ser coberto pela emissão de títulos da dívida pública, tornando-se uma

²¹ Sua carteira de títulos livres não é comprometida como lastro das operações compromissadas (TESOURO NACIONAL, 2019)

obrigação do TN para o BC. A lei também permite, em circunstâncias excepcionais de restrições severas de liquidez, o uso dos recursos da reserva para pagamento da Dívida Pública Mobiliária Interna com autorização do CMN (NUNES *et al*, 2020).

Este capítulo buscou oferecer mais informações a respeito da relação entre operações compromissadas enquanto instrumento de política monetária e seus impactos sobre a dívida pública. Essa observação destaca a necessidade de uma análise mais aprofundada sobre o impacto das operações compromissadas na dinâmica da dívida pública, proporcionando uma compreensão mais completa dessas transações e delineando um caminho para a construção de um relacionamento mais sólido e interligado entre as entidades em questão. No seguinte, será feita uma análise exploratória de dados que mostram a relação entre a tríade apresentada nos primeiros capítulos deste trabalho: compromissadas - dívida pública - juros.

CAPÍTULO 3:

ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE A RELAÇÃO ENTRE COMPROMISSADAS E A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA.

Segundo a Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 47, a partir de 2008, uma nova concepção da Dívida Bruta do Governo Geral entrou em vigor, com início de sua série histórica em dezembro de 2006, após o resgate de todos os títulos emitidos pelo BCB que ainda estavam em circulação no mercado. Essa mudança resultou em uma alteração no cálculo da dívida representada por títulos públicos federais internos.

A partir desse ponto, este conjunto passou a incluir a dívida mobiliária no mercado emitida pelo TN e as operações compromissadas conduzidas pela Autoridade Monetária. Em outras palavras, os "títulos livres" na carteira do BCB não são mais considerados na nova abordagem da DBGG.

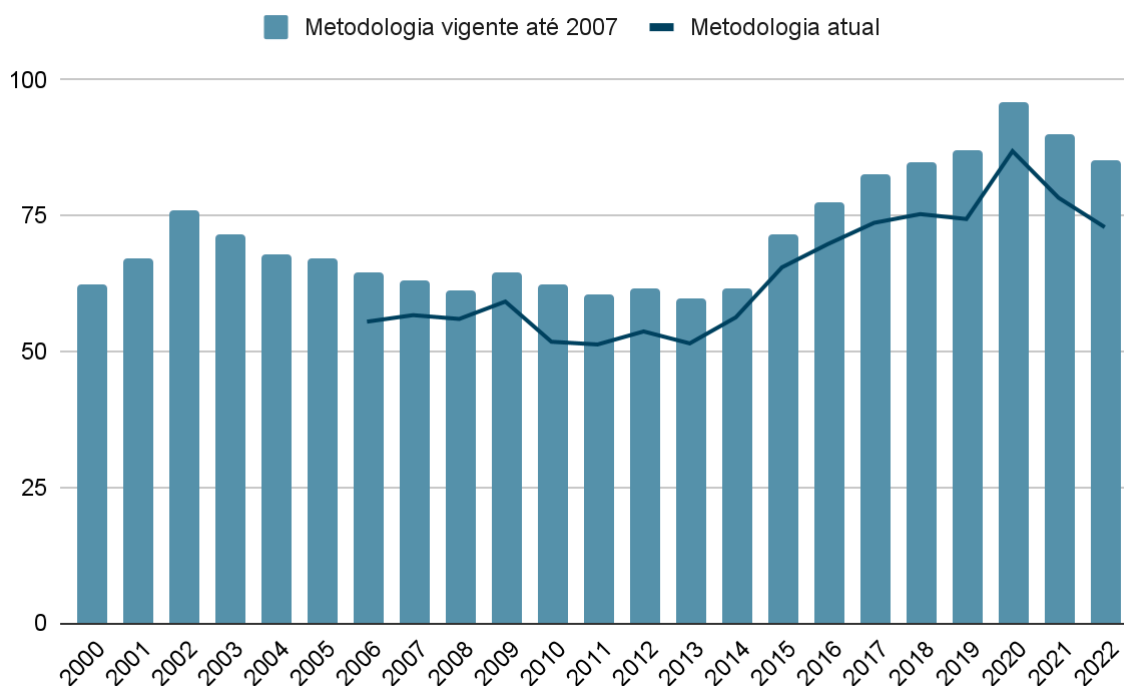
Barbosa (2020) destaca que as operações compromissadas ascenderam à posição de segundo maior componente da DBGG, ficando atrás apenas da Dívida Mobiliária em Mercado. Importante ressaltar que essas operações são comumente utilizadas para ajustes temporários de liquidez. No entanto, no contexto brasileiro, elas foram amplamente empregadas em um cenário de excesso estrutural de liquidez, transformando-se em um instrumento de financiamento do setor público.

Segundo a autora, um desafio adicional é que as operações compromissadas não recebem tratamento específico como dívida pública, seja por parte do BCB ou pelo TN. Ao examinar os fatores que condicionaram a evolução da dívida pública no Brasil durante os anos 2000, seja no conceito de DBGG ou no conceito de DLSP, a autora observa que esses fatores continuam a ser predominantemente financeiros, frequentemente negligenciados devido à ênfase das análises recair majoritariamente na perspectiva fiscal. Além disso, destaca-se uma particularidade brasileira que merece atenção: o elevado volume das operações compromissadas e suas implicações para a DBGG (BARBOSA, 2020).

O gráfico 2 consolida os dados anuais da DBGG de acordo com as duas metodologias. A mudança metodológica teve impactos significativos na maneira como a dívida pública é calculada e relatada, refletindo a evolução das práticas de gestão da dívida.²²

²² 2 O indicador de DBGG na metodologia observada até 2007 permanece sendo publicado, com vistas a manter a transparência sobre o assunto e a possibilitar seu acompanhamento por analistas e pela sociedade em geral. As informações atualizadas sobre a DBGG no conceito que vigorou até 2007 estão disponíveis em:

Gráfico 2: Estoques da DBGG, segundo a metodologia utilizada pelo BCB (% PIB)



Dados: BCB (2018)

Conforme destacado por Santos (2021), em setembro de 2021, a DBGG representava 83% do PIB, enquanto a dívida mobiliária em mercado e as operações compromissadas do BCB equivaliam a 55,7% e 13,5% do PIB, respectivamente. Essa constatação revela que esses dois componentes em conjunto totalizavam aproximadamente 83,4% da DBGG.

O endividamento público é sensivelmente influenciado pela conjuntura econômica e pelas políticas adotadas, conforme destacado pelos indicadores vinculados aos títulos. A taxa Selic, por exemplo, desempenha um papel preponderante, evidenciando a estreita relação entre as políticas fiscais e monetárias no Brasil. Quando a AM utiliza a taxa básica de juros para controlar a inflação, isso pode resultar em um aumento da dívida, dado que os papéis atrelados à Selic são pós-fixados (SANTOS, 2021). Segundo a Salto (2018), a dívida brasileira apresenta uma particularidade significativa, visto que o aumento do juro básico implica em um efeito renda positivo para os detentores desses títulos, exercendo pressão sobre a demanda da economia.

A crise global desencadeada, em 2020, pela disseminação da COVID-19, demandou um considerável aumento nos gastos públicos para mitigar os impactos econômicos e sanitários. Conforme demonstrado pelo Gráfico 2, em 2020, a DBGG aumentou em mais de 10 pontos percentuais em relação ao PIB brasileiro. É relevante notar que, no final de 2020 e início de 2021, a DBGG se aproximou de 90% do PIB. Essa análise ilustra a complexidade e a dinâmica do endividamento público em face de eventos econômicos e crises de magnitude global (SANTOS, 2021).

De acordo com o Relatório de Inflação do BCB, de março de 2008, no que diz respeito ao tratamento das operações compromissadas no contexto da DBGG, é importante considerar a estreita relação entre essas operações e a dívida do Tesouro. O conceito anterior da DBGG não as incluía, pois o BCB podia realizá-las com títulos de sua própria emissão. Com o impedimento legal das emissões de títulos pelo BCB, surgiu a possibilidade de reduzir a DBGG sem exigir um esforço fiscal significativo. Isso poderia acontecer caso o TN deixasse de renovar parte da dívida mobiliária e o BCB, alinhado com os objetivos da política monetária, atuasse para diminuir o excesso de liquidez no mercado. Observa-se, portanto, a seguinte composição básica da DBGG:

Tabela 1: Composição da Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)

Discriminação	dez/06	dez/16	dez/20	dez/21	dez/22
Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG	55,5	69,8	86,9	78,3	72,9
Dívida Interna	49,2	59,8	76,1	67,4	63,7
Dívida mobiliária em mercado	44,6	40,5	56,8	53,7	52,0
Dív. Mobiliária do Tesouro Nacional	44,4	41,0	57,2	54,1	52,4
Aplicações de entidades da adm. Federal	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4
Demais - dívida mobiliária	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Operações compromissadas do BCB	3,2	16,7	16,2	11,0	9,3
Dívida bancária	0,5	2,5	3,0	2,7	2,5
Governo Federal	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Governos estaduais	0,3	1,9	2,3	2,0	1,8

Discriminação	dez/06	dez/16	dez/20	dez/21	dez/22
Governos municipais	0,1	0,4	0,6	0,5	0,5
Outras dívidas internas	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dívida externa	6,2	10,1	10,8	10,9	9,1
Governo Federal	5,6	8,3	8,6	8,9	7,6
dos quais: Títulos de dív. negociados no mercado doméstico	0,0	6,4	5,4	6,0	5,0
Governos estaduais	0,5	1,6	1,9	1,7	1,3
Governos municipais	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2

Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Como retrata Magalhães e Costa (2018), o montante das operações compromissadas atingiu R\$22,86 bilhões em dezembro de 2005, registrando um aumento para R\$893,15 bilhões em março de 2016, representando um crescimento de 3.57%. Adicionalmente, 82,5% dessas operações estavam concentradas em um prazo de até três semanas. Em média, o saldo total foi de R\$920,9 bilhões em fevereiro de 2016, e o custo anual estimado, considerando a taxa média de juros dessas operações como a atual (ano de 2018) taxa Selic de 14,25% ao ano, seria de R\$131,2 bilhões em 2016. Como Paula e Sangoi (2016) citam, vários fatores contribuíram para esse aumento, incluindo a necessidade de esterilizar as crescentes reservas internacionais, o aumento dos empréstimos do TN para bancos públicos a partir de 2009 e o uso mais frequente de *swaps* cambiais pelo BCB.

Segundo Paula e Sangoi (2016), o rápido crescimento do volume de operações compromissadas trouxe desafios significativos para a gestão da política econômica. Durante o período de 2008/09, em resposta à crescente aversão ao risco dos investidores causada pela crise global, houve uma migração de investimentos dos títulos públicos emitidos diretamente pelo TN para os leilões de operações compromissadas realizados pelo BCB.

Apesar da gradual diminuição da participação dos títulos públicos indexados à taxa Selic, Letras Financeiras do Tesouro (LFT) na dívida pública total, o aumento das operações compromissadas manteve intacto o mercado de "*overnight*" na economia brasileira. Esse cenário favoreceu investimentos de curto prazo, gerando conhecidos efeitos adversos nos

canais de transmissão da política monetária e no desenvolvimento do mercado de dívida privada (PAULA E SANGOI, 2016).

Dornelas (2019) concorda que o uso das compromissadas deu a essa prática características semelhantes ao observado no período em que toda a riqueza do País girava no *overnight* via zeragem automática e, comenta que, este elemento repercute não só no reforço da manutenção do perfil de curto prazo dos investimento no Brasil, como também implica outras consequências, inclusive relacionadas à eficiência das políticas monetária e de gestão da dívida pública.

Lopreato (2014) adiciona que na prática, essa situação implica que os saldos ociosos estão sendo investidos a curto prazo, com remuneração vinculada à taxa Selic, ou seja, essa abordagem permite valorizar o excesso de liquidez com juros comparáveis aos ganhos dos títulos públicos de longo prazo. O aumento das compromissadas foi observado por Dornelas (2019), que comenta que a praticamente perfeita substituição entre reservas bancárias e títulos públicos resultou em uma redução das reservas excedentes mantidas pelos bancos, uma vez que estas não são remuneradas, ao contrário dos títulos públicos. Consequentemente, os bancos começaram a investir as reservas não compulsórias em títulos públicos, utilizando-os como um mecanismo para alocar seus recursos.

A autora, relaciona também a dificuldade de se romper o perfil de curto prazo dos investimentos no país e a baixa eficiência da política monetária. Isso devido às operações compromissadas terem se tornado um fonte de ganho para os bancos, implicando em dificuldade de estabelecer uma estrutura de taxas que refletem as expectativas do mercado sobre as taxas de juros futuras. Sendo a situação ainda mais grave com a pós-fixação, devido ao longo prazo na curva de rendimentos da economia seguir o prazo médio da dívida pública que, pelo número alto de operações compromissadas pós-fixada, é curto (DORNELAS, 2019)

Segundo Lopreato (2014) a política de redução da participação das LFT, sobretudo em 2012, levou as instituições a se adaptarem e procurarem alternativas semelhantes para atender às suas metas de baixo risco, alta liquidez e rentabilidade. As operações compromissadas se tornaram uma alternativa viável, explicando, em parte, o aumento do seu uso, que atingiram R\$692 bilhões em abril de 2013. As instituições optaram por trocar os ganhos das LFTs pelos juros da Selic diária, mantendo seu comportamento ao garantir os benefícios no curto prazo rendimento igual ao de longo prazo.

Para Paula e Sangoi (2016) é relevante notar que o aumento da participação das operações compromissadas no estoque total da dívida pública bruta indica uma perda relativa de controle do TN na gestão da dívida pública e um papel mais proeminente do BCB nesse

processo, com o crescimento de sua carteira de títulos públicos utilizados como lastro para operações compromissadas.

Paula e Sangoi (2016) avançam que a coordenação entre o BCB e o TN é crucial para a gestão da política econômica. Contudo, conflitos de interesse podem dificultar essa coordenação, especialmente no que diz respeito à colocação de títulos públicos no mercado. Enquanto o BCB busca controlar a taxa de juros, o gestor da dívida pública visa financiar o setor público com o menor custo possível. Esse "conflito" é mais evidente no contexto brasileiro, onde existem títulos indexados à taxa Selic e operações compromissadas, resultando em uma interação de mão dupla entre o financiamento da dívida pública e a política monetária.

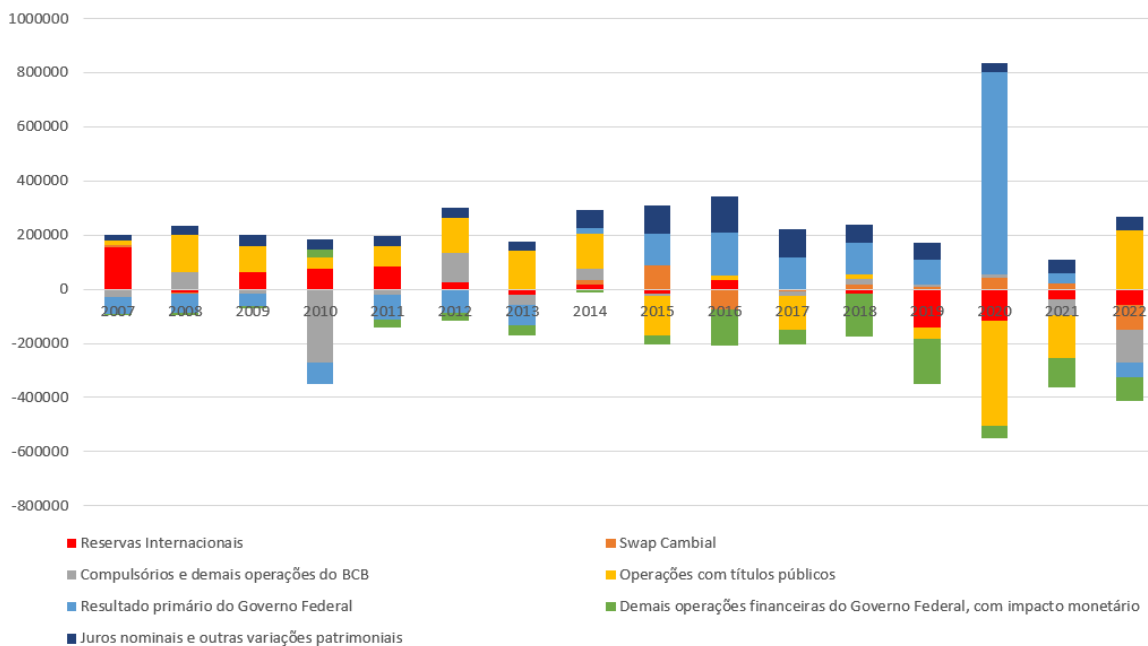
A expansão do balanço do BCB tem sido uma tendência global, especialmente a partir de 2008, devido a políticas como o "*quantitative easing*"²³ adotado por países desenvolvidos e ao forte influxo de capital para economias emergentes a partir de 2009. A esterilização do crescimento da base monetária tem sido realizada por meio de depósitos remunerados junto aos bancos centrais ou pela emissão de títulos próprios dos bancos centrais, com prazos geralmente de até um ano, enquanto o Brasil utiliza predominantemente "*reverse repos*"²⁴ (PAULA E SANGOI, 2016).

Para contornar essa situação, Lopreato (2014) sugere medidas como a eliminação da indexação diária, a redução do estoque de operações compromissadas e, mais importante ainda, a efetiva separação dos mercados monetário e de títulos públicos no Brasil. Essa separação seria fundamental para estabelecer uma gestão mais eficaz e transparente da política econômica.

²³ O *quantitative easing* (QE), ou alívio quantitativo, é a compra de ativos em larga escala, geralmente de longa maturidade, pelo banco central (SILVA, 2020)

²⁴ Outra nomenclatura utilizada para as operações compromissadas. Ferreira (2016)

Gráfico 3: Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas.



Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central (2007-2022)

O resultado positivo nas contas da tabela indica que houve uma ampliação na base monetária devido à atuação do determinante, enquanto o resultado negativo sinaliza que o determinante contribuiu para a contração da base monetária. É evidente que, durante o período analisado, os principais impulsionadores da expansão da base monetária foram os juros das operações compromissadas, as transações envolvendo títulos públicos primários e a aquisição de reservas internacionais (GOMES, 2022).

Conforme mencionado por Santos e Gouvêa (2014), o aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) ocorreu devido à necessidade de quitar parte da dívida externa. Simultaneamente, o crescimento das operações compromissadas está principalmente vinculado à intensificação do ritmo de acumulação de reservas internacionais pelo BCB a partir de 2006. Isso ocorre porque, para conter a expansão da base monetária, o BCB realiza operações de mercado aberto para reduzir a liquidez do sistema financeiro.

Segundo Filho (2015) uma fase de apreciação e crise, de 2006 a 2008, marcada pelo aumento significativo nos valores das *commodities* no mercado internacional, resultando na diminuição da taxa de câmbio real para níveis semelhantes aos observados durante a implementação do Plano Real. Esse período terminou com a crise financeira de 2008, que

depreciou as moedas de economias emergentes e recolocou a taxa de câmbio real temporariamente no patamar verificado no final de 2005, que terminou em 2008, segundo o Ipeadata, em 2,33.

Outro fator significativo que contribuiu para o aumento do volume de compromissadas em 2008 foi a liberação de parte do compulsório dos bancos, aproximadamente R\$100 bilhões. Essa medida reflete o que foi classificado na época como uma preferência pela liquidez do sistema bancário brasileiro diante das incertezas geradas pela crise. A subsequente diminuição, por sua vez, está associada ao crescimento dos depósitos dos bancos no BCB, indicando uma alteração nos passivos desse banco (SANTOS E GOUVÊA, 2014).

O aumento expressivo das operações compromissadas entre 2006 e o início de 2010 estava relacionado à necessidade de retirar a liquidez gerada pela aquisição de reservas internacionais. A intensidade desse processo levou, no biênio 2010-2011, à utilização dos depósitos compulsórios como medida para reduzir o uso excessivo das compromissadas como instrumento de política monetária. Paralelamente, houve a opção de resgatar títulos públicos no mercado primário com os superávits fiscais entre 2006 e 2014, uma decisão que também contribuiu significativamente para o aumento acentuado das operações compromissadas, uma vez que a liquidez decorrente da aquisição das reservas internacionais passou a ser controlada por meio dessas operações (PELLEGRINI, 2017).

Filho (2015) cita que um período caracterizado por avaliação e intervenção ocorreu de 2009 a 2011, quando a liquidez global se expandiu, resultando em um novo aumento nos preços internacionais das *commodities* e impulsionando a taxa de câmbio real de volta ao patamar observado no final do Plano Real. Esta fase chegou ao fim no início do governo Dilma, quando o governo brasileiro implementou o "IOF derivativos", um imposto sobre o aumento de posição vendida em BRL no mercado de derivativos cambiais, visando evitar uma apreciação ainda maior do BRL.

Ao longo de 2011, No âmbito doméstico, houve um registro de uma reversão nas políticas econômicas do governo. houve o abandono da sinalização de austeridade e de políticas monetária e fiscal convencionais, dando lugar a uma série de medidas econômicas conjunturais e estruturais com foco na retomada do crescimento, as quais ganharam maior destaque ao longo de 2012. Essas ações buscaram não apenas mitigar os canais de contágio da crise externa, mas também superar as restrições internas à retomada do crescimento. A mudança de direção do governo representou uma resposta ao antigo dilema de escolher entre adotar um combate rigoroso à inflação, mesmo em um cenário de desaceleração econômica,

ou buscar a retomada do crescimento, adotando uma postura mais tolerante em relação à inflação (BONFIM, 2017).

A dinâmica cambial passou por transformações a partir de 2012, quando o BRL começou a se depreciar sem grandes intervenções governamentais, em resposta a um novo cenário econômico internacional. Especificamente em 2012, a desaceleração do crescimento econômico global, especialmente na China, reduziu os termos de troca do Brasil e depreciou o BRL. No ano seguinte, a expectativa de redução dos estímulos monetários pelo Federal Reserve dos EUA, conhecido como "*tapering talk*" de Ben Bernanke, causou outra depreciação cambial no Brasil (FILHO, 2015).

Bonfim (2017) cita que no segundo semestre de 2012, sinais de recuperação na economia mundial apontavam para uma lenta normalização do cenário externo, e os esforços do governo criaram expectativas de fortalecimento da recuperação econômica. No entanto, essa recuperação ocorreu de maneira mais lenta do que o previsto, suscitando dúvidas sobre a capacidade de crescimento diante das adversidades externas.

Entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro de 2013, o autor cita que um amplo processo de flexibilização monetária foi conduzido, resultando na redução da taxa Selic para seu menor nível já registrado (7,25% a.a.). Nesse período, a política fiscal inicialmente restritiva transformou-se em uma abordagem fortemente expansionista. Além disso, diversas ações foram implementadas para lidar com o excesso de liquidez global, que impulsionava um significativo ingresso de capital, incluindo o aumento do uso de *swaps* cambiais pelo BCB. Entre as medidas adotadas pelo governo, aquelas de particular relevância para nossa pesquisa incluem a redução da taxa Selic de 12,50% para 7,25% a.a., seu mínimo histórico, mantido por quase seis meses, até abril de 2013 (BONFIM, 2017).

Considerando esses dois anos, a taxa de câmbio real aumentou aproximadamente 21% entre dezembro de 2011 e dezembro de 2013. Em termos da história econômica brasileira, uma depreciação cambial dessa magnitude tem efeitos recessivos e inflacionários na economia, assemelhando-se a um choque de oferta adverso. A expressiva depreciação do BRL levou o governo brasileiro a modificar sua estratégia cambial a partir de 2013, passando da contenção da apreciação para a contenção da depreciação (FILHO, 2015).

No intervalo entre 2006 e 2012, observou-se um significativo aumento na aquisição de reservas internacionais pelo BCB. Conseqüentemente, para neutralizar o excesso de liquidez gerado por essas aquisições, houve um aumento no uso das operações compromissadas. No entanto, após 2012, apesar da estabilidade na aquisição de reservas internacionais, nota-se que o movimento de expansão das operações compromissadas persistiu. Assim, embora as

reservas internacionais tenham sido um fator explicativo predominante para as operações compromissadas até 2012, a partir desse ano, outros determinantes passaram a desempenhar um papel significativo nesse movimento. (GOMES, 2022)

As expectativas pessimistas foram confirmadas no final de 2012, com resultados fracos na recuperação econômica e a persistência da inflação acima do centro da meta. Isso resultou no aumento dos juros DI (Depósitos Interfinanceiros) futuro para 1 ano, indicando que os investidores avaliavam que mesmo os fatores conjunturais de curto prazo justificariam a retomada do aumento da Selic. Notavelmente, para o contexto brasileiro, diferentemente do cenário americano, que pressionaria o BCB nessa direção, o BCB iniciou efetivamente um novo ciclo de contração monetária em abril de 2013. Essa decisão foi uma resposta à proximidade da inflação ao teto da meta e ao agravamento das incertezas relacionadas às novas diretrizes das políticas macroeconômicas. (BONFIM, 2017)

Especificamente, no final de 2013, o MF revogou grande parte da tributação sobre entrada de capitais e apostas na apreciação do BRL, enquanto o BCB começou a oferecer proteção financeira (*hedge*) contra a depreciação do BRL por meio de *swaps* cambiais no mercado de derivativos (FILHO, 2015).

O aumento significativo das compromissadas em R\$223 bilhões, um acréscimo de 54%, surpreendeu, sendo explicado por vários fatores destacados por Bonfim (2017):

a) A injeção exógena de liquidez, evidenciada pela continuidade da política de acúmulo de reservas até o início de 2012, somada à liberação de cerca de R\$100 bilhões dos recolhimentos compulsórios, resultou em acumulação de liquidez pelos bancos, expressa nas compromissadas, enquanto os resgates líquidos da dívida pública minimizaram o impacto monetário final das operações do Tesouro, que injetaram R\$242 bilhões.

b) A escassez de outros ativos de baixa duração, como a redução das LFTs e títulos privados, tornou as compromissadas mais atrativas, resultando em seu expressivo aumento.

c) Uma parcela rígida da demanda por ativos de alta liquidez, por questões regulamentares e precaucionais, contribuiu para manter a atratividade das compromissadas.

d) A persistência do cenário de redução dos juros e a euforia com um "novo normal" não foram consistentes para transformar profundamente o mercado de renda fixa, mantendo a aversão ao risco de posições prefixadas.

e) O mercado de renda fixa e compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB) cresceu 15%, superando a expansão de títulos públicos e privados, resultando em uma injeção de liquidez no mercado.

O autor destaca que, durante 2013, a acumulação de liquidez interbancária gerou preocupações, e a busca por compromissadas foi impulsionada por vários fatores, incluindo sua atratividade em um contexto de volatilidade e sua não marcação à mercado, tornando-as mais vantajosas que outros ativos. O BCB aproveitou essa demanda para alterar o perfil desses títulos, reintroduzindo compromissadas de três meses e buscando transformar a taxa Selic em *benchmark*²⁵ no médio e longo prazo (BONFIM, 2017).

Conforme apontado por Filho (2015) até meados de 2014, o BCB já havia disponibilizado *hedge* cambial equivalente a 25% das reservas cambiais brasileiras em dólares americanos (USD). Apesar de os resultados dos *swaps* serem pagos ou recebidos em BRL, representam uma redução da proteção líquida do governo brasileiro contra a depreciação do BRL. No entanto, a apreciação do BRL não é meramente resultado da venda de *swaps* pelo BCB.

A sinalização de que a retirada dos estímulos monetários e uma eventual elevação da taxa de juros nos EUA seriam lentas, conforme indicado pelo “*forward guidance*”²⁶ de Janet Yellen, também contribuiu para a apreciação do BRL no início deste ano. Em linhas gerais, a tendência de longo prazo da taxa de câmbio brasileira está mais relacionada às condições financeiras internacionais do que às ações do BCB ou do MF (FILHO, 2015).

Bonfim (2017) destaca a retomada dos recolhimentos compulsórios, liberados em 2012, como um ponto crucial na injeção ou retirada de liquidez do sistema. Dos cerca de R\$100 bilhões liberados em 2012, aproximadamente R\$50 bilhões foram recolhidos em 2013 e no início de 2014. Adicionalmente, os resgates líquidos volumosos da dívida pública foram expressivos, totalizando R\$145 bilhões em 2013 e R\$57 bilhões no primeiro semestre de 2014.

No primeiro semestre de 2014, a redução da volatilidade dos juros norte-americanos impactou os juros brasileiros, levando os agentes a visualizarem a possibilidade de redução da taxa Selic. Diante do expressivo aumento da preferência por liquidez por parte do público, o Tesouro acelerou as emissões de LFTs e LTNs de curto prazo, resultando em aumentos de 58% na primeira e 42% nos prefixados com prazo de até um ano. As operações compromissadas, por sua vez, também se tornaram um meio para atender a essa demanda, registrando um aumento de 45%. Diversos fatores de injeção de liquidez foram cruciais para impulsionar essas operações, com destaque para a liberação de aproximadamente R\$60

²⁵ Referência de retorno esperado (MARQUES, 2013)

²⁶ Segundo o conceito de Potter e Smets (2019), esta ferramenta tem como objetivo prover informações sobre futuras ações de política monetária, com o intuito de influenciar expectativas.

bilhões dos recolhimentos compulsórios em julho de 2014, visando estimular a economia diante da perspectiva de estagnação, totalizando um montante de recursos injetados até julho de 2015 (BONFIM, 2017).

Ao examinar o papel do TN no contexto das operações compromissadas, Pellegrini (2017) analisa tanto o comportamento da conta única do TN quanto às operações realizadas pelo órgão no mercado primário de títulos públicos. Até 2014, a conta única do TN desempenhou um papel fundamental na contração da base monetária e, por conseguinte, na redução das operações compromissadas. Contudo, a partir desse ano, devido às dificuldades fiscais enfrentadas pelo país, essa relação se inverteu. Consequentemente, a conta única deixou de ser um fator de contração da base monetária e passou a ter um efeito expansionista.

Segundo Bonfim (2017) o déficit primário do Governo Central, equivalente a 0,4% do PIB em 2014, em contraste com o superávit de 1,4% do PIB no ano anterior e o primeiro déficit desde 2002, resultou em uma injeção de R\$32 bilhões em 2014, sendo um ano com impacto monetário das operações do Tesouro. No segundo semestre de 2014, o resgate líquido da dívida pública totalizou R\$70 bilhões, enquanto a emissão líquida em 2015 resultou em uma contração da liquidez de R\$106 bilhões.

Outro fator relevante foi a decisão do BCB de não utilizar a venda definitiva de títulos públicos de sua carteira. A partir de 2015, a conversão dos superávits em déficits primários foi acompanhada por emissões líquidas de títulos no mercado primário, evitando pressões adicionais sobre as operações compromissadas. No entanto, o saldo dessas operações continuou a aumentar, principalmente devido à incidência dos juros (PELLEGRINI, 2017).

A capitalização das próprias compromissadas também desempenhou um papel crucial no aumento da liquidez em 2014 e 2015, especialmente diante do significativo aumento da taxa Selic. Esse período, caracterizado pelo contínuo aumento da Selic, foi claramente influenciado pela instabilidade política, sendo que as expectativas de mercado só se acalmaram com a abertura do processo de impeachment da presidente, com perspectivas de efetivação.

Bonfim (2017) destaca eventos relevantes entre julho e agosto que abalaram a confiança no governo, como a revisão da meta fiscal para 2015 e o envio de uma Lei Orçamentária Anual para 2016 com déficit de R\$ 30 bilhões, resultando no rebaixamento da nota de crédito soberano do país pela Standard & Poors. Isso gerou aumentos nas taxas de juros, câmbio e inflação. Entre setembro e janeiro, o governo enfrentou desafios como o fracasso na implementação do ajuste fiscal, o isolamento do Ministro da Fazenda e pressões

pelo impeachment da presidente. Uma reforma ministerial foi anunciada em dezembro de 2015, com a substituição do Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, por Nelson Barbosa.

Pellegrini (2017) identifica diversos fatores que tiveram impacto no aumento das operações compromissadas no período compreendido entre 2005 e 2017. Dentre esses fatores, é importante destacar o papel do depósito compulsório, o acúmulo de reservas internacionais, a influência das taxas de juros e a atuação do TN.

Nos primeiros meses de 2016, apesar da melhora em janeiro, a perspectiva de redução de juros e inflação ganhou destaque com o afastamento provisório da presidente Dilma Roussef. Até meados de 2017, com o novo governo comprometido com ajuste fiscal e reformas, os investidores passaram a apostar na queda estrutural dos juros. Para evitar aumento nas operações compromissadas, o TN emitiu um novo mix de títulos, destacando o crescimento das LFTs, atingindo R\$1 trilhão com aumento de 52%. Houve redução de emissões de prefixados curtos e aumento nas emissões de prefixados médios e longos, buscando melhorar o perfil da dívida (BONFIM, 2017).

Em 2015 e 2016, a incerteza econômica elevou a demanda por liquidez e fuga de capitais, seguida por uma diminuição de juros futuros, câmbio e inflação com perspectivas positivas para o governo. Apesar da instabilidade política em 2017, a economia apresentou sinais de leve recuperação, acompanhada por mudanças na política de dívida pública, incluindo a retomada da emissão de LFTs em resposta à crescente preferência por liquidez (BONFIM, 2017).

Keusen (2023) cita que ao assumir a presidência em 2019, Jair Bolsonaro nomeou Roberto Campos Neto para liderar o BCB. A gestão eficiente de Ilan Goldfajn, seu antecessor, possibilitou que o novo presidente mantivesse a política de taxas de juros em níveis baixos sem desencadear um aumento descontrolado da inflação. Quando Ilan Goldfajn assumiu a presidência do BCB em 2016, seu objetivo era estabilizar as expectativas em relação à meta de inflação, que estavam desajustadas devido à política monetária do mandato anterior.

Alinhadas às medidas fiscais, como a PEC 55/2016, que estabeleceu o Teto de Gastos, as mudanças na direção do BCB contribuíram para a redução das expectativas de inflação e uma diminuição gradual das taxas de juros. Essas ações proporcionaram a Roberto Campos Neto, ao assumir o BCB em fevereiro de 2019, um cenário estável, com inflação em 3,89% e taxa de juros de 6,50%. Diante de uma inflação abaixo da meta, o BCB pôde manter a taxa de juros de forma expansionista (KEUSEN, 2023). Barbosa (2022) cita que, em 2019, houve redução das compromissadas com as emissões líquidas de títulos públicos e com a venda de reservas internacionais.

O autor prossegue destacando que ao longo de 2019, a AM efetuou repetidas reduções na taxa Selic, que estava em 4,25% quando a OMS declarou a situação sanitária como pandemia em março de 2020. Segundo Gustavo Franco (2021), os impactos econômicos da crise seriam mais graves sem a presença de taxas de juros baixas ao entrarmos na crise. O contexto de juros baixos viabilizou a recuperação econômica após a crise de 2014, tornando a economia mais resiliente em 2020 (BARBOSA, 2022).

Assim, o Keusen (2023) conclui que o esforço do BCB, A AM optou por reduzir a taxa de juros, promovendo cortes sucessivos até que, em agosto de 2020, o Copom estabeleceu a taxa Selic em seu nível mais baixo desde o início da série histórica: 2,00% ao ano. A taxa Selic real apresentava uma trajetória de declínio desde 2016. No meio de 2017, a política monetária entrou em modo expansionista e, em 2020, diante da pandemia, foi adotado um estímulo monetário extraordinariamente alto. A partir de março, a AM implementou uma série de medidas com esse propósito.

De acordo com o Tribunal de Contas da União (TCU), entidade encarregada pela auditoria das atividades do Banco Central do Brasil, aproximadamente quarenta medidas foram adotadas para preservar a funcionalidade dos mercados financeiros (TCU, 2021).

Segundo Keusen (2023) primeiramente, o BCB implementou um conjunto de medidas que totalizaram R\$1,2 trilhão em injeção de liquidez na economia, visando assegurar que as instituições financeiras dispusessem de recursos para atender às demandas do mercado. Essas medidas incluíram a redução da alíquota para os depósitos compulsórios, empréstimos com equivalência em títulos de dívida pública e a introdução de um novo depósito a prazo com garantias especiais.

Além disso, o BCB propôs iniciativas de liberação de capital que representavam um potencial de expansão no volume de crédito da ordem de R\$1,16 trilhão, conforme divulgado pelo próprio BCB. Entre essas iniciativas, destacam-se o *overhedge* de investimentos em participação no exterior e a redução do Adicional de Conservação de Capital Principal (ACCP). Vale mencionar também a PEC 10/2020, conhecida como "PEC do Orçamento de Guerra", que concedeu diversas autorizações para a atuação do BCB. Essa emenda permitiu que a AM realizasse a compra de títulos públicos e privados, anteriormente vedada pela Constituição. O objetivo dessa medida era proporcionar ao BCB formas adicionais de garantir liquidez e reduzir as taxas de juros, por meio do que conhecemos como *Quantitative Easing*. Adicionalmente, autorizou o BCB a receber depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras (KEUSEN, 2023).

Em 2021, é destacada uma alteração na abordagem adotada pela AM. Segundo Keusen (2023), inicialmente, ocorreu o encerramento do forward guidance, anunciado durante a 236ª reunião do Copom em janeiro de 2021. Nesse contexto, pela primeira vez desde 2015, o Copom elevou a taxa de juros em março de 2021. Essa decisão teve como objetivo reduzir o estímulo monetário e diminuir a probabilidade de descumprimento da meta de inflação. Além disso, o segundo ano da pandemia da Covid estava em curso, mantendo-se relevante apesar do início do processo de imunização. O Auxílio Emergencial, uma política de transferência de renda criada para assegurar uma renda mínima às famílias mais vulneráveis durante a pandemia, inicialmente previsto para três meses, foi estendido até o final de 2021 devido à piora na situação sanitária, exercendo pressão adicional nos cenários de inflação e fiscal.

Quando há alta de preços de *commodities*, o Brasil costuma se beneficiar, como ocorreu na década de 2000. No entanto, em 2022, o real se depreciou, puxando os valores desses produtos para cima em moeda local. O presidente do BCB associou essa depreciação ao aumento do risco fiscal, causado pelo descumprimento da regra fiscal do Teto de Gastos. Ao longo do ano, o Copom elevou a taxa de juros em quatro ocasiões, alcançando 13,75%, o nível mais alto desde 2016. O BCB manteve essa estratégia ao longo do ano, resultando em uma taxa de juros de 13,75% ao final de 2022. A inflação atingiu 5,79%, ultrapassando o limite superior da meta de 3,5%, estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) (KEUSEN, 2023).

Quando a taxa Selic é reduzida, há impactos nas operações compromissadas e na gestão da dívida pública. Operações compromissadas envolvem títulos atrelados à taxa Selic, e uma diminuição na Selic pode resultar em uma redução nas taxas de juros dessas operações. Isso pode influenciar a atratividade dessas transações para os investidores, afetando a dinâmica do mercado.

Quando a taxa Selic é mais baixa, o custo de captação de recursos pelo governo também diminui, o que pode influenciar a gestão da dívida pública. O governo pode buscar captar recursos por meio de emissões de títulos a taxas mais baixas, buscando reduzir os custos associados à dívida. Por outro lado, uma Selic mais baixa pode afetar o rendimento dos investidores que possuem títulos públicos atrelados a essa taxa.

Adicionalmente, a utilização de depósitos compulsórios exerce uma influência direta na redução das operações compromissadas, uma vez que provoca a contração da base monetária. Considerado um instrumento de política monetária, os depósitos compulsórios têm o potencial de impactar positivamente na gestão dos gastos governamentais, estabelecendo uma relação inversa com as operações compromissadas. Essa dinâmica oferece uma

ferramenta adicional para o Banco Central na busca por equilíbrio e eficácia na condução da política monetária, permitindo uma gestão mais flexível e alinhada aos objetivos macroeconômicos.

No que se refere ao acúmulo de reservas internacionais e *swaps* cambiais, nota-se uma relação direta com as operações compromissadas. Durante o início dos anos 2000, houve um significativo aumento nas operações compromissadas, impulsionado por esses dois instrumentos realizados pelo BCB. Contudo, a partir de 2019, observa-se um início de venda das reservas internacionais, impactando de forma inversa nas operações compromissadas.

Além disso, a implementação da Lei nº 13.820, a partir do mesmo ano, representou uma melhoria significativa no relacionamento entre o BCB e o TN. Isso se deve à redução das transações entre os órgãos, muitas vezes realizadas do BCB para o TN devido a resultados positivos relacionados às reservas internacionais. Vale ressaltar que esses resultados são, em grande parte, de natureza contábil, não necessariamente implicando em perda monetária. Essa legislação contribui para uma gestão mais eficiente e alinhada entre essas entidades, reduzindo a necessidade de transferências frequentes e fortalecendo a estabilidade do sistema financeiro.

Ao concluir esta análise detalhada dos componentes intrínsecos das operações compromissadas e sua avaliação no contexto da dívida pública, emerge uma compreensão mais profunda da influência desses mecanismos no panorama econômico. A decomposição minuciosa dessas operações revelou a complexidade das relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, ressaltando a interconexão entre reservas cambiais, resultados financeiros e estratégias de política fiscal e monetária.

A análise criteriosa desses componentes proporciona não apenas uma visão clara das transações em si, mas também lança luz sobre as implicações mais amplas para a estabilidade fiscal e monetária. A capacidade do Tesouro com o Banco Central melhorar o emprego dos recursos derivados dessas operações em despesas, destaca a necessidade de uma gestão estratégica e integrada da dívida pública. Nesse contexto, a avaliação dessas operações compromissadas não se limita apenas aos indicadores financeiros imediatos, mas estende-se para além, delineando a importância de considerar os impactos a longo prazo e as implicações para a economia brasileira na perspectiva fiscal, monetária e cambial.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo apresentar de que forma se estabelecem as relações entre as operações compromissadas e os lados fiscal e monetário da economia brasileira, a partir do período no qual estas passaram a ter grande evidência, frente à crise financeira de 2007-2008. Ele se justifica pela tentativa de entender a complexidade e a relevância do tema, especialmente no que diz respeito ao aumento do endividamento público brasileiro por meio das operações. Ao longo da análise, foi possível compreender a dinâmica dessas operações no contexto do sistema monetário, bem como relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Para isso, foi em 3 partes.

O período de 2007 a 2022 se revelou crucial para o entendimento das mudanças legislativas, do expressivo aumento dos *swaps* e reservas cambiais, e dos juros incidentes nas operações compromissadas. A temporalidade da pesquisa permitiu não apenas entender o contexto em que essas operações se intensificaram, mas também questionar a postura conservadora da política monetária brasileira, particularmente no que diz respeito à manutenção de taxas de juros elevadas.

A aquisição de reservas internacionais pelo Banco Central, entre 2006 e 2012, e o consequente aumento nas operações compromissadas para neutralizar o excesso de liquidez evidenciam a interconexão de diferentes elementos na condução da política econômica. Além disso, os juros das compromissadas emergiram como fator expressivo no aumento dessas operações, impactando não apenas a base monetária, mas também a dívida pública de maneira significativa. Os impactos fiscais das operações compromissadas foram claramente identificados, levando a uma reflexão sobre a necessidade de reavaliar a estratégia de manter taxas de juros elevadas para alcançar as metas de inflação. estudo aponta para uma possível revisão na postura conservadora do Banco Central, sugerindo uma combinação de elevado estoque de títulos públicos e taxas próximas da Selic, impactando tanto a dívida pública quanto a eficácia da política monetária. Diante dessas constatações, as considerações finais enfatizam a importância de discutir alternativas para a substituição gradual do uso das operações compromissadas. Uma das propostas revisitadas na literatura e que foi apresentada neste trabalho, diz respeito ao aumento dos depósitos voluntários; que buscam não apenas reduzir a dependência dessas operações e menor incitação à rigidez dos juros altos, mas também proporcionar benefícios como o alongamento de prazos e uma gestão mais eficiente da dívida pública.

Em síntese, as considerações finais re complexidade da institucionalidade deste arcabouço fiscal-monetário brasileiro, ainda mais em um cenário econômico conturbado (crises financeira, recessão brasileira, pandemia do COVID-19) e revisita alguns *insights* da literatura analisada, fundamentais para a compreensão dos desafios enfrentados pela política monetária brasileira ao longo de décadas.

REFERÊNCIAS

ABREU, M. P. A Ordem do Progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. *Revista Economia Contemporânea*, 12(3). 2008.

ARESTIS, P.; FILHO, F. F.; TERRA, F. H. B. Keynesian Macroeconomic Policy: Theoretical Analysis and Empirical Evidence. *Panoeconomicus*, 65(1), 1-20. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, Volume 10, Número 1. Brasília. Páginas 1-171. 2008. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/03/ri200803P.pdf>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Dados Abertos. Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Total - Banco Central. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/4505-divida-liquida-do-setor-publico--pib---total---banco-central>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Manual de estatísticas fiscais. Março, 2018a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Nota Técnica nº 47: Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública. Brasília. Páginas 1-27. 2018b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 55, de 16 de dezembro de 2020. Aprova o Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Diário Oficial da União, Brasília, DF. 2020. Acesso em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=55>. Acesso em: 14/05/2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular do Banco Central do Brasil nº 3.105, de 04 de abril de 2002. Institui o Redesconto do Banco Central, aprova seu regulamento e consolida suas normas. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 225, 8 abr. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Controle inflação. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>. Acesso em: 23/06/2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Demonstrações Financeiras. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/cdsfn>. Acesso em: 18/12/2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Glossário. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/glossario>. Acesso em: 23/06/2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira.v. 19, n.1, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.675, de 1999. Diário Oficial da União, Brasília, 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <<https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-tecnica-legislativa/-/TecnicaLegislativa/termo/epigrafe>>. Acesso em: 02/07/2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 3339. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2006/pdf/res_3339_v1_o.pdf. Acesso em: 23/06/2023

BANCO DA ESPAÑA. What are standing facilities?. Disponível em: <https://www.bde.es/wbe/en/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/ti>

[pos-interes-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html#:~:text=Standing%20facilities%20are%20monetary%20policy,counterparties%20on%20their%20own%20initiative](#)

BARBOSA, F. F. Dívida Pública no Brasil: uma investigação sobre seus determinantes financeiros. Sociedade Brasileira de Economia Política (ENAP), 23 páginas, 2020.

BARBOSA, F. F. Operações Compromissadas: Teoria e Análise do Caso Brasileiro (2000 - 2020). 2022. 148 f. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, 2022.

BARBOSA, F. H. The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 26, n. 2 (102), p. 231-238, Apr./June 2006.

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, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas. 2017. Disponível em: https://scholar.googleusercontent.com/scholar?q=cache:yPBtbnH2rKsJ:scholar.google.com/+operacoes+compromissadas+impeachment&hl=pt-BR&as_sdt=0,5

BORIO, C. Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries. Bank for International Settlements, BIS Working Papers n. 40. 1997.

BRANCO, E. Determinantes das operações compromissadas no Brasil. Dissertação (Mestrado em Economia) Universidade Católica de Brasília, 2018. Disponível em: <https://bdtd.ucb.br:8443/jspui/bitstream/tede/2376/2/EduardoCunhaCastelloBrancoDissertacao2018.pdf>

BRASIL. DECRETO Nº 3.088, DE 21 DE JUNHO DE 1999. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Brasília, 21 de junho de 1999.

BRASIL. LEI Nº 11.803, DE 5 DE NOVEMBRO DE 2008. Altera a Lei no 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências. Congresso Nacional, em 5 de novembro de 2008.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade, *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 22, n. 3-87, p.146-177. 2002.

BRITO, M. B. Dívida Pública: A Base da Financeirização no Brasil. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2021.

CARVALHO, F. J. C. Keynes on expectations, uncertainty and defensive behavior. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, n. 1, p. 44-54, 2015.

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; STUDART, R. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política* (2ª ed.). Rio de Janeiro: Campus. 2000.

CLETO, C. I.; DEZORDI, L. *Economia Empresarial*. Universidade Federal Do Paraná, Curitiba. 2002.

COSTA, F. S. Avaliação da Efetividade do Forward Guidance Adotado pelo Banco Central do Brasil Através de uma Análise de Fatores. Dissertação (Mestrado em Economia) Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2023.

DORNELAS, L. N. D. SELIC – O Mercado de Dívida Pública no Brasil. 2019. 125 p. Tese de Doutorado - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia - MG, 2019.

FEIJÓ, C., ARAÚJO, E. C., & BRESSER-PEREIRA, L. C. Política Monetária no Brasil em Tempos de Pandemia. *Brazilian Journal of Political Economy*. 2022. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/5V8WcFdTxhzJV73ztc3mdBh/#>

FERNANDES, O. A. Dívida mobiliária pública e financeirização da riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas), Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.

FERREIRA, C. K. L.; ROBOTTON, M. F.; DUPITA, A. B. Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta de discussão. Texto para discussão, PUC-SP, n. 9, 2004.

FILHO, B. N. O Desafio Macroeconômico de 2015-2018. Revista de Economia Política, 35(3), 403-425. 2015. Disponível em: <https://www.bde.es/wbe/en/areas-actuacion/politica-monetaria/politica-monetaria-area-euro/ti-pos-interes-bce/que-son-las-facilidades-permanentes-.html#:~:text=Standing%20facilities%20are%20monetary%20policy,counterparties%20on%20their%20own%20initiative>. Acesso em: 01/07/2023.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Government Finance Statistics Manual. Washington, IMF. 2014.

FRANCO, G. Lições Amargas: uma história provisória da atualidade. Rio de Janeiro: História Real, 2021.

GODOY JUNIOR, J. E. P. Financiamento de Despesas Federais – lições da COVID-19 no Brasil. Cadernos de Finanças Públicas, 02, 1-37. 2022.

GOMES, S. G. Operações Compromissadas e Política Monetária Brasileira. 64 f. Monografia - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, 2022.

GONÇALVES, C. P.; SINAY, C.; MARTINS, A. C. O Impacto da COVID-19 na Receita de Intermediação Financeira. 19 páginas. 2020.

GRAY, S.; PONGSAPARN, R. Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines. IMF Working Paper no. 15/106, 2015.

GURGEL, C. Braverman, o Estado e a “administração consensual”. Cadernos EBAPE.BR, v.12, n. 4, p. 803-828, 2014.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. Algumas inter-relações da política monetária fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil. Textos para Discussão, Senado Federal, Brasília, 2009.

JALORETTO, C. Banco Central do Brasil: Evolução histórica e questões atuais. In: Bacha, E. (Org.). A crise fiscal e monetária brasileira. São Paulo: Civilização Brasileira, 2016.

KEUSEN, B. A. Análise da condução da política monetária brasileira durante a pandemia da Covid-19. Monografia de Final de Curso, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Rio de Janeiro, Brasil, julho de 2023. Disponível em:

https://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Mono_23.1_Bernardo_de_Araujo_Keusen.pdf.

KEYNES, J. M. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Saraiva, 2012.

LACERDA, C. E. B. Os Impactos Fiscais Indiretos das Operações Compromissadas: Uma Análise via ARDL. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, 2022. Disponível em:

<https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/36211/4/ImpactosFiscaisIndiretos.pdf>

LEISTER, M. D.; MEDEIROS, O. L. Relacionamento entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária: A Experiência Internacional e o Caso Brasileiro (TD nº 013). Tesouro Nacional. 2012. Disponível em:

https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/4406/1/2012%20TEXTOS_Texto%2013.pdf.

Aceso em: 23/12/2023

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. Economia Monetária (9ª ed.). São Paulo: Atlas. p. 496. 2005.

LOPREATO, F. L. C. Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA, p. 261-292, 2014. Disponível em:

<http://www.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/lopreato/DividaPublica.pdf>.

LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 139, 2008.

MAGALHÃES, L. C. G.; COSTA, C. R. Arranjos Institucionais, Custo da Dívida Pública e Equilíbrio Fiscal: A Despesa 'Ausente' e os Limites do Ajuste Estrutural. Texto para Discussão 2403. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Rio de Janeiro. 2018. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/2/TD_2403_sumex.pdf

MARQUES, B C. Fundos de renda fixa índices de preços: uma análise de desempenho frente às variações da taxa Selic no período 2011–2013. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2014.

MENDES, M. J. A Lei 11.803/08 e a relação financeira entre Tesouro e Banco Central. In: Bacha, E. (Org.). A crise fiscal e monetária brasileira. São Paulo: Civilização Brasileira, 2016.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. Revista de Economia Política, v. 32, n. 3, p. 389-411, Set. 2012.

MORAES, A. R. Dinâmica da Política Monetária e Operações Compromissadas: uma análise do caso brasileiro. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, 2020.

NASCIMENTO, E. C. Determinantes da trajetória da dívida pública brasileira no período 2008-2016. Monografia. Universidade Federal de Uberlândia, 2007.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. Conjuntura Econômica, 59(11), 3 páginas. 2005. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/28218/27093>. Acesso em: 23/12/2023

NETO, A. A . Mercado financeiro. Editora Atlas. São Paulo, 2003.

NETO, B.; SILVA, C. Não linearidades nas relações entre a dívida pública e o crescimento econômico: uma aplicação ao caso brasileiro. *Nova Economia*, 2023. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/neco/a/4HrvmyWRDXKVYFnGDxSkBcn/>

NUNES, A.; FALÇÃO, P. G. F.; MONTEIRO, N.; ALMEIDA, A. N.; SOUZA JUNIOR, C. V. N. O Impacto do Resultado do Banco Central do Brasil para o Cumprimento da Regra de Ouro. *Revista Desenvolvimento em Questão*, 16(45), 120-137. 2020.

PAIM, B. Política monetária e dívida pública federal no Brasil, de 2004 a 2015. *Ind. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 43, n. 4, p. 23-40, 2016.

PAULA, L. F. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma abordagem Keynesiana*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PAULA, L. F.; SANGOI, R. Compromissadas, a Jabuticaba Brasileira. *Valor Econômico*, 24 de junho de 2016, p. 1-3. 2016. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/compromissadas-jabuticaba-brasileira>

PELLEGRINI, J. F. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo especial*, Outubro de 2017, nº3. Instituto Fiscal Independente. 2017.

PINTO, V.; ANDRADE, A. Os fatores condicionantes da Dívida Bruta do Governo Geral. *Comentários da IFI (Instituição Fiscal Independente)*, nº 19, 23 de junho de 2023.

POTTER, S.M.; SMETS, F. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis (CGFS Papers No. 63). Outubro, 2019.

ROBINSON, D. J.; STELLA, P. Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits em *How to Measure the Fiscal Deficit*, ed. by M. I. Blejer and A. Cheasty (Washington: International Monetary Fund), 1993.

ROCHON, L. P.; SETTERFIELD, M. Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the “Fair Rate” of Interest. *Journal of Post Keynesian Economics*, [S.l.], v. 30, n. 1, p. 13-42, Fall 2007.

ROCHON, L. P. The more things change... Inflation targeting and central bank policy. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 28, No. 4. 2006.

RODRIGUES, L. H. G. Custos Institucionais da Acumulação de Reservas Internacionais. Graduando do curso de Ciências Econômicas, Universidade de Brasília (UNB). Artigo publicado em *Revista Multiface*, Belo Horizonte, v. 9, n. 1, p. 59-78, 2021.

SALTO, F. S. Dívida Bruta: Evolução e projeções. *Comentários da IFI (Instituição Fiscal Independente)*, nº 7. 04 de outubro de 2018.

SANTOS, C. H. M.; GOUVÊA, R. R. (Eds.). *Finanças Públicas e Macroeconomia no Brasil: Um Registro da Reflexão do Ipea (2008-2014) - Volume 2: Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2004-2011*. Brasília-DF. 2014.

SANTOS, D. *at al.* Coletânea de macroeconomia aplicada: Crescimento, Inflação e Dívida pública. Publicar Editora, 2023. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Daiane-Santos-5/publication/373710205_COLETANEA_DE_MACROECONOMIA_APLICADA_CRESCIMENTO_INFLACAO_E_DIVIDA_PUBLICA/links/64f8b6be05a98c1b63f7b0a7/COLETANEA-DE-MACROECONOMIA-APLICADA-CRESCIMENTO-INFLACAO-E-DIVIDA-PUBLICA.pdf

SANTOS, R. C. dos. *Endividamento Público e Produção no Brasil: Uma Análise de Séries Temporais*. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal de Uberlândia, 2021.

SILVA, A. F. de A. da .Liquidez do Sistema e Administração das Operações de Mercado Aberto. Mai, 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/TD278.pdf>. Acesso em: 02/07/2023.

SILVA, R.. As finanças públicas como fator de estabilidade democrática: uma análise de países latino-americanos. *Revista tributária e de finanças públicas*, 2022. Disponível em: <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rftp/article/view/608/306>

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 101- 130, 2009.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39 (1), 195-214. 1993.

TCU. Pandemia já custou mais de R\$ 600 bilhões aos cofres federais. Out. 2021. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/pandemia-ja-custou-mais-de-r-600-bilhoes-aos-cofr-es-federais.htm#:~:text=%E2%80%9CConsiderando%20que%20o%20valor%20pago,agosto%20de%202021%E2%80%9D%2C%20explicou%20o.>

TESOURO NACIONAL. Conceitos Básicos: Brasília, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/perguntas-frequentes/divida-publica/conceitos-basicos>. Acesso em: 11/01/2024.

TESOURO NACIONAL. Ministério da Fazenda, Tesouro Nacional. Dealers: Sistema de dealers do Tesouro Nacional. Publicado em 16/04/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>. Acesso em: 21/09/2023.

TESOURO NACIONAL. Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Relatório anual do Tesouro Nacional. 2019. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relacionamento-entre-o-tesouro-nacional-e-o-banco-central/2019/30>.

TORRES, M. J. R. Operacionalidade da Política Monetária no Brasil. São Paulo. 181 f. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade de Campinas. 1999.

ANEXOS

Art. 2º da resolução Nº 2.675:

Art. 2º As operações compromissadas podem ter por objeto exclusivamente os seguintes títulos, devidamente registrados no Selic ou em sistema de custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários:

- I - títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil;
- II - créditos securitizados pelo Tesouro Nacional;
- III - títulos da Dívida Agrária de emissão do Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (Incra);
- IV - títulos estaduais e municipais;
- V - certificados de depósito bancário;
- VI - cédulas de crédito bancário;
- VII - certificados de cédulas de crédito bancário;
- VIII - letras de câmbio de aceite de instituições financeiras;
- IX - letras hipotecárias;
- X - letras de crédito imobiliário;
- XI - cédulas de crédito imobiliário;
- XII - debêntures;
- XIII - cédulas de debêntures;
- XIV - notas comerciais;
- XV - certificados de recebíveis imobiliários;
- XVI - cédulas de produto rural com liquidação financeira;
- XVII - certificados de direitos creditórios do agronegócio;
- XVIII - letras de crédito do agronegócio;
- XIX - certificados de recebíveis do agronegócio;
- XX - cédulas de crédito à exportação;
- XXI - notas de crédito à exportação;
- XXII - obrigações emitidas pela International Finance Corporation (IFC), nos termos da Resolução BCB n. 2.845/01; e
- XXIII - letras de arrendamentos mercantil.

Quadro 3: Lucros do Banco Central e Governo

País	Como a transferência do lucro do Banco Central ao governo é determinada?
China	Governo decide
Hong Kong	Governo decide
Índia	Banco Central decide, mas governo pode rejeitar
Indonésia	Pela lei
Coréia	90% do lucro
Filipinas	75% dos lucros distribuídos
Singapura	Frações mínimas para transferir ao governo e constituir reservas mínimas
Tailândia	25% para reservas, 90% do restante para fundo de resgate e 10% para o governo
Argentina	Pela lei
Brasil	Pela lei
Colômbia	Pela lei
México	Lucros transferidos após manter capital real
Peru	25% dos lucros, pela lei
República Tcheca	Legislador decide o orçamento do Banco Central
Hungria	Com base no lucro médio dos anos anteriores
Polônia	< 98% dos lucros, pela lei
Rússia	50% dos lucros
África do Sul	90% dos lucros, pela lei
Turquia	20% das reservas, em seguida 6% para dividendos, de acordo com a lei
Austrália	Pelo governo, consulta-se o Banco Central
Canadá	100% do lucro
Euro area	Banco Central decide

Fonte: Hawkins (2001) *apud* Leister e Medeiros (2012)