

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO MARANHÃO**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO**  
**SOCIOECONÔMICO**  
**MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO SOCIOECONÔMICO**

**MARCUS ANTONIO GOMES SOUZA**

**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL E A EVOLUÇÃO**  
**DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A 2016**

**SÃO LUÍS – MA**

**2020**

**MARCUS ANTONIO GOMES SOUZA**

**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL E A EVOLUÇÃO  
DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A 2016**

LINHA DE PESQUISA: Trabalho, Estado e Mundialização

Dissertação de mestrado apresentada ao programa de Pós-graduação em Desenvolvimento Socioeconômico para obtenção da titulação de mestre.

Orientador: Prof.<sup>o</sup>.Dr.<sup>o</sup>. **José Lúcio Alves  
Silveira**

**SÃO LUÍS-MA**

**2020**

**MARCUS ANTONIO GOMES SOUZA**

**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL E A EVOLUÇÃO  
DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A 2016**

Dissertação de mestrado apresentada ao programa  
de Pós-graduação em Desenvolvimento  
Socioeconômico para obtenção da titulação de  
mestre

Aprovada em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof.º.Dr.º. José Lúcio Alves Silveira (Orientador)**

---

1º Examinador

---

2º Examinador

SOUZA, MARCUS ANTONIO GOMES

AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL  
E A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A  
2016 / MARCUS ANTONIO GOMES SOUZA. – 2020  
111f.

Orientador(a): JOSÉ LÚCIO ALVES SILVEIRA  
Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento  
Socioeconômico/ ccso, Universidade Federal do Maranhão, UFMA, 2020.

1.Dívida pública. 2. Operações Compromissadas. 3.Política Fiscal.  
4.Política Monetária. I. SILVEIRA, Profº. Drº. JOSÉ LÚCIO ALVES. II.  
Título.

*“Tudo tem seu tempo determinado, e há tempo para todo o propósito debaixo do céu”.*  
*(Eclesiastes, Cap.03, Verso.01).*

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Antônio Souza e Joselene Gomes Batista, pela força e compreensão durante todos esses anos.

A todos os professores do Mestrado em Desenvolvimento Socioeconômico, pelo múnus sacerdotal de estudarem economia. Educar é muito além de ensinar, é despertar nos educandos o ato de pensar sobre o que fora aprendido.

À minha família, em especial aos meus irmãos, Mateus Souza e Marcela, minha Vó, Benigna Gomes, e a todos os meus tios e primos.

À minha namorada, Aline Araújo Rocha, pela compreensão, companheirismo, e todo seu amor.

Ao Prof<sup>o</sup>.Dr<sup>o</sup>. José Lúcio Alves Silveira, que aceitou o desafio de orientar-me ao longo dessa pesquisa e, que muito contribuiu para meu aprendizado nesse vasto campo que é as Ciências Econômicas.

A todos os meus colegas criados ao longo da vida acadêmica na Universidade, em especial aos do Mestrado em Desenvolvimento Socioeconômico, pela determinação, e principalmente pelo sonho de construirmos uma sociedade mais igualitária.

A todos os meus amigos, pela confiança, pela compreensão e colaboração para concretização desse ideal.

## RESUMO

Este trabalho analisa o endividamento público brasileiro e seus efeitos sobre a economia, tendo em vista a relevância das operações compromissadas enquanto componente de Dívida Pública. Visto que, a temporalidade dessa análise compreende o período de 2006 a 2016, ao passo que, nesse período é estabelecida para a economia brasileira a “*nova matriz macroeconômica*”. Inicialmente a discussão trata sobre os efeitos e consequências para a economia de uma dívida, cuja trajetória é crescente. Em seguida, apresenta-se as considerações metodológicas sobre as formas de financiamento, custo, risco e mensuração da dívida. Por conseguinte, analisa-se os fatores que contribuíram para o acentuado aumento do saldo das operações compromissadas a partir de 2006. Nesse caso, cabe destacar o aumento das reservas internacionais e, notadamente a relação entre Tesouro Nacional e Banco Central. Com base na atuação desses atores, entende-se que a elevação das compromissadas não foi um fato imprevisível e inevitável, mas resultado da interação entre essas instituições. Por fim, discute-se as operações compromissadas e a evolução da dívida pública brasileira ao longo dos anos de 2006 a 2016.

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

## ABSTRACT

This paper analyzes the Brazilian public debt and its effects on the economy, taking into account the relevance of repurchase agreements as a component of Public Debt. Given that the temporality of this analysis covers the period from 2006 to 2016, while in this period the "new macroeconomic matrix" is established for the Brazilian economy. Initially, the discussion deals with the effects and consequences for the economy of a debt whose trajectory is growing. Next, methodological considerations are presented on the forms of financing, cost, risk and debt measurement. Therefore, the factors that contributed to the sharp increase in the balance of repurchase agreements from 2006 onwards are analyzed. In this case, it is worth noting the increase in international reserves and, especially, the relationship between the National Treasury and the Central Bank. Based on the actions of these actors, it is understood that the increase in commitments was not an unpredictable and inevitable fact, but the result of the interaction between these institutions. Finally, there is a discussion of repo operations and the evolution of the Brazilian public debt over the years from 2006 to 2016.

**Keywords:** Public Debt, Repurchase Agreements, Fiscal and Monetary Policies.

## Lista de Ilustrações

### GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Efeitos de uma política fiscal expansionista sobre o nível de preços e a renda nacional.....	16
<b>Gráfico 2:</b> Efeitos de uma política fiscal expansionista sobre a taxa de juros e a renda nacional.....	17
<b>Gráfico 3:</b> A relação Poupança-Investimento.....	22
<b>Gráfico 4:</b> Taxa de juros e investimento.....	27
<b>Gráfico 5:</b> Efeito de um déficit orçamentário.....	30
<b>Gráfico 6:</b> Evolução das reservas internacionais e das operações compromissadas do BC – Dez/ano.....	75
<b>Gráfico 7:</b> Reservas acumuladas e Dívida assumida para adquirir - las – Mensal (R\$ bilhões).....	76
<b>Gráfico 8:</b> Variação mensal das componentes monetárias e financeiras do Brasil.....	78
<b>Gráfico 9:</b> Fatores condicionantes da evolução da Conta Única do TN – Dados acumulados em % PIB.....	81
<b>Gráfico 10:</b> Média geométrica do saldo das Operações Compromissadas – em milhões. ..	82
<b>Gráfico 11:</b> Composição da DBGG em % do PIB - Dez.....	84
<b>Gráfico 12:</b> Evolução da DBGG e da DLSP (em % do PIB). ..	85
<b>Gráfico 13:</b> Percentual das Operações Compromissadas na Composição da DBGG de 2006 a 2016/Dez. ....	90
<b>Gráfico 14:</b> Dívida Bruta do Governo Geral-DBGG: 2006 a 2016/Dez(% PIB). ....	92
<b>Gráfico 15:</b> Dívida Bruta (conceito FMI), média para economias emergentes e avançadas, Brasil e América Latina.....	94

### FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Estrutura simplificada do Mercado de Capitais e Financeiro.....	19
<b>Figura 2:</b> Atuação do Mercado Financeiro.....	20
<b>Figura 3:</b> Fluxo do Endividamento Público.....	45
<b>Figura 4:</b> Execução da Política Monetária via Operações Compromissadas.....	59

### TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB) - 2006 a 2016/Dez.....	87
---	----

### QUADRO

<b>Quadro 1:</b> Abrangência do setor público brasileiro.....	30
<b>Quadro 2:</b> Resumo de indicadores que medem a evolução das finanças de um país ao longo do tempo.....	54
<b>Quadro 3:</b> Balancete Simplificado do BC.....	67

## Lista de Abreviaturas

BACEN	Banco Central
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BIB	Brazil Investment Bond
BIC	Japan Bank for International Cooperation
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
CUT	Conta Única do Tesouro
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DEPEC	Departamento de Pesquisa Econômica
DIFIN	Divisão de Finanças Públicas
DSTAT	Departamento de Estatística
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
ER	Equivalência Ricardiana
ENAP	Escola Nacional de Administração Pública
FMI	Fundo Monetário Internacional
GERIN	Gerência Institucional do Banco Central
IDU	Interest Due and Unpaid
IFI	Instituição Fiscal Independente
IPCA	Índices de Preço ao Consumidor Amplo
INSS	Instituto Nacional da Seguridade Social
KfW	Banco da China
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentária
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
OCC	Obrigações de Custeio e Capital
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia

## Sumário

1. INTRODUÇÃO .....	10
2. OS EFEITOS DA DÍVIDA PÚBLICA SOBRE A ECONOMIA .....	13
2.2. Sistema financeiro: a identidade poupança-investimento.....	18
2.3. Efeitos da dívida pública sobre a economia no longo prazo.....	24
2.3.1. Os efeitos de longo prazo da dívida pública .....	25
2.3.2. Efeitos da dívida pública sobre as contas externas .....	32
2.4. A dívida pública sob a égide da teoria da Equivalência Ricardiana e seus efeitos na economia .....	36
3. CONSIDERAÇÕES TEÓRICO-METODOLÓGICAS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL .....	39
3.1. Questões conceituais e metodológicas sobre a abrangência do setor público brasileiro .....	42
3.2. Dívida Pública: financiamento, custos, riscos e mensuração.....	44
3.3. Déficit Público: medidas e conceitos.....	51
3.4. Aspectos da dívida pública no Brasil.....	54
4. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL E A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A 2016.....	57
4.1. O que são as Operações Compromissadas do Banco Central? .....	57
4.2. A operacionalização da política monetária no Brasil e as três dimensões das operações compromissadas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública .....	60
4.2.1. Operações compromissadas como instrumento para transações financeiras .....	60
4.2.2. Operações compromissadas como instrumento para execução da política monetária no Brasil.....	62
4.2.3. Operações compromissadas como dívida pública .....	63
4.3. A relação entre TN e BC: aspectos conceituais e metodológicos .....	64
4.4. O acúmulo das reservas internacionais via endividamento público no período de 2006 a 2016 .....	70
4.5. Os efeitos das operações compromissadas sobre a dívida pública brasileira no período de 2006 a 2016 .....	77
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	96
6. REFERÊNCIAS .....	99
ANEXOS .....	104

## 1. INTRODUÇÃO

No Brasil a partir dos anos 2000, passado o período de estabilização econômica, muito se tem discutido sobre a trajetória da Dívida Pública. E, dentro desse debate surgem muitas questões, tanto de ordem conceitual e metodológica, quanto dos efeitos do endividamento público sobre a economia. Haja vista que, o cenário brasileiro atual contribui para uma série de questionamentos sobre a solidez da política macroeconômica implementada a partir de 2006. Isso, por sua vez, revela a complexidade do tema discutido nesse trabalho. Todavia, não se tem por objetivo exaurir todas as possibilidades de respostas ao assunto: *Dívida Pública Brasileira*.

Dentro dessa perspectiva, a composição, mensuração e análise da dívida pública não deve se restringir somente ao processo contábil, cujo fim é a apuração das receitas e despesas públicas, mas analisar o processo de endividamento público e compreender os efeitos desse indicador sobre a economia de um país.

Notada essa preocupação, é indispensável compreender tais efeitos. Dessa forma, quando o governo de um determinado país incorre em déficits orçamentários, há uma redução da poupança nacional, e, esse país financia suas necessidades através da tomada de empréstimos no mercado primário de títulos públicos. A ação do governo de tomar empréstimo junto ao setor privado, causa uma redução na oferta de *fundos de empréstimos* disponíveis ao financiamento de famílias e empresas. Esse movimento, implica na redução do investimento privado, resultado da aquisição de empréstimo pelo governo. Esse efeito é conhecido na economia como *crowding out*<sup>1</sup>.

Nesse contexto, os efeitos sobre a oferta de fundos para empréstimos, dada uma redução da poupança nacional, devido a um déficit orçamentário do governo (origem fiscal da dívida pública), tem por consequência um aumento na taxa de juros e redução do investimento.

Diante da contundência dos efeitos do endividamento público sobre a economia, cabe também destacar, a participação das operações compromissadas do Banco Central na composição da dívida (passou a compor o indicador oficial de dívida pública a partir de 2008), bem como seus impactos sobre esse indicador. Esse instrumento de política monetária, desde 2006, vem apresentado um forte crescimento de seus saldos e, no final de 2016, essa componente atingiu cerca de R\$ 1,010 trilhão,

---

<sup>1</sup> Este efeito será melhor explicado ao longo desse trabalho.

o equivalente a 16,71% do PIB e a 23,92% da dívida bruta. Esses números não são comuns quando buscados no cenário internacional.

Hoje a exemplo, o Brasil apresenta uma dívida bruta elevada e em franca trajetória de crescimento, quando comparada com os países emergentes, economias avançadas e os países da América Latina. Conforme, elencado o perfil da dívida pública brasileira é ruim e ainda bem dependente da evolução da taxa do sistema especial de liquidação e custódia (taxa Selic), dado que 47% do endividamento são títulos de taxa flutuante e, ou operações compromissadas. Portanto, o caminho para superar tal ambiente fiscal e monetário, depende da capacidade do setor público de gerar superávits primários suficientes para estabilizar a relação dívida pública/PIB. Isso promoverá um ambiente de recuperação fiscal e organização das finanças públicas do país, criando possibilidades para o melhoramento do perfil de dívida.

Segundo Turner (2012), a principal razão para desenvolver o mercado de títulos públicos seria poder financiar os déficits fiscais com um custo bem mais baixo. Na ausência de mercados de títulos bem desenvolvidos, o banco central terá apenas a dívida de curto prazo como instrumentos para realizar operações de mercado aberto. Posto que, a esterilização que seria baseada exclusivamente em emitir os papéis de curto prazo tende a elevar a taxa de juros de curto prazo. Isso, no ano 1980 os países da periferia utilizavam o endividamento externo ou a emissão de moeda para cobrir os déficits públicos.

Nessa percepção, depois de um período com diversos planos de estabilidade, a melhor alternativa de financiamento passou a ser a emissão de títulos públicos, pois essa não provocava pressões sobre os preços. O desenvolvimento do mercado nacional de dívida pública permitiu que a esterilização, de grandes entradas de capitais externos (que tiveram um grande aumento na década de 1990 nos países da periferia) fosse possível. Consoante exposição, a discussão sobre dívida pública possui diversas especificidades, que possibilitam um debate sólido e atual sobre o conjunto de alternativas que o Estado possui para se financiar. Esse tema traz uma série de questões importantes, tais como: alocação ótima dos recursos, liberdade dos mercados, eficiência do gasto público; além das formas de mensuração do gasto e dívida pública, alteração do perfil do gasto, e, última instância a (in) eficiência do Estado quanto provedor das condições necessárias para o processo de crescimento sustentável da economia brasileira.

Portanto, esse trabalho está estruturado em cinco capítulos, incluindo essa introdução e os demais capítulos, respectivamente abordam os efeitos da dívida pública sobre a economia, bem como as características do sistema financeiro e, a síntese da dívida pública sob a égide da equivalência Ricardiana. O terceiro capítulo apresenta as considerações teórico-metodológicas sobre o endividamento público brasileiro, cuja discussão passa pelas formas de financiamento, custo, risco e mensuração. O quarto capítulo, discute as operações compromissadas do Banco central e a evolução da dívida pública brasileira no período de 2006 a 2016. Evidenciando algumas discussões, tais como: operacionalização da política monetária e as três dimensões das operações compromissadas; a relação entre as autoridades fiscal e monetária; e, o acúmulo das reservas internacionais. No último capítulo, apresenta-se as considerações finais.

## 2. OS EFEITOS DA DÍVIDA PÚBLICA SOBRE A ECONOMIA

O endividamento público tem sido um dos problemas estruturais para a gestão da economia brasileira, conjuntamente com o fenômeno da baixa taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Cabe também destacar, que a evolução da dívida pública é um indicador qualificado para mensurar a eficiência das políticas econômicas adotadas no presente, bem como para validar a elaboração de cenários econômicos de longo prazo. Precisamente, o debate sobre dívida pública vincula as gerações presentes às futuras. Dessa forma, toda dívida adquirida no presente é dividida intertemporalmente com as gerações futuras, para que os custos não recaiam simplesmente sobre a geração atual, dado que os benefícios serão repartidos com várias gerações, desde que haja eficiência no gasto público. Evidentemente que as decisões de política econômica adotadas no presente, no que tange, a qualidade e perfil desse endividamento público, serão responsáveis por sua trajetória (in) sustentável.

O endividamento público é um instrumento fundamental para distribuição intertemporal ótima das políticas públicas. É por meio dele que a provisão dos bens públicos pode ser temporalmente dissociada da arrecadação dos recursos para lhe fazer face. Para que o instrumento do endividamento possa cumprir de forma adequada seu papel, faz-se necessário que o emissor adote uma política crível, em que os valores contratualmente estipulados sejam honrados. Em outras palavras, a política fiscal tem de ser sustentável.

(COSTA, 2009, p.81).

De certo, é comum em parte significativa da sociedade as seguintes preocupações: quais os efeitos para a economia de uma trajetória crescente da dívida pública? Quais os efeitos sobre a taxa de juros e o aumento das necessidades de financiamento do setor público? Estas são algumas das questões que serão tratadas ao longo desse capítulo.

Ao que se refere a importância de estudar a trajetória da dívida pública brasileira, destaca que tal estudo contribui para a compreensão de que se faz necessário adotar práticas mais eficientes de controle e gestão do endividamento público. Consoante Silva e Alves (2009), a estabilidade macroeconômica tornou-se clara especialmente após a ocorrência de vários eventos que atingiram adversamente os mercados emergentes no final da década de 1990. Nesse debate, é central a necessidade de se desenhar estratégias adequadas e coerentes para administração

da dívida que levem em conta, dentre outros elementos, a composição ótima da dívida de longo prazo, os riscos inerentes a tais estratégias e o compromisso com o desenvolvimento do mercado<sup>2</sup> de dívida.

### 2.1. Efeitos da dívida pública sobre a economia no curto prazo

Um aumento da dívida pública estabelece no curto prazo um aumento da demanda agregada e um estímulo à atividade econômica. Consoante Rezende (2006):

No curto prazo, o efeito do aumento da dívida pública por meio da redução de impostos e gastos inalterados pode levar a um aumento da renda e produto nacionais. Este efeito é descrito no contexto de uma análise Keynesiana. Com a queda dos impostos, há uma expansão da renda disponível do setor privado, o que conduz a um aumento no consumo e na demanda agregada. Supondo-se que os salários e os preços são relativamente rígidos e não respondem imediatamente aos choques econômicos, então o estímulo da demanda agregada na economia impulsiona o crescimento da produção e da renda (REZENDE, 2006, p.288).

Para Génèreux (1995, p.147) “o orçamento do Estado está submetido a fortes restrições políticas<sup>3</sup> e financeiras – *dentro da estrutura política do Estado há grupos com distintos interesses sobre orçamento público e, quem nem sempre convergem para eficiente aplicação dos recursos públicos.* Por outro lado, os efeitos multiplicadores da política orçamentária padecem de diferentes obstáculos, destacando-se entre estes a restrição exterior”. Segundo Bacha (1985, p.164) “a restrição orçamentária do governo reside no fato de que todo déficit que ele tiver (por estar gastando mais do que está recolhendo com impostos) será financiado através

---

<sup>2</sup> O mercado de títulos públicos funciona emprestando dinheiro para o governo, em troca de uma remuneração a receber no futuro. Ele se divide em mercado primário e secundário. O primário é aquele em que o investidor compra os títulos diretamente do emissor. O secundário é aquele em que o investidor adquire o título de outro investidor, no qual se dão transações em busca de liquidez. As ofertas públicas são realizadas pelo Tesouro Nacional e operacionalizadas pelo Banco Central. A Lei de Responsabilidade Fiscal interferiu diretamente na construção desse mercado, quando proibiu o Banco Central, no artigo 34, de emitir títulos próprios, só se adquirindo títulos federais (CONTI, 2019, p.35);

<sup>3</sup> O Estado faz a organização política da sociedade e, através do Direito, estrutura-se para materializar esta organização, fazendo-a funcionar na busca de seus objetivos através dos mecanismos concernentes ao Governo. Ora, em assim sendo, reconhecendo que no seio da sociedade estão em permanente concorrência e disputa interesses peculiares de grupos e segmentos, naturalmente tendendo à conflitividade; temos que o papel basilar da estrutura Estado/Governo é o de arbitrar e compatibilizar as disputas, construindo pontos de convergência e concertação adequados para estabilizar o processo, mantendo, assim, a organização política da sociedade (CONTI, 2019, p.67).

de uma expansão monetária ou de um aumento da dívida pública interna”. Portanto, os déficits fiscais provocam, aumento da demanda agregada no curto prazo e, simultaneamente a redução do estoque de capital, no longo prazo. Conseqüentemente, estes são os principais efeitos da política de elevação da dívida pública. Porém, ela também pode afetar a economia de diversas outras maneiras:

De todo modo, em outras situações, dado o caráter instável do sistema e das expectativas dos agentes econômicos, o papel anticíclico desempenhado pelo Estado, por meio da política fiscal, mesmo que incorrendo em déficit e dívida seria importante para atenuar as flutuações cíclicas da economia e assegurar sua trajetória de pleno emprego (OLIVEIRA, 2012, p.284).

Sendo assim, um aumento da dívida pública estabelece no curto prazo um estímulo à demanda agregada e uma elevação no nível de atividade econômica. Portanto:

No curto prazo, o nível mais alto de gastos do consumidor aumentaria a demanda por bens e serviços e, conseqüentemente, estimularia o crescimento dos níveis de produção e emprego. Entretanto, as taxas de juros também aumentariam, uma vez que os investidores passariam a concorrer por um menor fluxo de poupança. As taxas de juros mais altas desestimulariam o investimento e incentivariam o fluxo de entrada de capital advindo do exterior (MANKIW, 2015, p.711).

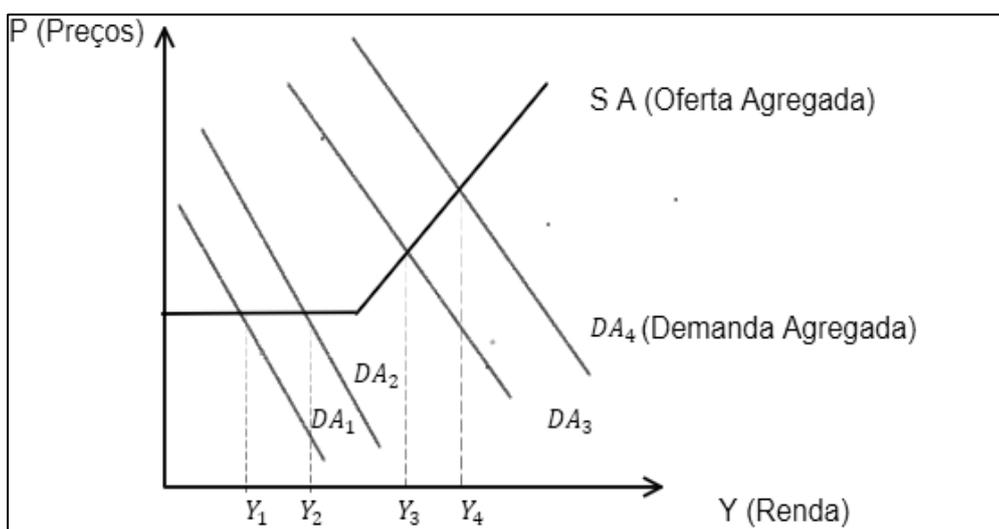
Convém assinalar que o governo financia seus déficits públicos tomando empréstimos no mercado financeiro (mercado de títulos). Logo, quando o governo incorre em déficit, em virtude dos seus gastos serem maiores do que sua arrecadação tributária, há uma redução da poupança nacional e conseqüentemente a taxa de juros de equilíbrio da economia aumenta.

O comportamento da razão entre dívida e PIB é uma medida do que está acontecendo com as finanças do governo. Como o PIB é uma medida aproximada da base tributária do governo, uma redução na razão dívida-PIB indica que o endividamento do governo está se contraindo em relação à sua capacidade de aumentara arrecadação. Isso sugere que o governo está de certa forma, vivendo de acordo com seus meios. Por outro lado, uma razão dívida-PIB crescente significa que a dívida do governo está crescendo em relação à sua capacidade de arrecadar. Isso é frequentemente interpretado como sinal de que a política fiscal – despesas do governo e impostos – não pode ser sustentada indefinidamente nos níveis atuais (MANKIW, 2009, p. 281).

No Gráfico 1, demonstra-se que a curva da oferta agregada é horizontal em determinado trecho do gráfico e, isso produz uma expansão da demanda agregada

que se reflete no aumento da produção e renda. Para esta situação, compreende-se que a economia está passando por uma recessão e, a teoria Keynesiana aponta uma solução para a questão do desemprego e, que nesse caso passa por uma ampliação do déficit público. Para a outra parte do Gráfico 1, apresenta-se um trecho inclinado<sup>4</sup> da oferta agregada, onde os preços reagem parcialmente ao estímulo de expansão da demanda agregada, rebaixando o efeito da expansão sobre a produção e a renda.

**Gráfico 1:** Efeitos de uma política fiscal expansionista sobre o nível de preços e a renda nacional.



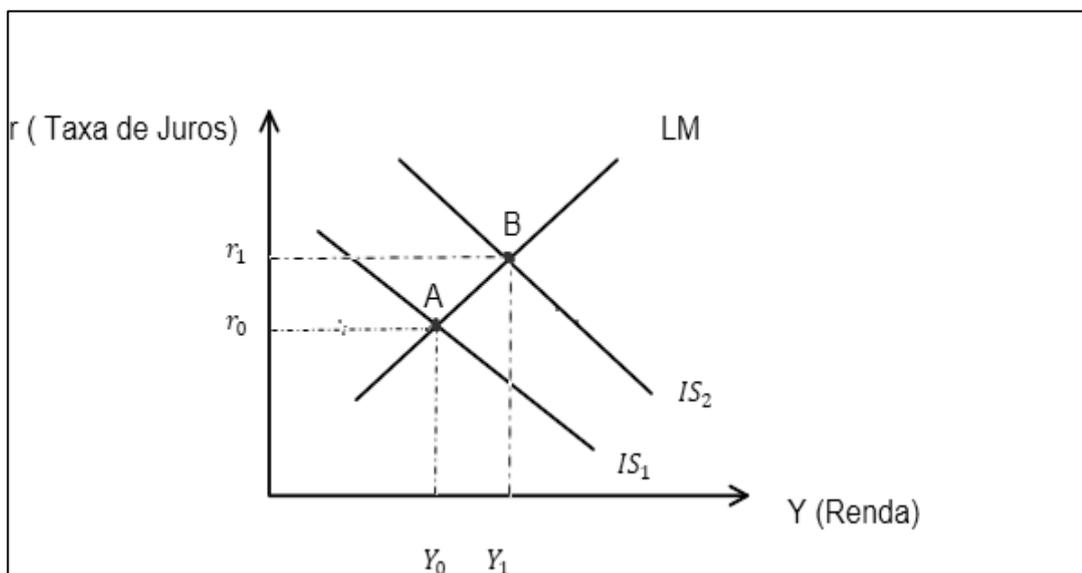
**Fonte:** Rezende, 2006.

Segundo Oliveira (2012, p.248) “essa visão de Keynes de que os déficits públicos afetam variáveis reais da economia e que podem contribuir, em situação de crise, para expandir a renda e o emprego, reconduzindo-a ao ponto de equilíbrio macroeconômico, sem produzir inflação, tornou se dominante”. Entretanto, o uso permanente desse expediente provoca malefícios para o equilíbrio da economia no longo prazo. As finanças públicas têm que possuir uma funcionalidade macroeconômica e não devem ser consideradas apenas como a contabilização de entrada e saída de recursos tributários, cujo resultado deve apresentar um equilíbrio financeiro. Portanto, o resultado primário é a principal indicador utilizado para indicar o saneamento das contas públicas do governo e promover o ajuste da relação entre dívida e produto, ao longo dos períodos. O esforço da autoridade fiscal para aumentar

<sup>4</sup> Nesse caso os preços respondem parcialmente ao aumento da demanda agregada, reduzindo o impacto do aumento sobre a renda e a produção.

o superávit primário contribui diretamente para reduzir a relação Dívida/PIB, ao longo dos períodos (ARAUJO e BORGES, 2006, p. 149).

**Gráfico 2:** Efeitos de uma política fiscal expansionista sobre a taxa de juros e a renda nacional



**Fonte:** Rezende, 2016.

A análise do Gráfico 2, ainda sob a ótica Keynesiana, sintetiza que uma expansão do déficit público, causa um deslocamento da curva IS (para cima e para direita), que representa a parte real da economia e, isso impulsiona o mercado monetário (expansão da base monetária), aqui representado pela curva LM. Portanto, este efeito produzirá uma elevação da taxa de juros, a fim de conter a expansão da base monetária, que por sua vez, amortecerá o crescimento da renda e, conseqüentemente do produto.

Segundo a teoria convencional da dívida pública, no curto prazo, a dívida é um instrumento de estímulo para a demanda agregada e, de expansão da atividade econômica. Como já demonstrado, um aumento do déficit, cujo efeito é a elevação da dívida pública, produz impactos sobre o nível de poupança doméstica, investimento e a formação bruta de capital e, isso pode gerar mudanças na trajetória da taxa de juros, bem como nas transações externas e taxa de câmbio.

Logo, um aumento da dívida, produzirá efeitos sobre a taxa de juros, que nesse caso se elevará, limitando a expansão da renda no curto prazo. Nessa situação, o Estado precisa mudar o seu comportamento fiscal no intuito de reequilibrar o orçamento público e evitar o financiamento via emissão de moeda, pois num contexto

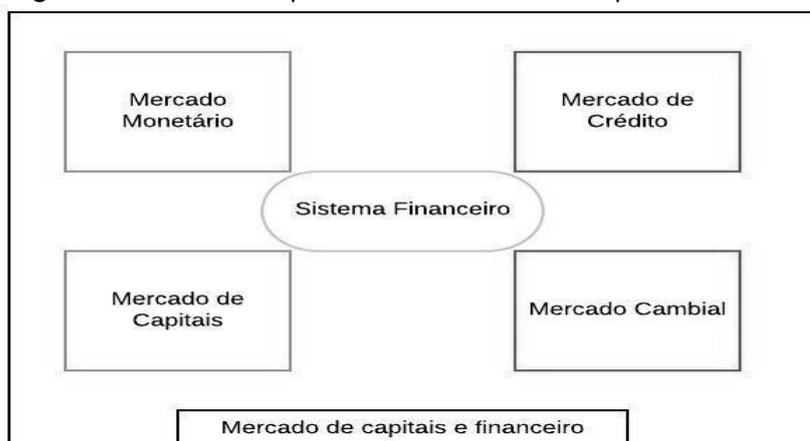
geral, isso poderá gerar inflação. Portanto, a análise do endividamento público se faz necessária em virtude das diversas questões que nascem a respeito do comportamento econômico e da relação entre as variáveis macroeconômicas.

## **2.2. Sistema financeiro: a identidade poupança-investimento**

Um dos objetivos da teoria econômica é alocação eficiente dos recursos, de forma a maximizar sua utilidade para todos os agentes econômicos. Cabe destacar que o sistema financeiro se apresenta como um canal para otimização dessas alocações. Com a expansão dos mercados e o crescente aumento dos fluxos de capitais houve a necessidade de aprimoramento do sistema financeiro. Contudo, as bases para o funcionamento desse sistema ainda residem na relação poupança e investimento. Convém apresentar que o sistema financeiro é constituído por um grupo de instituições da economia que combinam a poupança de um agente econômico com o investimento de outro. Evidente que no mercado financeiro, as instituições poupadoras podem oferecer fundos diretamente aos tomadores de empréstimos.

As instituições financeiras intermediadoras têm o papel justamente de fazer a intermediação dos recursos entre poupadores e investidores, quando há interesse de ambos, atendendo a estes em termos de volume financeiro, prazos, risco, custos etc. Operações financeiras intermediadas são as que as instituições financeiras interpõem suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do poupador último ao investidor último. Como por exemplo, os bancos que captam depósitos, assumindo obrigações dos depositantes e utilizando esses recursos para comprar ativos sob a forma da dívida dos tomadores (DE CARVALHO, 2014, p. 19).

Portanto, é via sistema financeiro que os agentes econômicos (pessoas, empresas e governo), circulam grande parte de seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos. Logo, a Figura 1, apresenta a estrutura simplificada do sistema financeiro e mercado de capitais:

**Figura 1:** Estrutura simplificada do Mercado de Capitais e Financeiro

**Fonte:** Elaborado pelo autor usando os dados de BERGER, 2015.

A Figura 1, apresenta os vários mercados que constituem a estrutura simplificada do mercado de capitais e financeiro. Contudo, cada mercado apresenta uma definição e função própria. Portanto, os mercados são definidos assim:

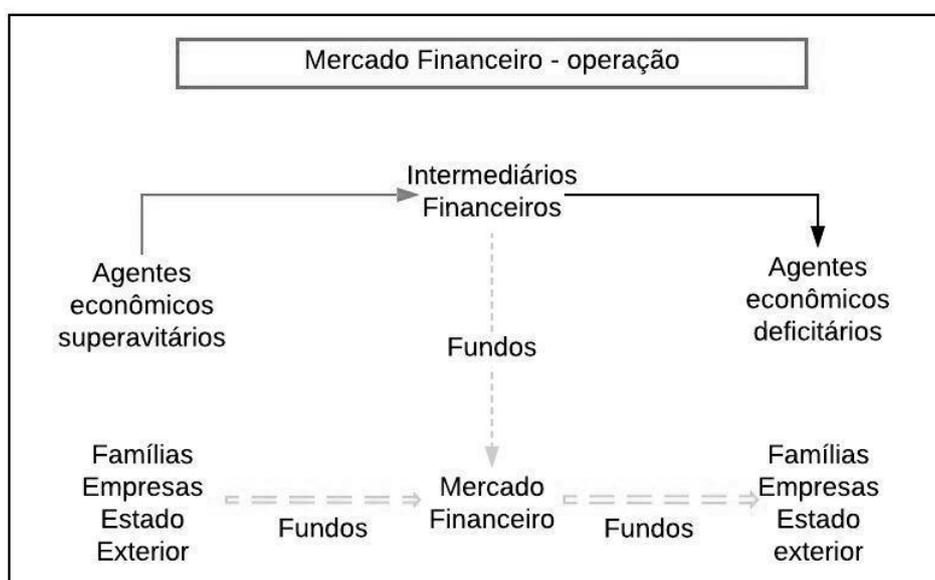
- **Mercado monetário:** é um mercado formado por bancos comerciais e empresas financeiras de crédito e onde são negociados instrumentos que vencem em um prazo igual ou inferior a um ano. Em geral, pode-se dizer que é no mercado monetário que se controla a liquidez da Economia de um país;
- **Mercado de crédito:** é um mercado onde são realizadas operações de financiamento a curto e médio prazos, consumo corrente e de bens duráveis, além do capital de giro das empresas. Os contratos são feitos de forma individualizadas entre as duas partes e as obrigações resultantes podem ou não ser transferíveis;
- **Mercado de capitais:** é um sistema de distribuição de títulos mobiliários que proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabiliza o processo de capitalização. No Brasil, é constituído pelas Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), pelo Mercado de Acesso da Bovespa (Soma), pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), pelas corretoras e distribuidoras de valores mobiliários (Corretoras de títulos e valores mobiliário - CTVMs e Distribuidoras de títulos e valores mobiliários - DTVMs, respectivamente) e pelos

investidores em geral. Seu objetivo é canalizar as poupanças (recursos financeiros) da sociedade para as empresas;

• **Mercado de câmbio:** é o ambiente abstrato onde se realizam as operações de câmbio entre os agentes autorizados pelo Banco Central (bancos, caixas econômicas, corretoras, distribuidoras, agências de turismo e meios de hospedagem) e entre estes e seus clientes.

A discussão sobre o que é o sistema financeiro, produz alguns desdobramentos, dos quais, um destes é como este sistema se constitui. Tão logo, este é constituído pelas instituições que possibilitam o encontro entre as pessoas que poupam seus escassos recursos e, aqueles que investem. Sendo assim, o sistema financeiro pode ser entendido como o meio da economia onde se realizam todas as transações com moedas, títulos e participação de capital. Contudo, esse sistema é regido por instituições normativas, que no caso brasileiro são: Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). E, as instituições especiais, Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil (BB) e Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES). Bem como as instituições intermediárias, tais como: bancos comerciais e múltiplos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, bolsas de valores e bancos de investimentos.

**Figura 2:** Atuação do Mercado Financeiro



**Fonte:** Elaborado pelo autor usando os dados de BERGER, 2015.

A Figura 2, demonstra a mediação do sistema financeiro e, as instituições compreendidas nesse sistema asseguram a condução da poupança para os investimentos no sistema financeiro, que ocorre através da venda ou compra de produtos financeiros. Portanto, num dado momento os agentes econômicos podem estar na posição de mutuários ou prestamistas.

Então, cabe evidenciar que:

A economia em seu conjunto, a poupança é igual ao investimento. Em uma economia fechada a poupança é igual a poupança nacional. Em uma economia aberta, a poupança é igual a poupança nacional mais a entrada de capital. Em qualquer momento dado, contudo, os poupadores, as pessoas com fundos para emprestar, geralmente não são as mesmas que os tomadores de empréstimos a fim financiar seu gasto de investimento. (KRUGMAN, 2014, p.533).

Nesse contexto Mankiw (2015, p.699) apresenta alguns argumentos sobre os custos provenientes de recorrer ao mercado financeiro, a fim de tomar empréstimos. Portanto, assinala – “uma vez que a taxa de juros corresponde ao custo decorrente de tomar emprestado e ao retorno decorrente de conceder empréstimos nos mercados financeiros, compreende - se o papel da taxa de juros na economia, se raciocinarmos em termos de mercado financeiro”.

Visto que, para um país que poupa uma parte expressiva de seu PIB, isso possibilita que este efetue vigorosos investimentos em capital, tecnologia e educação, aumentando por decorrência destes, sua produtividade e a qualidade de vida de seus residentes. Todavia, um país que possui baixo nível de poupança, baixa taxa de investimento e, por consequência disso um baixo nível de crescimento econômico.

Os mercados financeiros<sup>5</sup> vinculam a macroeconomia e a política pública diretamente a vida de pessoas comuns. As variações nas taxas de juros afetam, por exemplo, a capacidade de financiar uma casa ou um carro, e os movimentos da bolsa de valores (ou “mercado de ações”) determinam o valor da aposentadoria das pessoas. As taxas de retorno nos mercados financeiros também retroalimentam os mercados de bens ao afetar os níveis de investimento e de consumo (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p.439).

---

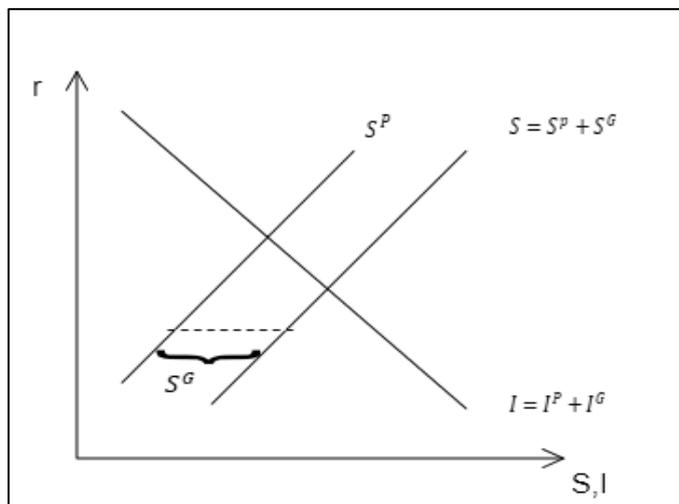
<sup>5</sup> A emissão de dívida pública também tem limitações e problemas, mas oferece um número maior de possibilidades, sendo o instrumento preferido na gestão financeira do Estado. As maiores vantagens seria os incentivos para que os poupadores transfiram renda para o Estado, e a flexibilidade do título, que pode satisfazer diferentes interesses dos poupadores. Ao contrário da taxação, como no caso do imposto inflacionário, a dívida pública oferece uma opção para o investidor com o pagamento de juros e melhores opções para remuneração de sua renda; além de ser um meio essencial de obtenção de recursos para o Estado. (ANDIMA, 2003, p.10-11).

As instituições que formam o mercado financeiro, estão na sua maioria configuradas em: mercado de títulos<sup>6</sup>, mercado de ações<sup>7</sup> e fundos mútuos<sup>8</sup>. E, são organizadas por agentes normativos, supervisores e operadores. Portanto:

O endividamento público pode exercer funções ainda mais amplas para o bom funcionamento da economia, auxiliando a condução da política monetária e favorecendo a consolidação do sistema financeiro. Títulos públicos são instrumentos essenciais na atuação diária do Banco Central para o controle da liquidez de mercado e para o alcance de seu objetivo de garantir a estabilidade da moeda, além de representarem referencial importante para emissões de títulos privados. (SILVA; DE CARVALHO e DE MEDEIROS, 2009, p.17).

O mercado financeiro utiliza-se da poupança nacional e poupança externa para financiar os investimentos para os quais um determinado país precisa para progredir no crescimento econômico. Este somatório de recursos disponíveis para investimentos, aqui representados pela poupança, pode ser demonstrado no Gráfico 3, a seguir:

**Gráfico 3:** A relação Poupança-Investimento



**Fonte:** Sachs e Larrain (1995).

<sup>6</sup> É um mercado onde o governo, ou, as empresas emitem títulos (títulos públicos no caso do governo e, títulos privados no caso das empresas) a fim de captarem recursos para financiarem seus projetos, com o compromisso de no futuro pagarem o principal mais juros;

<sup>7</sup> É um mercado de financiamento patrimonial, onde as empresas captam recursos financeiros a partir da emissão de ações e, estas concedem direito a uma parte da propriedade de uma empresa aos proprietários de cotas acionárias;

<sup>8</sup> É um conjunto de recursos administrados por uma distribuidora de valores, banco de investimento, banco múltiplo, ou gestora de recursos, que os aplica em uma carteira diversificada de ações, distribuindo os resultados aos cotistas, proporcionalmente ao número de cotas possuídas (BÚSSOLA DO INVESTIDOR, 2019).

No Gráfico 3,  $S^P$  representa a variação da poupança privada e  $S^G$  demonstra a variação da poupança pública. Por análise geométrica, as retas  $S^P$  e  $S$  são paralelas, considerando a premissa de que a poupança pública é uma variável exógena ao modelo e, independente da taxa de juros, logo a distância entre  $S$  e  $S^P$  sobre o eixo S, I, não será afetada pela taxa de juros. Assim o investimento total é constituído por  $I^P$ , investimento privado e investimento público.

De certo que, a relação entre investimento, poupança e taxa de juros, apresentam um panorama sobre financiamento de longo prazo, e dentro desse debate algumas visões e perspectivas se antagonizam. De um lado, a visão tradicional está calcada na premissa da poupança prévia, em que consiste a seguinte hipótese: o investimento depende previamente da constituição de poupança correspondente. De outro lado, encontra-se a perspectiva defendida por Keynes (1936), que se fundamenta no seguinte: a poupança contrariamente a hipótese anterior, não se constitui como causa do investimento, mas como resultado da decisão de investir dos agentes. Conforme, tal visão, em uma economia de mercados a tomada de decisão de investir por parte dos agentes, não necessita da disponibilidade de poupança, todavia depende de financiamento, ou seja, de acesso aos meios de pagamento do sistema financeiro.

Destarte, as visões anteriormente apresentadas, analisam a relação entre poupança e investimento para uma economia que não é integralmente monetária, isso fica patente pelo fato destas visões não abordarem a função dos bancos na dinâmica das economias de mercado. Contudo, foi o professor Knut Wicksell (1926) que se dedicou e produziu avanços no estudo sobre a função dos bancos no processo de financiamento e seus efeitos sobre as economias capitalistas. Dessa maneira, os estudos desenvolvidos por Wicksell ficaram conhecidos como a '*teoria dos fundos emprestáveis*'. Conforme, esta teoria, os bancos são capazes de interferir no volume de fundos emprestáveis para substanciar o investimento, ao passo que, podem criar moeda e comprar os excessos de oferta de fundos financeiros.

As formas mais sofisticadas da organização do crédito são o mercado de capitais e o sistema bancário, principalmente este último. Apenas mencionaremos de passagem as atividades das bolsas de valores. Estas se ocupam essencialmente do crédito a longo prazo, investimento de capital fixo, títulos do Estado, ações e etc., enquanto o crédito diretamente associado ao dinheiro como instrumento se refere ao de curto prazo, do qual se ocupam principalmente os bancos (WICKSELL, 1926, p. 205).

De acordo com Wicksell, é pela capacidade do sistema bancário de não estar restrito pelos seus fundos próprios (depósitos de poupança) que esse pode realizar empréstimos, ou seja, criar moeda e financiar, a uma determinada taxa de juros, que pode ser chamada de taxa de juros de mercado. E, nesse caso essa taxa pode ser menor ou maior que a taxa (natural ou normal) que equilibra a demanda e oferta por fundos emprestáveis.

Uma taxa de juros alta estimula a poupança, e ela, como sabemos, é equivalente à redução do consumo presente. Por outro lado, uma taxa de juros alta restringe a expansão das atividades das empresas, exigindo delas uma nova captação de capital e as forças produtivas do país serão mais intensamente utilizadas que antes para produzir mercadorias de consumo imediato. Além disso, a dificuldade de obter empréstimos obriga a que os estoques disponíveis sejam vendidos etc. (WICKSELL, 1926, p. 229).

Nesses termos, Wicksell (1926) detecta o elemento gerador dos desequilíbrios macroeconômicos entre as taxas de juros natural e de mercado, que porventura é formada no mercado de crédito do sistema bancário. Segundo Wicksell (1926, p. 275) a taxa de juros que faz com que coincidam perfeitamente a demanda de capitais e a oferta de poupança, que mais ou menos corresponde ao rendimento que se espera obter do capital de nova produção, será então a taxa de juros real, normal ou natural. Dessa forma, pressupõe-se que os bancos emprestem recursos financeiros à uma taxa de juros inferior ao da taxa natural, isso por sua vez, produziria uma situação em que o valor do investimento agregado em termos nominais seja maior que ao da poupança anterior. Portanto, isso resultaria numa expansão da demanda agregada proporcional à diferença entre a poupança voluntária e o investimento efetivo. Logo, o excesso de demanda no mercado de bens e serviços se demonstraria através de um processo inflacionário, assim chamado por Wicksell (1926) de processo cumulativo.

### **2.3. Efeitos da dívida pública sobre a economia no longo prazo.**

Há várias possibilidades de se tratar os efeitos da dívida pública sobre a economia, haja vista que, tais efeitos são resultantes da composição, dos custos e riscos iminentes à própria dívida pública. Portanto, ter o diagnóstico correto das causas e, dos seus possíveis efeitos sobre a economia é um passo fundamental para

o estabelecimento dos compromissos na direção da transparência, do equilíbrio fiscal e financeiro, assim como de respeito aos recursos públicos.

Evidente que, compreender o sistema financeiro e sua função, é de suma importância para o estudo do processo de endividamento público e análise das contas públicas.

Com efeito, a poupança agregada depende do investimento agregado e a elevação da taxa de juros (se não for compensada por uma elevação correspondente na escala da procura de investimento) fará baixar o investimento; portanto, uma elevação da taxa de juros terá por efeito baixar as rendas a um nível em que a diminuição da poupança iguala a do investimento (KEYNES, 1936, p. 129).

Dessa forma, poupança e investimento são conceitos importantes para entender a economia de um país, tão somente que é através do investimento que um país consegue gerar emprego e renda, contudo, para isso é necessário que estes recursos sejam empregados de forma eficiente.

Isso estabelece efeitos sobre a economia, dada algumas condições de dívida no horizonte de longo prazo, que são:

1. Se a dívida seguir numa trajetória de forte crescimento, isso causará preocupação aos credores, que nesse caso, passam a desconfiar da capacidade do Estado de liquidar seus compromissos;
2. O prazo de rolagem da dívida pública é reduzido;
3. Os agentes do sistema financeiro exigirão taxas de juros maiores, a fim de que possam fazer novos empréstimos ao governo e, isso faz com que a dívida aumente ainda mais, vide que os juros não pagos, passarão a compor o estoque principal de dívida.

### **2.3.1. Os efeitos de longo prazo da dívida pública**

Em uma economia de mercado, os agentes econômicos adquirem bens para o consumo e investimento. Portanto, os aspectos macroeconômicos de uma economia de mercado aberta configuram-se pelo seguinte comportamento da demanda agregada, conforme a primeira identidade macroeconômica que é dada pela ótica da renda:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (I)$$

Onde:

(Y) é o produto agregado;

(C) é o consumo total das famílias e do governo;

(I) investimento privado;

(G) gasto público total;

(X - M) são as exportações líquidas de bens e serviços não fatores.

Numa economia aberta, os agentes econômicos consomem parte da produção e exportam para o resto do mundo. Conseqüentemente, a parte que não é consumida e exportada, é destinada ao investimento privado, que pode ser realizado pelas empresas e famílias. Contudo, um componente importante da demanda agregada utilizado pelo governo e que pode deslocar o investimento privado, são os gastos públicos. Estes atuam como instrumento de política orçamentária<sup>9</sup>, a fim de garantir os investimentos públicos e conter os efeitos recessivos no curto prazo.

O governo cobra impostos das famílias no montante de T. Embora o governo estabeleça diferentes tipos de taxaço, como impostos sobre vendas, imposto de renda de pessoas físicas e jurídicas. Denominamos de **renda disponível**, a renda que sobra após o pagamento dos impostos, ou seja, (Y - T)<sup>10</sup>. Essa renda disponível que as pessoas distribuem em entre consumo e poupança (MANKIW, 2015, p.120).

Segundo Génèreux (1995, p.153-154) nos países industrializados, os orçamentos não são habitualmente deixados ao poder discricionário do governo. As primeiras restrições impostas à utilização dos gastos e receitas públicas são, pois, de ordem política. Além disso, do ponto de vista estritamente econômico, a real margem de manobra da política orçamentária depende das restrições financeiras. No Brasil as metas fiscais são parâmetros para dar confiança ao mercado de que o Estado

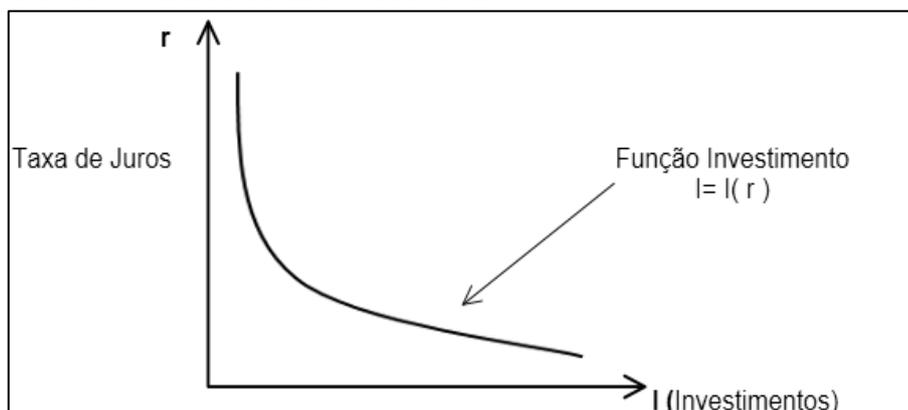
<sup>9</sup> Enquanto os instrumentos monetários dependem em geral de simples decisões administrativas e governamentais, o orçamento do Estado se acha submetido à votação de uma lei pelas assembleias parlamentares (GÉNÈREUX, 1995, p. 155);

<sup>10</sup> As famílias obtêm renda proveniente do trabalho e do capital que possuem, pagam impostos ao governo e depois decidem quanto vão consumir e quanto vão poupar do que sobra após o cumprimento das obrigações fiscais (MANKIW, 2009, p.43).

praticará as condições necessárias à estabilidade econômica e a sustentabilidade da dívida pública.

Além disso, o forte endividamento nacional tem sido constantemente pressionado pelas altas taxas de juros nominais pelas quais o Brasil tem remunerado seus credores. Evidente que a taxa de juros é uma das variáveis que influencia, tanto o estoque de dívida pública, quanto o nível de investimento a ser empregado na economia. Portanto, é factual realizar uma distinção entre duas taxas de juros encontradas na economia. Nesse caso, podem ser expressas como taxas nominal e real de juros. Para compreensão desses conceitos, destaca-se que a taxa nominal é aquela praticada para pagar empréstimos pelos agentes econômicos e financeiros. Já a taxa real de juros, compreende a taxa nominal descontado o componente da inflação.

**Gráfico 4:** Taxa de Juros e Investimento



Fonte: Mankiw, 2009.

Analisando o Gráfico 4, considerando as distinções entre a taxa de juros nominal e real da economia, depreende-se que a taxa de investimento depende da variação da taxa de juros real. Logo, o comportamento da curva de investimento, apontada no gráfico 4, é de inclinação descendente. E, isso implica dizer que quanto maior for a taxa de juros, menor será a disposição dos agentes econômicos para investir em novos projetos, pois a taxa de retorno destes será menor que aquela ofertada pelo mercado financeiro.

O montante da demanda de bens de investimento depende da taxa de juros. Para que um projeto de investimento seja lucrativo é preciso que seu retorno exceda os custos. Na medida em que a taxa de juros mede o custo dos fundos de financiamento do investimento, toda elevação dessa taxa reduz o número

de projetos lucrativos e, por isso, causa uma diminuição da demanda por esses bens (MANKIWI, 2009, p.275).

Dessa forma, as empresas ampliam seu investimento, visando o aumento da produtividade marginal do capital em suas plantas industriais, aguardando um novo ciclo de crescimento econômico. Por sua vez, as famílias compram edificações e outros bens que também se constituem como investimento de capital. Entretanto, isso ocorre em sua grande parte consubstanciada por financiamentos. Tais investimentos ocorrem através de empréstimos financeiros que dependem da taxa de juros. Isso denota que o investimento guarda uma relação direta com a poupança, todavia, é a taxa de juros que determina o equilíbrio entre poupança e investimento, sendo também responsável por definir quanto os agentes econômicos desejam poupar ou tomarem emprestado.

No tocante as receitas e o gasto público, cabe evidenciar uma discussão necessária e, que converge para formação de um sistema financeiro, cujo componente principal é a formação de poupança nacional. Sendo a poupança nacional constituída de: poupança pública e privada. Contudo, a poupança pública é a receita tributária que fica sobre a posse do governo, depois do pagamento de suas despesas públicas; já a poupança privada é a renda que está com as famílias após o pagamento de tributos e seus gastos de consumo.

A poupança pública é o montante da receita tributária que fica com o governo após o pagamento de suas despesas. O governo recebe  $T$  em impostos e gasta  $G$  em bens e serviços. Se  $T$  for maior que  $G$ , o governo obtém um **superávit orçamentário** porque recebe mais dinheiro do que gasta. Esse excedente de  $T-G$  representa poupança pública. Se o governo gasta mais do que arrecada, então  $G$  é maior do que  $T$ . Nesse caso, o governo tem um **déficit orçamentário**, e a poupança pública  $T-G$  é um número negativo (MANKIWI, 2009, p.273-274).

Porquanto, o governo incorra em déficit orçamentário, isso causará um desequilíbrio fiscal, que porventura pode dar origem a chamada dívida pública, isto traz consigo sérias consequências econômicas e, uma destas é a redução da poupança pública, tão somente o Estado nesse caso assumirá a posição de principal indutor do crescimento e alocador de recursos da economia, expurgando o setor privado. Conforme, a teoria convencional da dívida pública, aumentos nos níveis de déficit público no curto prazo, geram alguns efeitos, a exemplo dos choques sobre a demanda agregada.

Visto que, a dívida pública não possui tão somente uma vertente positiva de suavizar o consumo, ao decorrer da vida dos agentes econômicos ao longo do tempo. Mas também a intertemporalidade entre as gerações, pois é possível que as gerações futuras sejam mais ricas que as gerações presentes e, isso pode ocorrer, desde que estas gerações agreguem uma melhor combinação de capital humano às novas tecnologias produtivas.

Logo, uma transferência intertemporal entre as gerações futuras às gerações presentes pode aumentar o bem-estar da sociedade.

Todavia, a dívida pública também apresenta a sua face negativa, pois o acentuado acúmulo de dívida, envolve riscos. Pois, quanto maior o nível de endividamento público, menor a capacidade do governo em honrar suas obrigações, dado que este ficará mais sensível a queda de arrecadação, do mesmo modo, aos aumentos na taxa de juros.

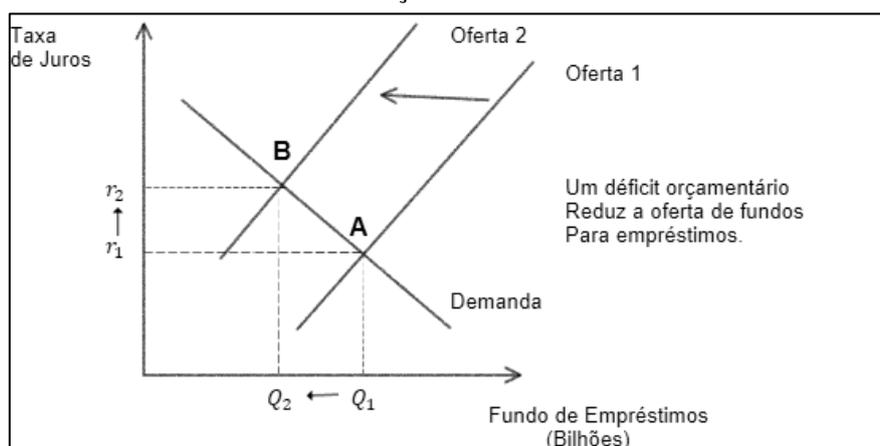
Diante de uma crise, a habilidade do governo de intervir depende do montante de dívida que ele já acumulou, assim como da percepção do mercado sobre sua capacidade fiscal, ou seja, a capacidade de aumentar suas receitas com impostos para cumprir as obrigações da dívida. As autoridades fiscais podem se tornar restritas tanto na tentativa de promover políticas tradicionais de estabilização anticíclica, como em seu papel de prestador de última instância durante crises financeiras. Portanto, altos níveis de dívida pública podem limitar funções essenciais do governo (JUNIOR, 2014, p.12).

Portanto, quando um determinado governo começa a incidir em déficits orçamentários<sup>11</sup>, ele pode financiar esse desequilíbrio das receitas frente as despesas, através de empréstimos junto ao público, via a venda de títulos públicos.

Dessa forma o governo recorre ao mercado de fundos de empréstimos - é sabido que o caixa dos recursos monetários e financeiros dos fundos é constituído pela poupança pública e privada. Conforme, demonstra o Gráfico 5:

---

<sup>11</sup> O setor público se defronta com uma restrição orçamentária, como qualquer outro agente econômico. Se o fluxo de dispêndios não for igual ao de receitas, o governo não poderá manter-se em equilíbrio ao longo do tempo. Havendo superávit no orçamento, o governo acumulará poupança e poderá emprestar recursos para o setor privado. Entretanto, quando o governo gasta mais do que arrecada, gera uma necessidade de financiamento junto ao setor privado e/ou ao Banco Central (CARVALHO, p.06. 2001).

**Gráfico 5:** Efeito de um déficit orçamentário

**Fonte:** Mankiw, 2009.

Sendo assim, uma mudança no equilíbrio entre receita e despesa públicas (gasto público maior que receita pública), provoca uma redução na poupança nacional, que por sua vez, causa uma redução na oferta de recursos monetários no mercado de fundos de empréstimos.

Os efeitos de um déficit orçamentário<sup>12</sup> podem ser compreendidos com o auxílio do Gráfico 5. Portanto, utilizando uma situação hipotética, a fim de que se entenda os efeitos do déficit. Admite-se que, um determinado país tem a **oferta 1**, de recursos financeiros a uma taxa de juros ( $r_1$ ), para um volume de recursos ofertados da ordem ( $Q_1$ ). Nessa situação o equilíbrio do mercado de fundos ocorre no ponto **A**. Agora em condições distintas a anterior, o governo possui um déficit orçamentário e isso produz um efeito sobre o equilíbrio no mercado de fundos, causando um deslocamento da **oferta 1** de recursos, para a **oferta 2**. Tal movimento, conduz a uma taxa de juros real maior, ( $r_2$ ) > ( $r_1$ ), e um novo equilíbrio no mercado de fundos, agora no ponto **B**, nesse caso os fundos de empréstimos apresentam um volume menor de recursos disponíveis para empréstimos, ( $Q_2$ ) < ( $Q_1$ ).

Um déficit orçamentário, necessariamente não origina uma dívida, pois este pode ser financiado de outras formas. Entretanto, quando ocorre a contratação de dívida, para fins de complementação das necessidades do setor público, segundo Júnior (2014, p.13) a dívida pública pode afetar a política monetária, pois um país com uma grande dívida, provavelmente se deparará com altas taxas de juros, e a

<sup>12</sup> No que diz respeito ao déficit orçamentário, este não muda o volume de recursos que os agentes econômicos querem tomar emprestado para executarem seus projetos, a qualquer nível da taxa de juros. Logo, isso não provoca mudança na demanda por fundos de empréstimos.

autoridade monetária poderá se ver pressionada a tentar reduzir essas taxas através de uma política monetária expansionista.

Quando o governo tem um déficit orçamentário, ele precisa tomar emprestados os fundos para cobrir o hiato entre receita tributária e gasto governamental – o governo transforma-se em devedor no mercado de fundos para empréstimos ou mercado de crédito (KRUGMAN, 2007, p.537).

Ao se deparar com um déficit, o governo necessita complementar a diferença das receitas, visto que precisa fazer frente as despesas. Portanto, resolve tomar empréstimo no mercado financeiro. Essa ação de tomar empréstimo causa um acréscimo na demanda total de fundos para empréstimos, no entanto, essa demanda adicional, advém da necessidade do governo de se financiar. Logo, tal necessidade reduz a poupança nacional e, aduz para um deslocamento na curva de oferta de fundos para empréstimos, esse movimento da curva de oferta, por consequência produz um aumento da taxa de juros e, um deslocamento do investimento privado por parte do governo.

Segundo Krugman e Wells (2015) “os déficits de hoje, ao aumentarem a dívida do governo, exercem uma pressão sobre os orçamentos futuros. O impacto dos déficits correntes sobre déficits futuros é direto. Como os indivíduos, o governo precisa pagar suas contas, inclusive o pagamento de juros sobre a dívida acumulada. Quando o governo está muito endividado, esses pagamentos de juros podem ser substanciais”. Mantendo tudo em *coeteris paribus*<sup>13</sup>, um o governo que paga uma grande parcela de juros, terá que aumentar sua receita por via tributária e ampliar sua base de arrecadação, ou, gastar menos, ou, tomar mais empréstimos junto ao mercado de crédito, para preencher a lacuna dos correntes déficits orçamentários.

Nesse caso o governo poderá chegar a uma eventual situação em que os credores desconfiarão da sua capacidade de honrar o pagamento de sua dívida e, a partir de tal ponto, exigirão cada vez mais, um prêmio maior, para que possam emprestar ao governo. Numa outra situação, está a possibilidade de um *default*<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Manter tudo mais constante;

<sup>14</sup> Quando o governo para de pagar o que deve.

### 2.3.2. Efeitos da dívida pública sobre as contas externas

A dívida pública crescente pode afetar a economia de forma a tornar um país cada vez mais, suscetível as crises internacionais, dada a qualidade de que as economias estão grosso modo, financeiramente globalizadas. Podendo também determinar variações na trajetória da taxa de juros da economia, bem como flutuações das transações de comércio internacional e da variável taxa de câmbio.

É comum da discussão macroeconômica considerar que um déficit público possa resultar em um déficit em conta corrente. Dessa forma, admitindo a identidade (I), apresentada anteriormente, destaca Lopes *et al* (2008, p.32), que o caso de déficit público possa resultar em déficit em conta corrente, que decorre das seguintes fundamentações macroeconômicas, consoante a segunda identidade, pela ótica da distribuição e da despesa:

$$\frac{Y}{\text{Oferta}} \equiv \frac{C + I + G + (X - M)}{\text{Despesa}} \quad (\text{II})$$

Logo, o termo  $(X - M)$ , chamado de exportações líquidas, denota a inserção do setor externo na economia, e para fins de dedução macroeconômica, segue as seguintes identidades macroeconômicas:

$$Y^{15} \equiv C + S + T \quad (\text{III})$$

Onde:

**C** é o consumo total das famílias e do governo;

---

<sup>15</sup> O PIB, avaliado pela ótica do produto, mede o valor adicionado produzido pelas firmas operando no país, independentemente da origem de seu capital, u seja, mede o total de produção gerado dentro do território do país. A renda Nacional Bruta é o agregado que considera o valor adicionado gerado por fatores de produção de residentes. Numa economia aberta, há fatores de produção estrangeira (capital e trabalho), de propriedade estrangeira produzindo fora do país. Assim, em contas nacionais trabalha-se com dois agregados referentes à abrangência geográfica da atividade produtiva: produto interno e renda nacional. Por exemplo, a produção de estrangeiros no Brasil conta no conceito interno, mas não no conceito nacional. A produção de brasileiros no exterior, conta por exemplo, como PIB do país estrangeiro e como renda nacional do Brasil (FEIJÓ *et al*, 2013, p.33).

**S** é a poupança nacional;

**T** são os tributos.

Denota-se que as famílias utilizam a renda  $Y$  que recebem (consumindo, poupando, pagando impostos), ou seja, a **ótica da utilização da renda**, e:

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) \quad (\text{IV})$$

Que revela como o produto  $Y^{16}$  é gasto, ou seja, revela a **ótica da distribuição** das despesas, com base nos agentes macroeconômicos: consumidores, governo e setor externo. Igualando as duas identidades (III) e (IV), obtém-se:

$$S + T + M \equiv I + G + X \quad (\text{V})$$

**S** é a poupança nacional;

**T** são os tributos;

**M** são as importações de bens e serviços não fatores;

**I** é o investimento privado;

**G** são o gastos correntes do governo mais as despesas de capital;

**X** são as exportações de bens e serviços não fatores.

Que assim pode ser manipulada:

$$(X - M) \equiv (T - G) + (S - I) \quad (\text{VI})$$

Vide que a identidade (VI), demonstra que, na possibilidade de superávit das exportações sobre as importações, isto é,  $(X - M) > 0$ , deve ocorrer superávit ou no

---

<sup>16</sup> Cabe fazer distinção sobre os seguintes conceitos: **produto a preços de mercado** (*produto<sub>pm</sub>*), que inclui o valor dos impostos indiretos compensados dos subsídios, e o **produto a custo de fatores** (*produto<sub>cf</sub>*), que não consiste em valor adicional.

setor privado  $(S - I) > 0$ , ou no governo  $(T - G) > 0$ , ou em ambos. Dessa forma, se ocorrer déficit externo, na possibilidade das importações serem maiores que as exportações, este por sua vez, corresponderá numa poupança interna negativa do setor privado (investimentos superiores à poupança privada), ou a um déficit público, ou em ambos, que para essa situação significaria um excesso de gastos internos  $(I + G)$ , em relação a seus mecanismos de financiamento  $(S + T)$ . Logo, um excesso de gastos internos só pode efetivamente ocorrer se houver o ingresso de líquido de produtos estrangeiros  $(M > X)$ .

Contudo, as identidades macroeconômicas revelam a natureza contábil das contas públicas, ou seja, as variações de estoque são computadas para fins de análise macroeconômica. Por fim, as contas nacionais demonstram o “equilíbrio macroeconômico *ex post*”. Dessa forma, a identidade contábil apresentada, não é uma tese ou uma regularidade experimental, mas uma identidade, cuja premissa fundamental é admiti-la como verdade absoluta. Todavia, o fato de admitir as identidades contábeis, não é condição suficiente para explicar todas as questões relativas aos efeitos da dívida sobre as contas externas.

McKinnon (1984) argumenta que hiatos de poupança-investimento são diretamente refletidos na balança comercial, sem necessidade de alteração dos preços relativos, quando há mobilidade de capitais. Argumento semelhante é apresentado em Giambiagi e Amadeo (1990).

No caso do Brasil, quando o governo incorre em déficit, constitui-se uma poupança negativa, ou seja, há uma redução da poupança nacional. Essa ação, faz com que a curva de oferta de fundos se desloque à esquerda, e a taxa de juros, nesse caso sofre uma elevação, a fim de equilibrar a demanda por empréstimos.

Uma taxa de juros interna mais alta que a externa, atrai o investimento externo e, conseqüentemente aumenta a oferta de moeda estrangeira (dólares) no mercado de câmbio. Esse aumento da oferta de moeda (dólares), causa uma valorização da taxa de câmbio real, que, por sua vez, leva a balança comercial a um déficit (câmbio valorizado estimula as importações). Segundo Rezende (2006, p.292) supõe que toda poupança privada esteja sendo utilizada para financiar os investimentos privados, de forma que haja equilíbrio no setor privado. Logo, aumentos do déficit e da dívida pública serão financiados por meio de poupança externa, que é identicamente igual ao déficit em conta corrente.

No longo prazo, o menor nível de poupança nacional causado pela redução fiscal significaria menor estoque de capital e maior dívida externa. Portanto, o nível de produção da nação seria menor, e uma maior parcela da produção seria devida aos estrangeiros. É difícil avaliar o efeito geral decorrente da redução fiscal sobre a prosperidade econômica. As gerações atuais se beneficiariam dos níveis mais altos de consumo e de emprego, embora a inflação provavelmente passasse, também, a ser mais alta. As gerações futuras arcariam com uma parcela significativa do ônus decorrente dos déficits orçamentários do presente: nasceriam em um país com menor estoque de capital e maior dívida externa (ECONOMISTA DO CBO *apud* MANKIW, 2014, p. 368).

Segundo Rezende (2006, p.292), “a relação entre déficit público e contas externas foi bastante difundida na literatura econômica no início dos anos 90, quando se postulava com estudos para países como EUA e Austrália a existência de uma correlação direta entre déficit público e déficit em conta corrente. Esse fenômeno ficou conhecido como a hipótese dos déficits gêmeos”.

Explica ainda Rezende (2006. p. 292) “que os dois principais canais de transmissão dos déficits gêmeos, é o de absorção, e o mecanismo da taxa de juros e câmbio, que podem ser elencados respectivamente, conforme a seguinte ordem”:

- a) Um aumento do déficit público eleva a demanda agregada e as importações, contribuindo para o aumento do déficit em conta corrente (Absorção);
- b) O aumento do déficit público pressiona o mercado monetário e eleva a taxa de juros. O diferencial dos juros interno e externo provoca o aumento na entrada de capitais o que na hipótese de uma taxa de câmbio flexível, leva a sobrevalorização cambial. Finalmente, o câmbio sobrevalorizado há um estímulo para aumentar as importações e reduzir as exportações, gerando um déficit externo.

A importância do tema decorre de a taxa de câmbio<sup>17</sup> ser um dos principais preços da economia, influenciando as decisões de produção e alocação de recursos no nível microeconômico. Existindo dívida pública atrelada à moeda estrangeira, as alterações na taxa de câmbio influenciarão o volume da dívida, seu risco e a

---

<sup>17</sup> A taxa de câmbio ou taxa cambial consiste no preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Como consequência lógica, pode ser considerada, também, como o preço em moeda estrangeira de uma unidade de moeda nacional (BORGES, 2008, p.57).

necessidade de financiamento do setor público. (MEURER; MOURA; NUNES, 2007, p.56).

#### **2.4. A dívida pública sob a égide da teoria da Equivalência Ricardiana e seus efeitos na economia**

O teorema da Equivalência Ricardiana (ER) compreende que há uma equivalência entre financiar os gastos públicos via impostos, ou, por endividamento público. Não obstante essa teoria teve grande relevância para a construção do pensamento econômico, produzindo uma vasta discussão no campo da macroeconomia e finanças públicas. Portanto, o teorema da equivalência Ricardiana afirma que o ato de financiar gastos públicos via impostos ou dívida pública, em termos macroeconômicos, não produz diferença real entre as vias de financiamento, pois uma redução de impostos no presente, sinaliza para um aumento no futuro. Bem como, uma política fiscal expansionista, requisitará um aumento constante do estoque de dívida pública. Logo, uma trajetória de gastos públicos crescentes, não incide diretamente sobre os valores de riqueza líquida das famílias no curto prazo.

Os consumidores percebem que a redução dos impostos não é lá um grande presente: os impostos menores neste ano serão perfeitamente compensados, no valor presente, por impostos mais altos no próximo ano. Dito de outra maneira, sua riqueza humana<sup>18</sup> - o valor presente da renda do trabalho líquida de impostos - não será afetada. Os impostos atuais diminuem, mas o valor presente dos impostos do próximo ano aumentam  $(1 + r) / (1 + r) = 1$ , e o efeito líquido das duas mudanças é exatamente igual zero (BLANCHARD, 2004, p.561).

Vide que os pressupostos da abordagem Ricardiana são elencados, a seguir:

- I. Os impostos são do tipo lump-sum (quantia paga de uma só vez);

---

<sup>18</sup> O consumidor também estimaria sua provável renda de trabalho líquida de impostos ao longo de sua vida profissional e calcularia o valor presente da renda de trabalho líquida de impostos. Com isso ele teria uma previsão do que os economistas chamam de **riqueza humana** – em contraste com sua **riqueza não-humana**, definida como a soma da riqueza financeira e da riqueza imobiliária. Somando a riqueza humana e a riqueza não-humana, ele teria uma estimativa de sua **riqueza total**. Com isso, poderia decidir o quanto gastar de sua riqueza total. Uma hipótese razoável é a que ele decidiria gastar uma proporção da riqueza total que lhe permitisse manter aproximadamente o mesmo nível anual de consumo por toda vida. Se esse nível de consumo fosse maior do que sua renda atual, ele teria de tomar empréstimos para cobrir a diferença; se fosse menor, ele pouparia a diferença (BLANCHARD, 2004, p.338).

- II. O déficit público é financiado pela emissão de títulos públicos;
- III. Taxa de juros é paga pelo governo é a mesma pelo setor privado;
- IV. Os setores (público e privado) têm igual horizonte de planejamento;
- V. Tem-se total certeza sobre a política fiscal do governo.

Segundo Dornbusch; Fischer; Startz (2013), “a estrita proposição Barro-Ricardo de que os títulos públicos não são riqueza líquida gira em torno do argumento de que as pessoas percebem que seus títulos terão de ser pagos com aumentos de impostos. Se assim for, um aumento do déficit orçamentário desacompanhado de cortes nos gastos governamentais deve levar a um aumento da poupança que, precisamente, corresponde ao déficit”.

As principais objeções teóricas a proposição Barro-Ricardo são duas. A primeira, dado que a vida é finita, argumenta que a dívida será paga por outras pessoas além das que estão recebendo o corte de impostos de hoje. Este argumento pressupõe que os indivíduos não levam em conta os impostos mais altos que os seus descendentes terão de pagar no futuro. A segunda argumenta que muitas pessoas não podem contrair empréstimos e, assim, não consomem de acordo com sua renda permanente. Elas gostariam de consumir mais hoje, mas, devido às restrições de liquidez — sua incapacidade de tomar emprestado — estão restritas a consumir menos do que gostariam, de acordo com suas rendas permanentes. Um corte de impostos para essas pessoas facilita suas restrições de liquidez e permite que consumam mais (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p.322).

Segundo Marinheiro (1996) “se os consumidores antecipam um acréscimo dos impostos futuros inferior à redução de impostos atual, estaríamos neste caso de compensação parcial, perante a posição Keynesiana<sup>19</sup> de que a dívida tem um efeito riqueza positivo. A equivalência Ricardiana rejeita, desta forma, a visão Keynesiana de que o financiamento da despesa pública por dívida pública, é mais expansionista do que o financiamento via impostos”. Expõe Sachsida e Carlucci (2010) que:

De acordo com a visão neoclássica, quando se argumenta que determinado modelo econômico gera como resultado ER, o que está implícito é que, uma vez mantida a trajetória de gastos do governo, os agentes não alteram seu caminho de consumo em virtude de alterações na composição do financiamento destes gastos (SACHSIDA e CARLUCCI, 2010, p.11).

---

<sup>19</sup> No mundo keynesiano, o aumento dos gastos públicos ou a redução de impostos eleva a demanda agregada, que, através do efeito multiplicador, eleva a renda da economia. Conseqüentemente, o consumo privado também aumenta. Embora não seja um pressuposto, o argumento keynesiano é compatível com a hipótese de equilíbrio orçamentário intertemporal do governo. Portanto, na abordagem Keynesiana, a correlação entre consumo privado e os gastos públicos é positivo (JUNIOR, 2014, p.255).

Para sintetizar o argumento acima, pressuponha que o governo reduza os impostos, mantendo constantes seus gastos públicos. Logo, uma parte maior do dispêndio será financiada, via emissão de títulos públicos. Para tanto, essas mudanças não produzirão efeitos sobre o consumo privado, segundo a ER. De forma simplista, o que está posto é que, quando o governo atua reduzindo impostos, isso causará uma expansão da renda disponível dos agentes econômicos, que agora estão diante de um *trade-off*: onde podem optar por consumir a renda adicional ou poupá-la. Todavia, os agentes econômicos são conscientes que terão de pagar a dívida atual do governo via aumento de impostos no futuro. Portanto, os indivíduos resolvem por não aumentarem seu consumo, em função de uma redução dos impostos. Logo, por agirem de forma racional, os indivíduos poupam a renda adicional produzida pela diminuição de impostos, para saldarem as despesas com maiores impostos no futuro.

Consoante, argumento da equivalência Ricardiana, no curto prazo, os déficits possivelmente levarão a uma demanda maior. Contudo, se estes persistirem, em algum momento no futuro, os agentes econômicos pagarão um alto preço por tal medida. No longo prazo, a dívida pública mais elevada reduz a acumulação de capital e, conseqüentemente, diminui o produto. (BLANCHARD, 2013, p.562). Em termos macroeconômicos, o aumento do endividamento público não caracteriza riqueza líquida. Pois, os agentes econômicos que possuem títulos públicos detêm um ativo com o mesmo valor presente das obrigações dos contribuintes. Nesse caso, o que ocorre é a redistribuição da riqueza, onde os primeiros indivíduos estarão mais ricos, enquanto os últimos ficarão mais pobres.

### **3. CONSIDERAÇÕES TEÓRICO-METODOLÓGICAS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**

A dívida pública tem imbricada relação com a construção do Estado, bem como o nascimento da moeda. É de fundamental importância, entender como esta surgiu e qual a sua função dentro da economia brasileira ao longo dos anos. A dívida pública inicia sua trajetória no Brasil colônia, entre os séculos XVI e XIX, os governantes à época já faziam empréstimos. E, a partir daí, inaugura-se este mecanismo de contratação de dívida. No Brasil império, dada as necessidades enfrentadas pelo país em anos anteriores ao seu processo de independência, um ambiente desafiador fora construído. Devido a tais problemas, o histórico da dívida criou uma série de aparatos e mecanismos para gerenciamento do endividamento. Convém apontar os 74 anos da história da dívida pública no período da república brasileira (1889-1963), que são constituídos por várias situações que contribuem para compreender o momento atual.

Segundo Silva (2009, p.45) enquanto sob o aspecto institucional, a gestão da dívida pública, ainda sob a tutela da Caixa de Administração, gozou de relativa estabilidade, o período foi marcado por dificuldades de financiamento interno e externo, e reestruturações. Já o período que se inicia em 1964, até os dias atuais tem sido marcado por profundas transformações na estrutura da dívida pública, tanto interna quanto externa. Não só o estoque dessas dívidas sofreu considerável aumento, como suas estruturas passaram por grandes avanços, cujo entendimento é fundamental para se ter uma perfeita avaliação da situação do endividamento público brasileiro. (PEDRAS, 2009, p. 57). Assim:

A construção do mercado de dívida teve início na reforma financeira de 1964. A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) indexadas a índices de preços e o desenvolvimento das operações de mercado aberto lastreadas em títulos públicos deram origem à expansão dos ativos financeiros com correção monetária a posteriori, usados como forma de financiamento não inflacionário para o setor público (LOPREATO, 2008, p.03).

Decorrido esse período e, já na década de 1980, o Brasil se encontrava novamente em algumas dificuldades fiscais, que conduziram para novas mudanças

institucionais no arcabouço fiscal. Sobre o assunto, discorre *Marques e Athayde* (2018, p.04) – meados da década de 1980, as dificuldades fiscais eram imensas. Havia descontrolado dos gastos públicos e grande nível de endividamento, especialmente em dólar, o que fazia nossa dívida assumir uma trajetória imprevisível. Um processo de valorização no dólar, por exemplo, aumentava muito a nossa dívida, mesmo que o governo controlasse seus gastos. O fato é que o Brasil vivia um momento de grande instabilidade econômica, com inflação muito alta. Numa situação como essa, o governo só consegue se financiar em condições ruins, sob prazos muito curtos ou juros muito altos. De outro lado, explica Pedras (2009):

O ano de 1986 representou um marco fundamental no aspecto institucional da administração da dívida pública brasileira, com a adoção de medidas profundas visando maior controle fiscal, como a extinção da Conta Movimento<sup>20</sup> – utilizada para o suprimento dos desequilíbrios de fundos do Banco do Brasil pelo Banco Central. Decidiu-se ainda pela criação da Secretária do Tesouro Nacional, por meio do Decreto nº 92.452, de 10/08/1986, visando a centralizar o controle dos gastos públicos e, especialmente, a viabilizar seu controle mais efetivo (PEDRAS, 2009, p. 63).

Em meados da década de 90, alguns avanços ocorreram no sentido de profissionalizar a gestão das finanças públicas brasileiras. Nesse aspecto, o primeiro movimento de avanço foi o processo de extinção ou privatização de bancos estaduais, promovido pelo BACEN. Isso ocorreu, pela necessidade de eliminar a expansão da base monetária e gastos públicos, feita por essas instituições que compunham o sistema financeiro nacional. O segundo movimento de avanço, constitui-se, segundo Nóbrega (2016, p. 40) com a renegociação de dívidas dos estados e municípios, que previa inéditas condições de cumprimento das respectivas obrigações, incluindo a aprovação dos seus termos pelo Poder Legislativo dos estados e municípios, e o estabelecimento de garantias sólidas.

A despeito dos sucessivos choques heterodoxos introduzidos na economia desde 1986, as taxas de inflação permaneciam em níveis bastante elevados, assim como a incerteza em relação ao futuro próximo. Dessa maneira, em 1988 e 1989, praticamente não houve colocação de LTNs nem mesmo para a carteira do Banco Central, ilustrando o difícil momento pelo qual passava o país. Por sua vez, o financiamento público começou a ser efetuado com emissão de LFTs, sendo tal título durante esses dois anos praticamente a única forma de arrecadação de recursos, via emissão de títulos, para o governo. Nesse período, é interessante notar que esse instrumento de origem heterodoxa passava a ser fundamental para solvência do país. Sua

---

<sup>20</sup> Esta conta permitia que a criação de moeda por parte do Banco do Brasil, e, portanto, via empirismo, essa instituição atuava como autoridade monetária simultaneamente ao Banco Central;

inexistência implicaria a necessidade de emissão de LTNs em prazos cada vez menores, o que levaria a aumento considerável no risco de refinanciamento da dívida (PEDRAS, 2009, p.64).

A situação do endividamento público na década de 90, era crítico. Tão somente, o estoque de títulos públicos no mercado, perfazia 15% do PIB, e isso demonstrava um desequilíbrio recorde, sendo que a dívida era composta majoritariamente por LFTs, e com data média de resgate de no máximo cinco meses. Além desse problema de composição do perfil de dívida, a inflação encontrava-se em níveis alarmantes, chegando à casa de 1.000 % ao ano, agregado a isso, o déficit primário correspondia a aproximadamente 1%, do PIB do ano anterior.

O arcabouço institucional não sofreu alterações significativas nos anos seguintes. Os planos de estabilização, todos de curta duração, não mexeram na lógica do modelo de gestão da dívida pública, embora contribuíssem, a cada congelamento, para evitar a explosão do estoque da dívida. Sem resolver o problema da restrição externa e o estrangulamento do setor público, não conseguiram alterar a lógica do mercado de títulos.

(LOPREATO, 2008, p.06)

Todavia, as mudanças não ocorreram, no que diz respeito aos procedimentos de gerenciamento e mercado de títulos da dívida pública, mesmo com o melhoramento do cenário macroeconômico. Explica Pedras (2009, p.66) apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria o esperado. As expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes<sup>21</sup> (fundamental para um saneamento definitivo das contas públicas), aliadas às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram com que o estoque da dívida pública crescesse brutalmente no período.

Contudo, assinala Nóbrega (2016, p. 43) que por mais de 15 anos, o Brasil construiu sólidas e avançadas instituições fiscais. A maioria delas nos colocou em igualdade com as melhores práticas do mundo desenvolvido, enquanto a Lei de Responsabilidade Fiscal nos posicionou à frente de países emergentes e até de nações ricas.

Porém, é no intervalo de 2006 a 2016, que algumas mudanças ocorreram na relação entre as instituições fiscal e monetária no Brasil.

---

<sup>21</sup> É uma obrigação possível que resulta de eventos passados, cuja existência será confirmada apenas pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros incertos não totalmente sob o controle do Estado; ou presente que resulta de eventos, mas que não são reconhecidos no balanço do setor público.

Nessa perspectiva, destaca-se a relação entre Tesouro Nacional (TN) e Banco Central (BC), que foram reposicionadas, e isso ocasionou retrocessos e debilidades para o processo de gestão fiscal. As mudanças na relação entre a autoridade fiscal e monetária produziu desequilíbrios do ponto de vista do aperfeiçoamento e controle da condução das políticas fiscal e monetária no Brasil.

### **3.1. Questões conceituais e metodológicas sobre a abrangência do setor público brasileiro**

No Brasil é comum a discussão sobre abrangência do setor público, todas às vezes que o governo se defronta com a necessidade de ajustar suas contas públicas, controlar os níveis de endividamento público, ou determinar a participação do Estado na economia. Essa discussão compreende uma série de questionamentos, no que diz respeito aos conceitos para mensuração de todo setor público brasileiro. Alguns aspectos delineiam as questões conceituais e metodológicas, tais como: a inserção das empresas estatais no cômputo da dívida pública; assim com a não inclusão de instituições financeiras no cálculo desta, bem como a inserção dos entes subnacionais para fins de apuração do governo brasileiro. Segundo Barbosa e Giambiagi *apud* Jaloretto (2009) “entendem que o relevante para a mensuração da situação fiscal deveria ser o resultado da soma do governo federal com o Banco central, geralmente agrupados sob a rubrica governo central”.

O argumento que sustenta esse ponto de vista parte da constatação de que em um setor público cujas funções estejam bem definidas e no qual não existem “vazamentos” os eventuais déficits de estados e municípios, de um lado, e das empresas estatais, de outro, seriam cobertos por fontes de endividamento não inflacionárias e, portanto, as operações das quais esses agentes econômicos participassem seriam equivalentes a operações entre agentes privados, sem impacto na expansão monetária (BARBOSA E GIAMBIAGI *apud* JALORETTO, 2009, p.08).

Contudo, o setor público tem crescido no Brasil há algum tempo. Hodiernamente a forma de mensurar o tamanho do setor público se dá através das despesas do governo. Todavia, parte das despesas do governo, são devidas ao serviço da dívida pública, que se configuram no pagamento de juros e, não dependem de uma decisão governamental, uma vez que a taxa de juros é definida pelo desejo das pessoas de deterem dívida pública e pelo volume dessa dívida. Vide que a taxa

de juros incidente sobre os títulos que compõe a dívida, é a de curto prazo, definida pelo Banco Central, no intuito de fazer a inflação convergir para meta estipulada. Porém, a taxa de juros relevante para a trajetória sustentável do endividamento público é a taxa de longo prazo.

Com relação à abrangência da dívida pública, o primeiro, e um dos mais utilizados, é o conceito de setor público que abrange a administração direta, as autarquias e as fundações das três esferas de governo (federal, estadual e municipal) e suas respectivas empresas estatais, o Banco Central e o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS). O conceito de setor público, para fins de apuração dos indicadores de dívida pública, considera as instituições públicas não financeiras, não considerando os bancos estatais. O conceito também considera os fundos públicos que não possuem características de intermediários financeiros, isto é, aqueles cujas fontes de recursos advêm de contribuições fiscais ou parafiscais, além da empresa Itaipu Binacional. As empresas estatais Petrobras e Eletrobrás não estão dentro do conceito de setor público (MARQUES E ATHAYDE, 2018, p.10).

Portanto, as estatísticas oficiais sobre endividamento público brasileiro, também podem ser abordadas sob as diversas óticas de abrangência do setor público, conforme a citação acima e, para fins de melhor compreensão as três esferas de governo (governos federal, estadual e municipal), mais empresas estatais, Banco Central (BC) e Instituto nacional de Seguridade Social (INSS), constituem o setor público brasileiro, contudo, além dessa definição ampla, existem outros conceitos que também são utilizados para fins de mensuração da dívida pública, tais como: governo central<sup>22</sup>, governo federal<sup>23</sup> e governo geral<sup>24</sup>.

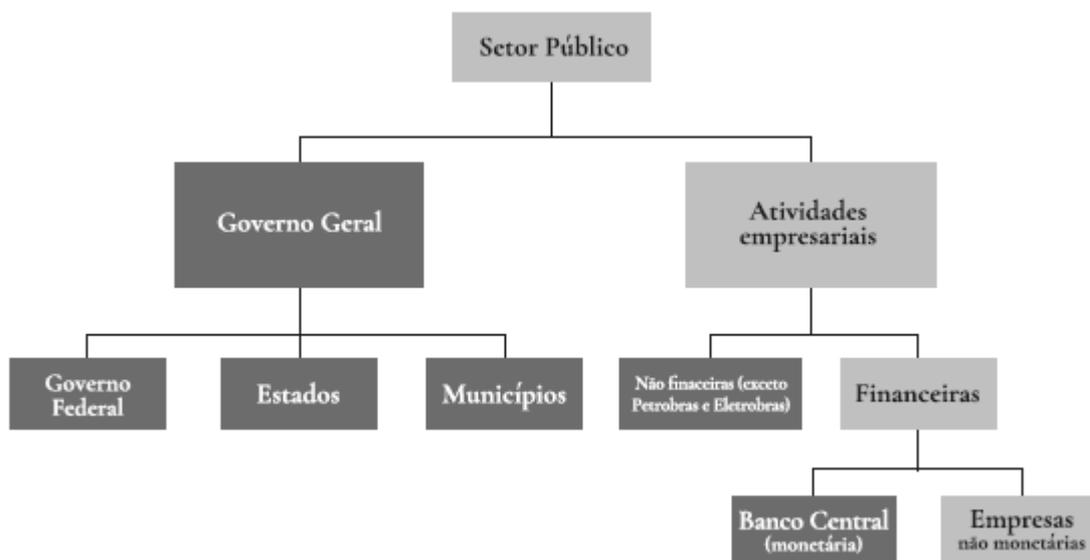
Nesse contexto, tanto para análises *ex ante* quanto para *ex post*, é de suma importância uma abordagem integrada que considere o endividamento público dentro dos diversos conceitos, para determinar a abrangência de setor público, pois não se trata de reconhecer vantagens ou desvantagens de um conceitos em relação aos outros, todavia é válido considerar duas ou mais formas de mensuração do setor público, a fim de que se possa comparar para melhor entender o comportamento da dívida pública ao longo dos anos.

---

<sup>22</sup> O governo central é constituído por: Tesouro Nacional, INSS e Banco Central;

<sup>23</sup> O governo federal é composto por: Tesouro Nacional e INSS;

<sup>24</sup> a) **O Governo Geral** abrange Governo Federal, governos estaduais e governos municipais. Exclui Banco Central e empresas estatais. b) **Governo Central** = Governo Federal, que inclui INSS + Bacen. c) **Setor Público** = Governo Central + Governos Regionais + Empresas Estatais, mas exclui as empresas dos Grupos Petrobras e Eletrobras). (Manual de Estatísticas do Banco Central do Brasil, 2018).

**Quadro 1:** Abrangência do setor público brasileiro

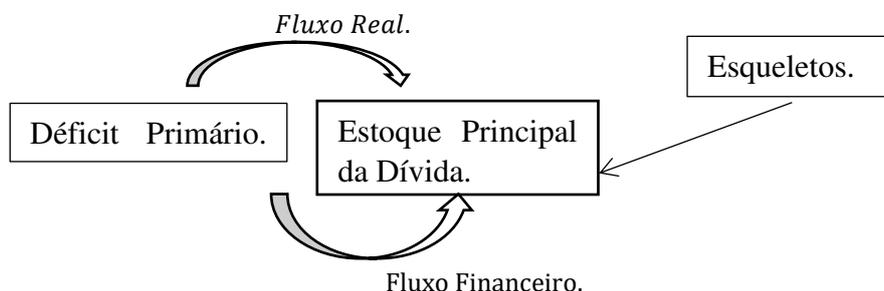
**Fonte:** Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central do Brasil (BCB), 2018.

### 3.2. Dívida Pública: financiamento, custos, riscos e mensuração

A gênese da dívida pública tem como força motriz um desequilíbrio no lado real da economia, validando a condição de que o governo gastou mais do que arrecadou. Contudo, é necessário estabelecer alguns pontos de distinção entre receita e gasto. Ambos são estimados, entretanto a variável que pode ser controlada é o gasto e, a partir desta premissa básica, utiliza-se o ajuste fiscal para controlar um estado dito perdulário.

O fluxo real faz com que o estoque da dívida cresça. Com isso, surge um segundo fluxo, financeiro, que contribui para alimentar o mesmo estoque. Se o governo não consegue pagar tudo que deve de juros, por exemplo, a parte que ele não paga retorna ao estoque principal. A partir de certo ponto, o fluxo financeiro torna-se a principal causa de crescimento do estoque da dívida. Há ainda, as dívidas ocultas na contabilidade do governo chamadas de “esqueletos<sup>25</sup>” (MENDONÇA, 2005, p. 16).

<sup>25</sup> Quando essas dívidas estavam, por assim dizer, escondidas, tornam-se conhecidas, elas acrescentam um novo estoque àquele principal, já conhecido e administrado (MENDONÇA, 2005, p. 16).

**Figura 3:** Fluxo do Endividamento Público

**Fonte:** Caderno de Altos Estudos da Câmara Federal. Elaborado pelo autor, 2005.

Consoante Figura 3, no caso do Brasil a dívida pública é composta por empréstimos obtidos pelo Estado junto aos entes do sistema financeiro, que de toda forma são: instituições financeiras públicas e privadas, mercado financeiro nacional e internacional, pessoas físicas ou governos de outros Estados-nações.

Haja vista, que os credores do Estado que compram seus papéis ficam em alerta, no que tange, a capacidade deste de honrar seus compromissos, pois quanto maior for o saneamento das contas públicas desse governo, menor serão os juros pagos aos seus credores e maior será o nível de solvência desse governo. Segundo Gadelha (2017. p. 19) o financiamento orçamentário da dívida pública representa parcela do orçamento que o governo não consegue cobrir com recursos provenientes da receita tributária. Considerando que algumas despesas têm caráter obrigatório, essa parcela do orçamento será financiada com recursos de terceiros, ou seja, endividamento.

As fontes de financiamento que dispõe o setor público são: a emissão de títulos públicos domésticos, externos e junto ao Banco Central. Este último é o prestador de última instância do Tesouro Nacional e do sistema financeiro. Para o primeiro, o Banco Central cobre eventuais necessidades de financiamento, em geral elevando a base monetária. Para o segundo, os empréstimos objetivam evitar crises de liquidez e ruptura do sistema bancário. Para financiar seus gastos, o estado dispõe de certos instrumentos de política econômica. O primeiro destes reside na emissão de moeda. Outra forma consiste na arrecadação tributária. Por fim, o estado também pode se financiar por meio de empréstimos obtidos junto ao setor privado, tendo em vista o uso de tal financiamento, produz dívida pública. É evidente que a dívida é indispensável ao financiamento público (REZENDE, 2006, p. 276).

Ao longo dos anos 2006 a 2016, percebe-se que a economia brasileira tem apresentado uma trajetória de aumento crescente de suas despesas obrigatórias. Mediante este fato, entende-se que no período em que o governo gastou mais do que arrecadou, ele obteve um déficit. Para cobrir esse desequilíbrio entre receita e despesas, o governo teve que recorrer ao mercado financeiro, a fim de suprir essa necessidade e, as principais formas de financiamento que o governo tem, consoante Gadelha (2017, p. 20) são:

- A. **Emissão de títulos:** também representam uma forma de o governo obter recursos para custear suas despesas. Esses títulos podem ser adquiridos por pessoas físicas, empresas, bancos e até mesmo por países;
- B. **Operações oficiais de crédito:** representam novos empréstimos contraídos pelo governo;
- C. **Refinanciamento da dívida pública:** trata-se de emissão de títulos para pagamento do principal da dívida, acrescido da atualização monetária. Em outras palavras, trata-se da substituição de títulos públicos (anteriormente emitidos) por títulos novos, com vencimento posterior, conhecido como “rolagem da dívida”.

A emissão monetária discricionária para cobrir déficits governamentais (senhoriagem) implica em inflação. Por outro lado, há algumas vantagens no financiamento por empréstimos em detrimento do financiamento por tributos (MUSGRAVE *apud* DA SILVA, 2006). Conforme apresenta:

1. É comum que as pessoas queiram pagar por um bem conforme seu uso. Em casos em que o dispêndio presente proverá benefícios futuros e o desembolso inicial é grande, os indivíduos preferirão pagar através dos anos, na medida em que forem colhendo os benefícios do projeto. Como em projetos públicos não se pode parcelar o pagamento dos tributos, então o financiamento por empréstimos é, neste caso, preferível à tributação, uma vez que permite o pagamento conforme o uso;
2. Que é uma extensão desse caso, é a equidade intergerações. Visto que certos projetos atuais continuarão a produzir benefícios a outras

gerações, nada mais justo do que financiá-los por empréstimos, pois isto estende os custos no tempo e obedece ao princípio do financiamento por pagamento conforme o uso;

3. É que a dívida pública ajuda a reduzir a fricção tributária. Pode ser preferível a aplicação do financiamento por empréstimo quando os efeitos friccionais da tributação se tornam um problema cada vez mais sério à medida que o nível de tributação se eleva. De fato, a curva de Laffer mostra que a partir de determinado ponto, o aumento das alíquotas tributárias acarreta redução, e não aumento da receita do governo. Nesse caso, a dívida é preferível à tributação;
4. Tais projetos podem ser estreitamente definidos como investimentos em empresas públicas que proporcionam uma taxa ou renda das vendas, suficiente para o serviço da dívida contraída para seu financiamento; ou, então, podem ser definidos de maneira ampla como projetos de dispêndios que incrementam a renda futura e a base tributária.

Conforme ensinamentos de Silva e Medeiros (2009, p.104), outro ponto importante dessa longa discussão sobre dívida pública são suas variadas formas. Como destacado, a dívida pública é classificada, e dentro desse escopo é necessário elencar de forma pormenorizada as subclassificações do endividamento público, para tanto cabe ao primeiro momento assinalar a dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), que se apresenta quanto:

- a) Forma de emissão;
- b) À forma de negociação;
- c) A seus detentores.

Subsequente a DPMFI, a dívida pública pode ser também classificada como 'oferta pública'. Isso ocorre quando os títulos são emitidos sob a forma de leilão e suas taxas de emissão são formadas em processo competitivo, e sob a forma "direta" quando emitidos para atender a contrato específico ou determinação legal. Essas

podem ter ou não como contrapartida recursos financeiros<sup>26</sup> (SILVA e MEDEIROS, 2009, p. 105).

Além da dívida pública interna, revela-se a outra vertente, que é denominada de dívida pública mobiliária federal externa – classificada em dois grandes grupos:

- i) Dívida renegociada e;
- ii) Novas emissões. No primeiro grupo estão os títulos emitidos no âmbito dos programas de renegociação da dívida externa, tais como o **BIB** (*Obrigação de investimento no Brasil*), o **IDU** (*Juros vencidos e não pagos*), e os **Brady Bonds**<sup>27</sup>. No segundo grupo estão os títulos emitidos em ofertas públicas após finalizado o processo de renegociação da dívida externa.

Tratando ainda sobre endividamento público, resta a forma contratual externa, que se delinea segundo Silva e Medeiros (2009, p.106), dentre as quais se destacam, no caso brasileiro, as contraídas para financiamento de projetos e programas de interesse do país com:

- i) Organismos multilaterais (principalmente o **BIRD** - Banco Internacional para reconstrução e Desenvolvimento e o **BID** – *Banco Interamericano de Desenvolvimento*); e
- ii) Bancos privados e agências governamentais (*Japan Bank for Internatioanl Cooperation* (**JBIC**) e **KfW** (Banco de Desenvolvimento), dentre outros).

Na verdade, é importante assinalar que após a exibição das formas de endividamento público, a avaliação dos custos da dívida torna-se uma atividade bem complexa. Visto por esta ótica, há uma necessidade de se agrupar uma série de

---

<sup>26</sup> A maior parte dessas emissões não tem como contrapartida recursos financeiros. Nesse sentido, as emissões aumentam o estoque da dívida líquida. Geralmente correspondem à implementação de políticas públicas, tais como a equalização das taxas de financiamento à exportação e a reforma agrária (SILVA e MEDEIROS, 2009, p. 104);

<sup>27</sup> As renegociações de dívida que resultaram na emissão do BIB e do IDU foram anteriores à renegociação no âmbito do Plano Brady, de 1992. Para maiores detalhes sobre renegociação da dívida externa brasileira, leia Dívida externa brasileira, de Ceres Aires Cerqueira, 1997 (SILVA e MEDEIROS, 2009, p. 104).

variáveis financeiras (pagamento de do serviço da dívida) e não-financeiras (despesas públicas obrigatórias e discricionárias), e mesmo assim, a dinâmica das incertezas quanto ao custo real da dívida são latentes. Dada observância a esse procedimento, a dívida (e seus custos) é determinada por variáveis que não são apenas de origem não-financeira, como é o caso dos juros.

Escreve Athayde e Vianna (2013, p. 404) que ainda sobre as formas e metodologia de apuração da dívida pública, surge ainda outra indefinição: qual seria o melhor indicador de endividamento bruto? O indicador mais usado por analistas locais é a Dívida Bruta do Governo Geral, calculada e divulgada pelo Banco Central. Logo, a mensuração da dívida pública, de forma simplificada, procura esclarecer algumas noções básicas a este respeito. Para um entendimento mais completo, é mister conhecer as distinções entre dívida bruta do governo geral (DBGG) e dívida líquida do setor público (DLSP).

Consoante os conceitos elencados ao final do parágrafo anterior, sobre as metodologias da dívida, destacam-se no primeiro momento o conceito da DBGG-BC. Conforme, Gobetti e Schettini (2010, p.10), “a dívida bruta calculada pelo Banco Central para efeitos de comparações internacionais refere-se ao governo geral, o que exclui por definição todas as estatais, e, também o BACEN, ou seja, trata-se de um indicador que contabiliza apenas os passivos e apenas aqueles sob responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais”.

Dado o referido esboço, cabe buscar a segunda parte da discussão que serve de ambiente para um melhor entendimento. Consoante Athayde e Vianna (2013 p.404):

Frequentemente aparece na imprensa menção à Dívida Bruta calculada pelo Fundo Monetário Internacional (neste trabalho, identificada como DBGG-FMI), dado o peso dessa instituição nas discussões econômicas globais. Torna-se, então, necessário estabelecer as controvérsias, entre tais metodologias de apuração da dívida bruta do governo geral (ATHAYDE E VIANNA, 2013, p. 404).

Para Athayde e Vianna (2013), A Dívida Bruta do Governo Geral - Fundo Monetário Internacional (DBGG-FMI), difere do conceito da Dívida Bruta do Governo Geral – Banco Central (DBGG-BC), por adotar um critério mais rígido no tocante à abrangência do governo geral. Com isso a DBGG-FMI, desconsidera o volume de operações compromissadas (natureza monetária), por ser diretamente um passivo do

Banco Central, e, passa a considerar toda a carteira de títulos públicos do Tesouro Nacional (TN), na carteira da autoridade monetária do Brasil.

No tocante à dívida líquida do setor público (DLSP), como o próprio nome já diz, envolve a consolidação de obrigações e ativos financeiros de todo o setor público, não financeiro por definição, o que compreende a administração direta, autarquias e fundações do governo federal, dos governos estaduais e municipais, além do BC e das estatais do setor produtivo (exceto a Petrobras desde maio de 2009) (GOBETTI, 2010, p. 09).

Para Athayde e Vianna (2013, p. 408), “ao se comparar, primeiramente, a DBGG-BC com a DLSP, convém atentar para o fato de que tais indicadores possuem abrangências diferentes: enquanto o primeiro alcança os passivos do critério governo geral (administração direta dos governos federal, estaduais e municipais), o segundo engloba passivos e ativos de todo o setor público não financeiro, incluindo estatais e Banco Central”.

Os estudos de Athayde e Vianna (2013), apontam que:

O melhor indicador de dívida seria aquele que mostrasse maior correlação negativa com os dois parâmetros de análise. Um crescimento mais forte da economia normalmente está relacionado com maior arrecadação de impostos e, ao mesmo tempo, com menor necessidade de uso de uma política fiscal expansionista para estimular a atividade, seja pela redução de impostos, seja pelo aumento de transferências governamentais. O aumento do superávit primário, por sua vez, tem relação ainda mais direta com a queda no endividamento, pois significa exatamente que mais recursos públicos foram economizados para abatimento da dívida pública (ATHAYDE E VIANNA, 2013, p. 412).

Segundo entendimento de Gobetti e Schettini (2010, p.12) “é preciso considerar pelo menos duas questões metodológicas básicas ao analisar a evolução da DLSP como proporção do produto. Isso é crucial para tornar os dados comparáveis no tempo diante dos efeitos da inflação sobre as estatísticas fiscais e das mudanças na metodologia utilizada pelo BACEN na contabilidade”.

### 3.3. Déficit Público: medidas e conceitos

O manejo e controle do orçamento por parte do governo, haja vista, suas distintas metodologias de apuração, busca destacar a eficiência dos conceitos na produção de dados estatísticos, que alimentam e orientam a política econômica. Rodrigues (2016, p. 06) interroga – “como a análise da composição do gasto público ao longo do tempo permite identificar distintas fases de desenvolvimento institucional do Estado”? Considera-se aqui grandes mudanças políticas e de modelo de desenvolvimento que são refletidas inexoravelmente na estrutura do Estado, por alterações correspondentes na composição do gasto público, seja de forma direta:

- a) Por sua maior diversificação (aumento do número de ministérios com peso no gasto); ou
- b) Pelo reordenamento da importância relativa dos ministérios existentes no total; ou indireta:
- c) Pela reorientação da despesa a diferentes funções e atribuições sem a necessária alteração em peso relativo do ministério (reestruturação do conteúdo).

A análise da diversificação na estrutura do gasto, e de sua participação relativa nas despesas do executivo brasileiro, permite identificar processos sucessivos, para construção de metodologias de apuração de resultado. Portanto, convém apresentar a primeira medida de déficit:

$$D_t = G_t - R_t \quad (VII)$$

Onde:

$D_t$  é o déficit público;

$G_t$  são gastos públicos em determinado período t;

$R_t$  são as receitas públicas em determinado período t.

A equação (VII) demonstra o cálculo do déficit público, cuja a relação que se estabelece é contabilizada pelos gastos públicos menos a receita pública, doravante a essa metodologia, outras formas de apurar as contas públicas podem ser utilizadas, visto que a mensuração do resultado fiscal, denota-se de forma simplista, semelhante a uma operação aritmética, conforme equação (VIII), que as variáveis podem ser somadas (subtraídas) nessa apuração, as receitas do governo (RG), operações de crédito (OC) e despesas do governo (DG) estão posicionadas acima da linha e, o resultado fiscal abaixo da linha.

$$\begin{array}{r} (RG) \\ \hline -(DG) \\ \hline \text{Resultado Fiscal} \end{array} \quad (VIII)$$

No tocante a essa metodologia, dada receita arrecadada pelo governo através da tributação, sendo esta superior (inferior) aos gastos públicos, o governo incidirá em superávit fiscal (déficit fiscal). “A medida de aferição posta, coordenada de forma a excluir as operações de crédito, aponta para outro patamar de análise” (OLIVEIRA, 2012, p. 258). Pois, fica claro que, se negativo, o desequilíbrio (ou déficit) terá de ser coberto com a contratação da dívida pública (ou seja, com a tomada de empréstimos, na forma de Operações de Crédito). Ressalve-se, contudo, que o mesmo termo é utilizado com diversos significados, dependendo do instrumental analítico utilizado e dos objetivos pretendidos.

Consoante apontamento de *Albuquerque; Medeiros; Feijó e Henrique apud Da Costa* (2016, p.16), “no Brasil, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), é o órgão responsável pela apuração do resultado primário no conceito “*acima da linha*”, enquanto o Banco Central (BC), apura os dados consolidados do setor público no conceito ‘abaixo da linha’, este com o objetivo de acompanhar a evolução da dívida líquida e as necessidades de financiamento do setor público”<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> A partir de maio de 2009, as estatísticas de dívida líquida e necessidades de financiamento do setor público passaram a excluir de sua abrangência as empresas do Grupo Petrobras, de forma compatível com o Decreto nº 6.867, de 29.5.2009, que trata da programação financeira e das metas fiscais no âmbito do Governo Federal (BC *apud* Da Costa, 2016, p. 16).

No conceito “*acima da linha*”, apurara-se a diferença entre o fluxo de receitas e despesas do setor público, excluindo as receitas e despesas financeiras para apuração do resultado primário, permitindo melhor acompanhamento do resultado fiscal e da execução orçamentária. No conceito “*abaixo da linha*”, apura-se o resultado nominal, o que equivale à variação total da dívida fiscal líquida no período, com o acréscimo das receitas e despesas financeiras ao resultado primário. Visto que, os principais conceitos utilizados pelo Banco Central, conforme Rezende (2006, p. 274), são:

- a) Dívida Líquida do Setor Público (DLSP): é dada pela soma das dívidas interna e externa do setor público (governo central, Estados e municípios e empresas estatais) junto ao setor privado, incluindo a base monetária e excluindo-se ativos do setor público, tais como reservas internacionais, créditos com o setor privado e os valores das privatizações;
- b) Ajuste patrimonial: item da DLSP que contabiliza a diferença entre os passivos do governo (“esqueletos”), e os resultados da privatização;
- c) Dívida Fiscal Líquida (DFL): é dada pela diferença entre a DLSP e o ajuste patrimonial;
- d) Necessidade de Financiamento do Setor Público: corresponde ao conceito de déficit nominal apurado pelo critério “*acima da linha*”. Refere-se a variação da DFL entre dois períodos de tempo;
- e) Necessidades de Financiamento do Setor Público no conceito operacional: exclui das necessidades de financiamento nominais a correção monetária (efeito inflacionário) que incide sobre a DFL. Seu correspondente pelo critério “*acima da linha*” é o déficit operacional;
- f) Necessidade de Financiamento do Setor Público no conceito primário: exclui das necessidades de financiamento nominais, o pagamento de juros nominais que incide sobre a DFL. Equivale ao déficit primário apurado pelo critério “*acima da linha*”.

Ainda discutindo sobre medidas e conceitos de déficit público, existem variadas formas de aferição deste. De forma cartesiana, o método comumente utilizado é o de **Resultado Orçamentário**, que descreve o resultado orçamentário como sendo a

diferença entre as Receitas (Correntes e de Capital) e as Despesas (também correntes e de capital).

Conforme ensina Carvalho Jr; Feijó *apud* Da Costa (2016), as estatísticas fiscais têm como objetivos, dentre outros:

- i. Avaliar o impacto sobre a demanda agregada e, conseqüentemente, sobre os níveis inflacionários;
- ii. Acompanhar a sustentabilidade da dívida (solvência do setor público);
- iii. Mensurar o tamanho do setor público;
- iv. Dar publicidade às ações do governo; e,
- v. Avaliar a efetividade dos gastos públicos.

**Quadro 2:** Resumo de indicadores que medem a evolução das finanças de um país ao longo do tempo

Res. Nominal = Variação da dívida fiscal líquida.

Res. Operacional = Res. Nominal – Atualização Monetária.

Res. Primário = Res. Nominal – Juros nominais = Res. Operacional – Juros Reais.

Juros nominais = Juros Reais + Atualização Monetária.

**Fonte:** BCB. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%204-indicadores%20fiscais.pdf>

### 3.4. Aspectos da dívida pública no Brasil

A economia brasileira entre os anos de 2006 a 2016, apresenta alguns aspectos fundamentais, que são passivos de uma análise metodológica. A despeito das questões macroeconômicas, as despesas públicas apresentam substancial contribuição para o baixo crescimento econômico brasileiro, e, que segundo estudos de Gobetti (2015) “a despesa pública federal vem crescendo de modo praticamente ininterrupto desde 1999, sob a vigência do regime de metas de *superávit* primário, o que foi possível pela expansão concomitante das receitas. Contudo, no período recente, assistimos tanto a uma acomodação do processo de crescimento das receitas, influenciado pela política de desonerações e pelo fraco crescimento econômico, quanto a uma aceleração do crescimento das despesas”.

Existe uma série de leis e compromissos políticos que claramente apontam para a continuidade da trajetória de crescimento das despesas do governo central e, também de estados e municípios a taxas superiores à do PIB. Mesmo que o governo realize uma ginástica orçamentária voltada a realocar ainda mais o gasto para as áreas prioritárias, é muito improvável que consiga reduzir – e até mesmo manter constante – a despesa corrente em proporção do PIB (GOBETTI, 2015, p.27).

Toda esta discussão traz consigo inquietações sobre a estabilidade da economia do país, e, isto pode ser bem analisado através de um dos seus principais indicadores, que é a dívida pública. Dessa forma, Pinto (2015) aponta que – “a relação existente entre a dívida e o PIB é um dos parâmetros para avaliar a solvência do governo. Tradicionalmente no Brasil a medida antes utilizada para tal avaliação era a da dívida líquida do setor público (DLSP), porém a mesma tem sofrido efeitos da desvalorização cambial (fora o peso dos empréstimos aos bancos oficiais), levando a uma aparente redução deste indicador mais por conta do elevado estoque de ativos em dólar que propriamente por outros fatores (sem contar que é rara a redução do volume de reservas do Brasil).

A dívida líquida do setor público (DLSP), como o nome já diz, envolve a consolidação de obrigações e ativos financeiros de todo o setor público, não financeiro por definição, o que compreende a administração direta, as autarquias e as fundações do governo federal, dos governos estaduais e municipais, além do Bacen e das estatais do setor produtivo – exceto a Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras) desde maio de 2009. Trata-se, portanto, de um balanço do setor público não financeiro em relação aos agentes privados e aos públicos financeiros (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p.10).

A contabilidade criativa dos últimos anos disparou uma mudança de hábito dos analistas que passaram cada vez mais a atentar para a dívida bruta do governo geral (DBGG), ao invés da DLSP, o que, por sua vez, também permite um melhor dimensionamento do volume de endividamento do setor.

Existem atualmente duas séries de dívida bruta do governo geral (DBGG) divulgadas pelo Banco Central do Brasil, seguindo duas diferentes metodologias. A primeira e mais antiga segue exatamente os padrões internacionais, de modo a considerar na DBGG todos os títulos emitidos pelo Tesouro, inclusive aqueles que ficam parados na carteira do Bacen, sem ser utilizados na administração da política monetária. A segunda e mais recente, introduzida em 2008, considera no cálculo apenas os títulos do Tesouro que efetivamente lastreiam operações comprometidas (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p.10).

Ademais, a economia brasileira tem um desajuste nas suas contas públicas, o que de certa forma contribui para a não retomada do crescimento econômico e, nesse caso, muitos fatores corroboram para essa realidade, tão logo Mendes (2016) demonstra que no ambiente institucional brasileiro, em que as metas de resultado primário são manipuláveis, o governo denota preferência por política fiscal expansionista e os agentes econômicos não têm informação perfeita; o financiamento do BC ao TN pode fragilizar a restrição orçamentária do governo e permitir a ampliação dos gastos e do déficit público.

O equilíbrio na relação entre a dívida pública e o PIB é uma condição fundamental para que se tenha um Estado capaz de financiar suas políticas públicas de maneira sustentável ao longo do tempo. Essencialmente, isso significa poder emitir títulos públicos a um custo relativamente baixo e com prazos mais estendidos. A sustentabilidade da dívida em relação ao PIB depende do resultado fiscal primário (receitas menos despesas sem considerar os juros devidos), da taxa real de juros (ou custo médio da dívida), do crescimento econômico e do próprio estoque da dívida (SALTO, 2018, p. 05).

De forma totalizante, entende-se que uma dívida de longo prazo e não indexada a juros de curto prazo, possa refletir a saúde fiscal das contas públicas de um país. No que diz respeito a política monetária adotada no Brasil, discorre Mendes (2016) – “é baseada em metas de inflação. O instrumento utilizado é a taxa de juros de curto prazo (taxa Selic<sup>29</sup>), para qual o BC fixa uma meta. Toda vez que a liquidez da economia aumenta, a taxa de juros tende a cair. O BC reage retirando liquidez excessiva. Quando a liquidez diminui, o BC injeta mais dinheiro no sistema. O instrumento usado pelo BC brasileiro é a venda e compra de títulos junto ao mercado, através das operações compromissadas, em geral de curto prazo. Vale ressaltar que parte substancial da dívida pública brasileira é composta por operações compromissadas e, esta representa um quinto do volume total de dívida”. Entretanto, este assunto será melhor abordado no capítulo seguinte.

---

<sup>29</sup> Sistema Especial de Liquidação e Custódia do Banco central do Brasil.

#### 4. AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL E A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2006 A 2016

A economia brasileira e sua dinâmica atual, cujo período concentra-se entre 2006 a 2016, apresenta um forte desequilíbrio das contas públicas; baixo crescimento do PIB; alto índice de desemprego e insuficiente capacidade para geração de receitas, a fim de fazer frente as suas despesas e executar as políticas públicas necessárias.

Nesse aspecto, elege-se uma causa, dentre tantas outras que também são importantes (mas que não fazem da proposta desse trabalho), para explicar o momento em que passa a saúde da economia brasileira. Todavia, feita as ressalvas necessárias, compreende-se que o crescimento da dívida pública brasileira contribui com o baixo crescimento econômico, que incide diretamente para insustentabilidade da economia no longo prazo.

Contudo, estabilizar a trajetória da dívida, encaminha o Brasil para uma outra fase do processo de saneamento das contas públicas, reabilitando sustentavelmente a performance da economia brasileira.

Portanto, analisa-se um componente importante da dívida pública, que no período de 2006 a 2016, aumentou acentuadamente, chegando a um patamar 17,6%, em proporção da dívida pública brasileira em dezembro de 2016, que são Operações Compromissadas. Logo, as operações compromissadas compõem a base de instrumentos da política monetária do BC<sup>30</sup>, cuja sua aplicação pode ocorrer para diversos fins de controle da expansão (contração) da base monetária.

##### 4.1. O que são as Operações Compromissadas do Banco Central?

As operações compromissadas praticadas pelo BC, constituem-se num instrumento de política monetária, que regulamentam a liquidez da economia através do mecanismo de compra (venda) de títulos no mercado secundário<sup>31</sup> de dívida,

---

<sup>30</sup> No Brasil, as transações definitivas do Banco central são realizadas por meio de leilões formais (ofertas públicas), abertas a todas as instituições financeiras com conta Selic, ou de leilões informais, restritos aos *dealers*, instituições financeiras periodicamente credenciadas pelo Banco Central. As operações compromissadas do Banco Central também têm os *dealers* como contraparte (PELLEGRINI, 2017, p.07).

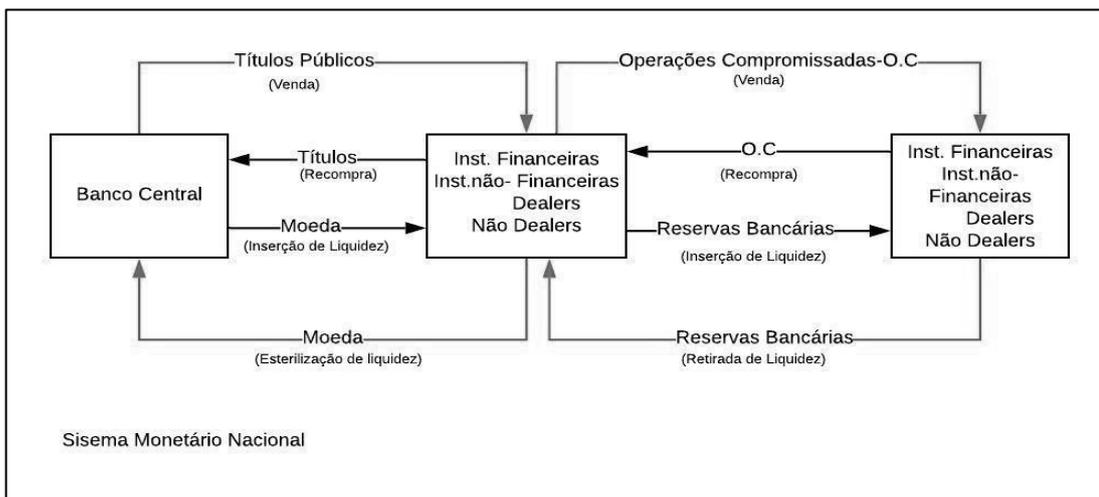
<sup>31</sup> É o local onde os investidores negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias. Nesse mercado ocorre apenas transferência de propriedade e de recursos entre investidores. A companhia não tem participação. Portanto, o mercado secundário oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário (Portal do Investidor, 2019).

consoante o compromisso de recompra (revenda), cujo objetivo é manter a taxa de juros de mercado atrelada à meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). Segundo Bonfim (2017, p.18) “primeiramente, operações compromissadas não necessariamente devem envolver o BCB. Podem ser realizadas entre instituições financeiras bancárias e não bancárias, destas com instituições não financeiras e, inclusive, com pessoas físicas, como uma modalidade de aplicação financeira oferecida por bancos”.

Como instituições financeiras são proibidas de realizarem empréstimos convencionais entre si, por prudência, realizam essas operações temporárias lastreadas. De modo geral, consistem na compra ou venda de títulos públicos federais, outros títulos, valores mobiliários ou créditos/direitos creditórios, com compromisso de revenda ou recompra em prazo pré-estabelecido. O objeto transacionado na operação, na verdade, são as reservas bancárias, enquanto os títulos são o lastro da operação. Assim, a taxa de juros da transação refere-se às reservas e a seu mercado. É por isso que esse tipo de negociação realizada pelo BCB, no âmbito da administração de liquidez, eventualmente, o BCB utiliza-se de outros ativos como lastro (BONFIM, 2017, p. 17).

As operações compromissadas (OC) genuinamente constituem-se num canal de empréstimo das reservas bancárias entre as instituições. Contudo, também são um importante instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central para gerenciamento da liquidez interbancária, bem como, de assistência em casos de insuficiência de liquidez na economia. Conforme, primeira explicação, este instrumento é muito utilizado em países de primeiro mundo, para fins de execução da política monetária. Entretanto, como segunda explicação, as OC, são também buscadas por instituições e agentes financeiros como aplicações normais do mercado financeiro, participando ou não o BC, como contraparte nesse processo. Há também a possibilidade da procura por OC, para fins especulativos.

Num caso de especulação, os agentes podem estar se utilizando dos recursos captados (aquisição de reservas) através da entrega de títulos públicos com compromisso de recompra (OC), a fim de fazerem novas aplicações em títulos públicos, ou, até mesmo em outras operações compromissadas, criando uma estrutura organizada de compra temporária com reservas bancárias adquiridas via operações temporárias de venda de títulos, conforme demonstrando anteriormente.

**Figura 4:** Execução da Política Monetária via Operações Compromissadas

**Fonte:** Elaborado pelo autor usando dados de BERGER ,2015.

A Figura 4, apresenta o esquema de operacionalização da política monetária através das OC's. Primeiramente as OC's, não necessariamente devem envolver o BC. Contudo, no esquema apresentado, utiliza-se a autoridade monetária como parte elementar para o funcionamento da política monetária via OC. De modo geral, o BC vende títulos públicos para as instituições financeiras, não-financeiras e demais, com o compromisso de recompra, esse processo, por sua vez, retira moeda (esterilização de liquidez) da economia, e faz com que o BC, mantenha-se eficiente no controle da inflação. Logo, como as instituições são proibidas de realizarem empréstimos tradicionais entre si, por responsabilidade, efetuam tais operações lastreadas. Na prática as instituições trocam liquidez (reservas bancárias) entre si, dadas as suas necessidades de curto prazo, através da venda/compra de títulos públicos federais, valores mobiliários, outros títulos, direitos de crédito/crédito, com o compromisso de recompra dado um prazo já estabelecido, conforme assinala a relação entre as instituições financeiras e não-financeiras na Figura 4.

As operações de controle de liquidez são realizadas no mercado secundário por meio de títulos emitidos pelo TN, tendo em vista que é vedada a emissão de títulos próprios pelo BCB (art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF). Em dezembro de 2000, o total de títulos em mercado, emitidos pelo BCB anteriormente à proibição estabelecida na LRF, totalizava 7,1% do PIB. Os títulos públicos na carteira do BCB são utilizados como instrumento clássico de política monetária exclusivamente para regulação da liquidez, conforme preconiza o art. 164, § 2º, da Constituição Federal (DEPEC e DSTAT, 2018, p.05).

Esta proibição mediante lei visava coibir que a autoridade monetária financiasse o Tesouro Nacional, ou seja, que emitisse títulos públicos para esterilizar liquidez proveniente de uma expansão fiscal.

Pelo motivo assinalado na citação acima, a política monetária utiliza-se de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (TN), para lastrear suas operações que constituem a carteira de títulos do Banco Central (BC), para fins de redução (expansão) da base monetária. Portanto, as operações compromissadas são praticadas com instituições do sistema financeiro, que recebem juros prefixados com prazos que podem variar de 1 a 180 dias.

#### **4.2. A operacionalização da política monetária no Brasil e as três dimensões das operações compromissadas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública**

A política monetária pode ser empreendida das mais diversas formas, a depender do sistema monetário, das condições da economia e dos objetivos aos quais busca-se alcançar com a execução dessa política. Contudo, essa também revela um outro aspecto relevante, que é a gestão da dívida pública por parte do governo, nesse sentido, as discussões recentes a respeito do tema, limitam sua importância às avaliações de risco soberano (default), elementos responsáveis por sinalizarem a vulnerabilidade ou confiabilidade da economia de um país. Segundo Bonfim (2017, p. 22) a estrutura operacional da política monetária brasileira, sob o regime de metas de inflação, consiste na escolha da estabilidade monetária como meta final, sob os termos de uma meta mais bandas de tolerância do índice de inflação IPCA, o qual deve ser alcançado através de seu instrumento prioritário, as operações de mercado aberto com o suporte dos instrumentos clássicos de gestão de liquidez.

##### **4.2.1. Operações compromissadas como instrumento para transações financeiras**

As operações compromissadas são um importante instrumento de política monetária e, também cumprem outras funções, tal como, a de transação financeira, que se estabelece pela interação das instituições financeiras, tais como: BC e instituições financeiras; instituições financeiras e pessoas físicas, ou, instituições

financeiras e pessoas jurídicas. Dessa forma, os títulos utilizados para cumprir esse processo, podem ser de origem pública ou privada, muito embora, os que possuem grande predominância são títulos públicos.

Se determinada instituição financeira realiza uma operação de venda de títulos com compromisso de recompra, há simultaneamente um empréstimo com garantia do título utilizado na operação, pois a instituição recebe a quantia relativa à venda temporária dos títulos. Ademais, ela paga juros, em geral prefixados no momento que a operação é contratada, juros esses que não guardam relação com o rendimento dos títulos utilizados em garantia. Aliás, os títulos permanecem em propriedade da instituição que vende os títulos, pois eles retornam para ela na data previamente definida. O que muda em sua contabilidade é o aumento do passivo correspondente ao empréstimo recebido. Já a contraparte concede empréstimo garantido por títulos que não entram em sua contabilidade, ao mesmo tempo que seu ativo aumenta em montante equivalente ao empréstimo cedido, em troca de juros (PELLEGRINI, 2017, p.05).

A justificativa para utilização das OC como transação financeira, é a de que as instituições<sup>32</sup> que constituem o sistema financeiro nacional (SFN), podem estar em situação distintas de liquidez, nesse caso, compreendida como disponibilidade imediata de recursos. Logo, a instituição que efetua uma operação de venda de títulos com o compromisso de recomprá-los, está necessitando de recursos monetários e, lança mãos de seus títulos como garantia nessa transação. Concomitantemente, a parte que se disponibiliza para emprestar esses recursos monetários, está com excesso de liquidez e, por isso realiza essa operação, com o compromisso de receber juros em troca. Portanto, essas operações são extremamente importantes, do ponto de vista da intermediação entre as instituições no SFN, tendo em vista que as instituições, ora possuem excesso de liquidez, ora estão com escassez de liquidez. Dessa forma, a utilização desse instrumento para fins de transações financeiras supre a necessidade de prover liquidez ou enxugá-la, em curtíssimo prazo.

Entretanto, não basta que haja duas partes em distintas situações. Como as condições de liquidez podem mudar rapidamente, as operações precisam ser de curtíssimo prazo, muitas vezes por alguns ou mesmo um dia, além de realizadas rapidamente e a um baixo custo operacional. Se demorarem, perdem a razão de ser e, se forem caras, tornam-se inviáveis, dada a frequência com que são realizadas. A venda definitiva de títulos não se adequa a esses quesitos, pois os prazos de vencimento dos papéis superam os prazos pretendidos pelos que demandam operações compromissadas.

---

<sup>32</sup> Vale observar que a operação compromissada requer a participação de instituições financeiras, mas a contraparte pode não ser, o que ocorre frequentemente, seja com pessoas jurídicas em geral, seja com grandes investidores pessoas físicas (PELLEGRINI, 2017, p.05).

Ademais, o retorno à posição anterior é mais custoso do que no caso das compromissadas (PELLEGRINI, 2017, p.05).

É verdade que uma instituição financeira, em determinado momento, não precisa do recurso que o fundo está disponibilizando, todavia, o recebe a fim de atender as demandas, uma vez solicitadas por seus clientes. Conforme Pellegrini (2017, p.06), “se o mercado fosse deixado à própria sorte, a taxa de juros flutuaria em demasia ou tenderia para níveis indesejáveis para o bom funcionamento da economia. Para que isso não ocorra, é preciso um agente no mercado de compromissadas que funcione como tomador ou emprestador de última instância para as instituições financeiras. Aí entra a atuação do Banco Central<sup>33</sup>”.

#### **4.2.2. Operações compromissadas como instrumento para execução da política monetária no Brasil**

As instituições financeiras que constituem o mercado financeiro, utilizam as operações compromissadas para controlarem sua liquidez, enquanto isso o Banco Central utiliza as operações compromissadas para controlar a liquidez da economia como um todo. “No Brasil a política monetária segue o regime de metas para inflação, no qual o Banco Central recebe antecipadamente uma meta de inflação a ser perseguida anualmente. O principal instrumento para alcançá-la é a taxa de juros básica da economia” (PELLEGRINI, 2017, p.06).

Explica ainda Pellegrini (2017), que o BC, avalia as condições de liquidez da economia e atua da seguinte forma:

Se a liquidez da economia está baixa a ponto de elevar a Selic<sup>34</sup> acima de sua meta, ele realiza operações de compra de títulos públicos com compromisso de revenda, junto às instituições financeiras ou, em outra perspectiva, empresta recursos para elas, remunerados com base na sua meta para a Selic, com garantia de títulos públicos (PELLEGRINI, 2017, p.07).

---

<sup>33</sup> Até a criação do Banco Central (BC), em dezembro de 1964, o Banco do Brasil atuava como um Banco Central misto, exercendo atividades tanto de banco comercial como a venda de produtos privados quanto de autoridade monetária através da definição de taxas de redesconto, emissão de moeda e assistente do nível de liquidez. O fornecimento de recursos do BC para compensar os desequilíbrios no ativo e passivo do BB era chamado de “conta movimento”. Com a criação do Banco Central, as atividades foram gradativamente segmentadas até que em dezembro de 1984, por decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN), a “conta movimento” foi extinta (ver Salto e Mansueto, 2016), especialmente capítulo de Mailson da Nóbrega.

<sup>34</sup> Sistema Especial de Liquidação e Custódia do Banco Central do Brasil;

Também pode atuar na seguinte condição:

Se a liquidez da economia for avaliada excessiva, a autoridade monetária realiza operações de venda de títulos com compromisso de recompra, vale dizer, toma emprestado do mercado, com garantia dos títulos públicos que detém em sua carteira, e paga de acordo com sua meta para a Selic. Como o Banco Central é um operador gigante no mercado, ninguém toma ou empresta recursos à taxa distinta da taxa praticada por ele. Assim o Banco Central utiliza um tipo de transação financeira já disponível no mercado, as compromissadas, como um instrumento para controlar a liquidez da economia e, por intermédio da taxa Selic, lograr sucesso no controle da inflação (PELLEGRINI, 2017, p.07).

Portanto, o BC age de forma a controlar a liquidez da economia, por meio da taxa Selic. Haja vista que, a inflação deve convergir para meta estabelecida e, isso ocorre, via alguns instrumentos de política monetária que o Banco Central pode utilizar. Todavia, nos últimos anos, as OC's<sup>35</sup> tornaram-se o principal instrumento utilizado, para esterilização (inserção) de liquidez da economia brasileira.

#### **4.2.3. Operações compromissadas como dívida pública**

As operações compromissadas no Brasil, pela nova metodologia de apuração da DBGG-BC, são inclusas no cálculo da dívida pública. Porém, isso apresenta-se como um contrassenso, logo que este instrumento tem natureza monetária e não fiscal. Conforme, a experiência internacional, países que usam moderadamente as operações compromissadas, nem especulam utilizar esse instrumento no cômputo da dívida, por se tratar de transações feitas pelos bancos centrais, que consoante a metodologia lá utilizada, estas instituições não compõem o governo para fins de apuração de dívida.

No Brasil, as operações compromissadas feitas pelo Banco central são incluídas no cômputo da dívida pública, seja no tradicional conceito de Dívida Líquida do Setor público (DLSP), seja no agora mais utilizado conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Esse último conceito seguia o padrão internacional até fevereiro de 2008, sem a inclusão do Banco Central no governo. As operações compromissadas não eram computadas na dívida pública, mas, apenas, sua carteira de títulos públicos (PELLEGRINI, 2017, p.10).

---

<sup>35</sup> De modo geral, quem escolhe os títulos que servirão de lastro é o agente que os oferecerá: o tomador de reservas. O preço de venda (a taxa de juros) dos títulos corresponderá a seu "preço de lastro". Este é o preço definido pelo BCB em suas operações compromissadas e assumido pelo resto do mercado, por convenção. Ao fim do prazo, o preço de recompra dos títulos (e o valor a ser entregue ao doador de reservas) será o preço de venda capitalizado pela taxa de juros e prazo contratados. O custo do tomador, ao fim, se define pelo preço de venda menos o de recompra (BONFIM, 2017, p. 18).

Contudo, dada essa reformulação metodológica de inclusão das operações compromissadas no cômputo da dívida, no conceito da DBGG-BC<sup>36</sup>, que antes seguia os padrões internacionais, levou o BC, a justificar por meio de nota técnica, sua decisão de incluí-las. Conforme, justificativa:

A sua não inclusão viabilizaria a redução artificial da dívida pública. Se o Tesouro deixasse de rolar parte dos títulos públicos com prazo vencido junto ao mercado, haveria aumento da liquidez da economia, o que obrigaria o Banco Central a realizar operações compromissadas para recolocar a liquidez no nível adequado. Sem a inclusão dessas operações, o indicador de dívida pública captaria apenas a redução inicial dos títulos públicos, mas não o aumento posterior das compromissadas, pois os títulos públicos emitidos pelo TN, sob a posse (em carteira) do BC, são instrumentos utilizados para condução da política monetária, justamente por servirem de lastro das OC (PELLEGRINI, 2017, p.10).

Segundo explicação de Athayde e Vianna (2015, p.406) as operações compromissadas, embora sejam um débito do Banco Central para com o sistema financeiro, são consideradas na DBGG-BC pelo fato de usarem títulos de emissão do Tesouro Nacional como garantia. Caso a autoridade monetária decidisse por fazer suas operações de mercado aberto com venda direta desses títulos, essa dívida automaticamente se transformaria em dívida do governo federal em mercado.

#### **4.3. A relação entre TN e BC: aspectos conceituais e metodológicos**

Existem diversas formas de relacionamento do Banco Central (BC) e o Tesouro Nacional (TN) que podem ser observadas, desde a centralização dos recursos ou não no BC, bem como a remuneração desses recursos, por uma dada rentabilidade e, ou forma de pagamento, utilizando o refinanciamento de títulos públicos que vencem na carteira do Banco Central, ou até mesmo a transferência de seus resultados positivos para a autoridade fiscal, com a possibilidade de cobertura em eventuais resultados negativos. Todavia, para entender toda essa articulação de engrenagens entre as autoridades fiscal e monetária, se faz necessário recorrer às

---

<sup>36</sup> O governo decidiu relativizar o uso que fazia do padrão internacional e substituiu a carteira de títulos públicos do Banco Central pelo saldo das operações compromissadas no cômputo da dívida bruta (PELLEGRINI, 2017, p.10).

suas principais funções. Portanto, a autoridade fiscal, consoante texto publicado em 2013, diz que:

Acompanha a formulação e a execução da política fiscal, visando identificar riscos ao cumprimento das metas fiscais do setor público. Além disso, realiza e fomenta estudos em temas econômico-fiscais que subsidiem o planejamento e as decisões da política fiscal no médio e longo prazo, visando contribuir para a melhoria das condições de sustentabilidade das contas públicas (TESOURO NACIONAL, 2013, p.32).

No que diz respeito a autoridade monetária, conforme GERIN (2016), um banco central, em geral, desempenha as seguintes funções:

- ✓ Monopólio de emissão;
- ✓ Banqueiro do governo;
- ✓ Banco dos bancos;
- ✓ Supervisor do sistema financeiro;
- ✓ Executor da política monetária; e
- ✓ Executor da política cambial e depositário das reservas internacionais.

Ao passo que, o BC é a instituição responsável pela emissão da base monetária<sup>37</sup>, esta deve seguir algumas regras, das quais o tornarão um órgão crível, e por consequência os agentes econômicos creditarão confiança. Isso fica mais claro, num plano mais geral, pela forma como este conduz a política monetária praticada no país. Portanto, o controle da base monetária compreende a importância deste para o desenvolvimento e consolidação do sistema financeiro e econômico como um todo.

Em um banco central típico (ou “à moda antiga”) as variações patrimoniais ( $\Delta V$ ) tendem a ter pouca importância na geração de lucro ou prejuízo, e a autoridade monetária costuma apresentar lucros. Isso porque as atividades tradicionais de um BC são a de prever meios de pagamento (passivo a custo zero, que se desvaloriza com a inflação) dar a liquidez aos bancos a taxas punitivas (e, portanto, lucrativas), bem como controlar a liquidez da economia (o que o leva a manter títulos do tesouro em seu ativo, que são papéis de baixo risco, baixa oscilação de valor de mercado e que rendem juros).

(MENDES, 2016, p.10).

---

<sup>37</sup> É o passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta "Reservas Bancárias.

Contudo, alguns Bancos Centrais pelo mundo, sofreram algumas mudanças, no que trata a execução de suas funções principais e a composição de seus resultados. Conforme, Mendes (2016):

Ao longo da última década os bancos centrais passaram por mudanças nos seus objetivos e formas de atuação. Nos países desenvolvidos, em especial nos EUA e na União Europeia, os bancos centrais se engajaram em políticas ativas de crédito para auxiliar a recuperação do setor privado financeiro e não-financeiro (*Quantitative Easing-QE*). Isso os fez acumular volumosos créditos contra o setor privado. Alguns desses créditos são contabilizados por valor de mercado, cuja oscilação pode gerar grandes ganhos ou perdas patrimoniais ( $\Delta V$ ) (MENDES, 2016, p.10).

Há muitas vertentes para o relacionamento entre a autoridade fiscal e monetária, entretanto essas formas de relacionamento carecem de estudo e sistematização, para melhor entender o comportamento de cada uma e, os resultados sobre a política econômica. Conforme apresenta Valle *et al* (2016):

Existem diversas faces do relacionamento entre a autoridade monetária e o governo que a instituiu, passando pela centralização ou não dos recursos do governo no Banco Central (BC), pela remuneração desses recursos, pela rentabilidade e a forma de pagamento / refinanciamento dos títulos do governo que vencem na carteira da autoridade monetária, até a transferência de seus resultados positivos e cobertura dos negativos (VALLE *et al*, 2016, p.03).

Analicamente o balancete do BC, estrutura-se de forma a demonstrar as variações patrimoniais que a autoridade monetária está suscetível ao longo da execução da política monetária. Todavia, esta estrutura é regida pelo princípio contábil das partidas dobradas, onde todo lançamento a débito tem seu corresponde a crédito. As operações de emissão de títulos praticadas pelo Tesouro Nacional produzem efeitos sobre os balanços do governo federal e BC, haja vista que tais efeitos constituem impactos no estoque das operações de compra (venda) de títulos públicos realizadas pela autoridade monetária.

Portanto, as emissões e resgates de títulos por parte do TN, cumprem um papel sobre a economia, assim como produzem alguns efeitos. Adicionalmente, cabe destacar que a estrutura de custos do BC também tende a permanecer inalterada quando dos resgates (emissões) de títulos em mercado pelo TN, haja vista que no processo de esterilização monetária verifica-se a diminuição (aumento) do custo do passivo “Conta Única”, em contrapartida ao aumento (diminuição) do custo do passivo operações compromissadas. Conforme, denota a Divisão de Finanças Públicas do

Banco Central (DIFIN-BC) e o Departamento de Estatísticas do Banco Central (DSTAT-BC):

Resgates (emissões) de títulos pelo TN têm como contrapartida reduções (elevações) no saldo da Conta Única. A situação patrimonial líquida do TN e do BCB permanece a mesma. No TN, a redução (elevação) do passivo “Dívida Mobiliária” é neutralizada pela baixa (elevação) do ativo “Conta Única”. A situação patrimonial do BCB também permanece inalterada, observando-se redução (aumento) do seu passivo “Conta Única” em contrapartida ao aumento (redução) do passivo “Base Monetária”. Para ajustar as condições de liquidez, o BCB realiza operações de venda (compra) de títulos no mercado secundário, com compromisso de recompra (revenda), ocasião em que a base monetária tende a retornar, tudo o mais constante, ao patamar original. O impacto final é neutro na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e nas Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). Na DBGG, segundo a metodologia em vigor, o impacto final é neutro, tendo em vista que as operações compromissadas são consideradas na sua abrangência (DIFIN e DSTAT, 2008, p.08).

Portanto, o balancete simplificado do BC, reúne suas principais ações e, pode ser assim representado:

**Quadro 3:** Balancete Simplificado do BC

<b>ATIVO (D)</b>	<b>PASSIVO (C)</b>
Reservas Internacionais ( <i>RI</i> )	Papel-moeda emitido ( <i>Pme</i> )
Títulos do Tesouro Nacional ( <i>tTn</i> )	Reservas Bancárias (RB)
Empréstimos ao setor privado ( <i>Esp</i> )	Outros Recursos (OR)
	<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>

**Fonte:** Adaptado de Valle *et al*, 2016. Elaborado pelo autor.

A estrutura simplificada do balancete do BC, destaca que a base monetária criada, a partir do monopólio do Estado de emitir moeda e, que não incide sobre si pagamento de juros, estabelece condições para que o BC possa aplicá-la em ativos que lhe destinem juros, a exemplo dos ativos que estão no lado esquerdo do balancete: *RI*, *tTn* e *Esp*. Cabe evidenciar que a autoridade monetária, também confere receita pela fabricação de moeda, sendo que o custo para fabricar é significativamente menor que o valor do meio de troca moeda, logo essa diferença de receita é chamada de senhoriagem. Consequentemente, é conveniente esperar que o BC estruturalmente produza resultados positivos, mesmo que isso não seja seu objetivo, todavia, é correto afirmar que esses saldos sejam destinados à instituição que a incumbiu. Os saldos positivos também podem ser derivados das variações

cambiais (o BC é depositário das reservas internacionais), haja vista que uma desvalorização (valorização) da moeda doméstica, faz com o saldo das reservas internacionais em reais se eleve (reduza). Como visto, as oscilações da taxa de câmbio produzem variações sobre o balanço patrimonial do BC, que ora, pode ser positivo, ora pode ser negativo. Porém, quando a autoridade monetária tem um fluxo entrante de divisas o seu ativo sofre uma elevação, em contrapartida, há uma expansão de papel-moeda, ou seja, um aumento de liquidez na economia, que obrigatoriamente necessita de esterilização, devido a esse volume adicional de papel-moeda.

No tocante às possíveis destinações dos resultados positivos do BC, as boas práticas internacionais recomendam três formas de destino para os resultados das variações patrimoniais, que segundo Robinson e Stella *apud* Valle (2016, p.06) podem ser as seguintes:

- A constituição de reservas com lucros retidos;
- A transferência para o Tesouro Nacional e;
- Se o banco central for de propriedade apenas parcial do governo – o pagamento de dividendo para os acionistas.

Discorre Valle *et al* (2016, p.06), “quanto à natureza do resultado, entende-se que os ganhos oriundos do diferencial entre os juros ativos e passivos diferem daqueles que são frutos de oscilação cambial, principalmente porque estes podem ser revertidos no momento seguinte, se o câmbio seguir a direção inversa”. Conforme, exposição assinalada por Valle (2016), “a natureza do resultado do Banco Central é tão importante quanto a própria relação entre a autoridade fiscal e monetária, bem como se os resultados devem ou não, serem transferidos para o Tesouro Nacional”.

Por última análise, o relacionamento entre as instituições que executam a política econômica no Brasil, produzirá elementos que identificam a natureza do resultado positivo do BC. Portanto, retomando a discussão sobre o balancete simplificado, é possível deduzir uma equação para determinação do resultado, consoante a seguinte exposição:

$$L = (i^* \cdot RI + i_s \cdot tTn + i_m \cdot Esp) + \Delta RI \quad (IX)$$

Esta equação (IX) demonstra que o resultado do Banco Central é uma função dos juros ( $i^{*38}$ ) recebidos pela aplicação em (RI); dos juros ( $i_s$ <sup>39</sup>) percebidos pelos títulos do tesouro nacional mantidos na carteira do BC; pelos juros ( $i_m$ <sup>40</sup>), recebidos via empréstimos concedidos ao setor privado (Esp) e pela variação da taxa de câmbio (valorização ou desvalorização) na marcação do preço de mercado das reservas internacionais ( $\Delta RI$ ).

As variáveis independentes apresentadas na equação (IX), estabelecem uma relação direta, ou pelo menos, indiretamente com a emissão de dívida pública pelo Tesouro Nacional. É verdade que as reservas internacionais comumente são obtidas por emissão de títulos da dívida pública, consoante mecanismo de esterilização que acompanha o processo de compra de divisas estrangeiras<sup>41</sup>. Exposto este argumento, é possível relacionar as variáveis  $i^*.RI$  e  $\Delta RI$  com a emissão de títulos do TN. Entretanto, as variações patrimoniais produzidas pelas oscilações cambiais, podem gerar perdas e, conforme o modelo institucional da relação entre TN e BC, o Tesouro Nacional pode ser obrigado a cobrir as perdas do BC e, dessa forma o TN terá que emitir títulos públicos para frente ao resultado negativo. Portanto, é justo relacionar as variações das reservas internacionais à emissão de títulos públicos por parte do TN, conseqüentemente a variável  $i_s.tTn$  está vinculada diretamente à emissão de dívida pública.

Portanto, autoridade fiscal e monetária constituem partes de uma totalidade, ou seja, estão ligadas umbilicalmente. A decisão tomada por uma impacta a outra e, vice-versa. Então, de forma generalizada, pode-se dizer que as principais características da relação TN e BC, são

- Apuração e tratamento do resultado contábil do BC;

---

<sup>38</sup> Taxa de juros internacional;

<sup>39</sup> Taxa Selic (Sistema especial de liquidação e custódia do BC);

<sup>40</sup> Taxa de juros para empréstimos ao setor privado;

<sup>41</sup> A contrapartida da compra de reservas seria o aumento da liquidez da economia, já que as aquisições precisariam ser pagas em reais. Com o objetivo de evitar que o excesso de liquidez reduzisse a taxa Selic abaixo do nível considerado adequado para cumprir a meta de inflação, o Banco Central compensava a atuação no mercado de câmbio, retirando a liquidez da economia por meio do aumento das operações compromissadas, o principal componente da dívida pública, depois da dívida mobiliária (PELLEGRINI, 2018, p.01).

- Processamento e tratamento dos depósitos das disponibilidades financeiras da União;
- Custos de financiamento das reservas internacionais e;
- Uso de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional para execução de política monetária.

#### **4.4. O acúmulo das reservas internacionais via endividamento público no período de 2006 a 2016**

As reservas internacionais apresentaram um aumento substancial de seu volume, no que diz respeito ao período de 2006 a 2012. Essa evolução em termos monetários, tem como referência o ano de 2006, onde esse volume era da ordem de US\$ 56,6 bilhões. Entretanto, ao longo desse período houve um forte acúmulo de reservas internacionais, passando a totalizar em meados de 2012, em US\$ 374,3 bilhões. Isso contribuiu para um aumento de 7 vezes o seu volume inicial.

De antemão, cabe salientar que as reservas internacionais (RI) mantiveram um patamar de US\$ 379,5 bilhões até julho de 2018. Entretanto, na insuficiência de superávits primários a partir de 2016, a aquisição do elevado volume de reservas internacionais se deu por outro mecanismo. Nesse caso, a obtenção do acentuado montante de reservas internacionais, ocorreu por via de endividamento público.

No período em análise, o BC atuou no mercado de câmbio comprando divisas que entravam no Brasil, num contexto internacional de *boom* nos preços das *commodities*<sup>42</sup>.

É bem verdade que o crescimento da renda e do mercado interno dos países exportadores de commodities foi influenciado não só pelos preços desses produtos, mas principalmente pelas políticas econômicas adotadas a partir do início do ciclo de alta destes preços. Assim, enquanto as políticas econômicas impulsionaram o crescimento da demanda agregada, a elevação dos preços das commodities e a melhora nos termos de troca foram fundamentais para viabilizar esse crescimento de modo compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos, o que resultou em: ampliação do emprego e crescimento da renda; elevação dos investimentos produtivos; melhora das condições de solvência e de liquidez externa, via incremento no

---

<sup>42</sup> Commodities é o termo utilizado para se referir aos produtos de origem primária que são transacionados nas bolsas de mercadorias. São normalmente produtos em estado bruto ou com pequeno grau de industrialização, com qualidade quase uniforme e são produzidos e comercializados em grandes quantidades do ponto de vista global. Também podem ser estocados sem perda significativa em sua qualidade durante determinado período. Podem ser produtos agropecuários, minerais ou até mesmo financeiros (BRANCO, 2008, p.12).

influxo de divisas proveniente, não só das exportações, mas também dos investimentos diretos e de portfólio; redução das vulnerabilidades fiscais dos países; entre outros (World Bank, 2008; Sinnot et al., 2010; IMF, 2015).

Significativamente os fluxos de divisas entrantes no país, proveniente das exportações de *commodities*, estabelece que a compra de reservas, produz um aumento de liquidez da economia, logo que o pagamento por estas aquisições é feito em reais. Dessa forma, com intuito de evitar que o aumento de liquidez, produza uma redução no nível considerado ótimo da taxa básica de juros e, por consequência a inflação fuja da meta estabelecida, o BC atua enxugando liquidez da economia, via aumento das operações compromissadas, que assume papel importante na composição da dívida público, ficando somente atrás da dívida mobiliária federal.

Evidente que os custos do BC, consoante as operações de *open market*, tendem a se manterem inalterados quando do processo de resgate ou emissão de títulos pelo TN. Ao término do processo de enxugamento de liquidez, apura-se a redução ou aumento do custo do passivo da conta única do tesouro nacional (CUTN). Contudo, quando há um aumento ou redução do custo do passivo, designamos de operações compromissadas<sup>43</sup> (OC).

O superávit (déficit) primário do Governo Central afeta diretamente a sua situação patrimonial líquida, ao aumentar (reduzir) o ativo financeiro “Conta Única” do tesouro do TN, tudo mais constante. No BCB, a situação patrimonial permanece inalterada, havendo redução (aumento) do passivo “Base Monetária” em contrapartida ao aumento (redução) do passivo “Conta Única”. Para ajustar as condições de liquidez, o BCB realiza operações de compra (venda) de títulos no mercado secundário, com compromisso de revenda (recompra), ocasião em que a base monetária tende a retornar ao patamar original (DIFIN e DSTAT, 2018, p.09).

Consequentemente as operações de compra e venda de títulos, geram para o BC, um resultado neutro quando da apuração de seu balanço, pois um aumento (redução) do passivo OC, reflete no outro extremo, num aumento (redução) do passivo CUT. Conforme relatório anual da Secretaria do Tesouro Nacional (STN):

Os fluxos do relacionamento entre TN e BCB, sejam eles sob a forma de recursos financeiros ou títulos, não afetam a Dívida Líquida do Setor – DLSP, tendo em vista que ambas as instituições fazem parte do conceito de Setor público, de modo que operações entre elas se compensam internamente.

---

<sup>43</sup> Convém ressaltar, contudo, que a avaliação dos efeitos monetários das operações do TN e BCB sobre o estoque das operações compromissadas depende do horizonte de tempo considerado, destacando-se, no período mais recente (2014-2017), a contribuição expansionista associada à mudança do resultado primário para a posição deficitária (DIFIN e DSTAT, 2018, p.09).

Não obstante, tais fluxos, bem como a evolução da carteira de títulos do TN e BCB influenciam o indicador de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), a depender do conceito aplicado (STN, 2019, p.19).

Concomitante aos impactos monetários das operações do TN, no nível de governo federal e BC, é possível visualizar queda das disponibilidades financeiras na esfera regional, no que diz respeito aos Estados e Municípios, todavia, depreende-se desse movimento uma redução dos passivos junto ao ente federal, no que diz respeito ao refinanciamento de dívidas.

A relação entre esses fatores pressupõe tendência de relativo equilíbrio em longo prazo, haja vista que tanto o superávit primário quanto os recebimentos de dívidas renegociadas de governos regionais têm como propósito básico, sobretudo, o resgate da dívida pública, em especial aquela representada por títulos públicos no mercado doméstico. Por outro lado, parte da arrecadação é destinada, na forma da legislação, à aplicação em fundos e programas, tais como FAT, fundos Constitucionais (FNE, FNO, FCO) e outros, com impacto expansionista sobre as condições de liquidez e, conseqüentemente, nas operações compromissadas (DIFIN e DSTAT, 2018, p.09).

Em suma, tais movimentos podem ocorrer ou não de forma sincronizada, estabelecendo centralidade de algum elemento em períodos específicos, tal como é, os resgates de dívida mobiliária federal em mercado, que segue preceitos determinados em calendário próprio, haja vista que o resultado primário, pode ou não apresentar tendência, sazonalidade e, ou mudanças de trajetória, conforme o ciclo.

Logo, as relações contábeis desenvolvidas, formulam de forma simplificada alguns dos impactos, tais como:

- Compra ou venda de reservas internacionais;
- Aumento ou redução das taxas de encaixes compulsórios dos bancos no BC.

Portanto, as operações de aquisição (venda) de reservas internacionais pela autoridade monetária causa impacto de expansão (contração) na base monetária de uma economia, contudo a condição patrimonial dessa mesma economia, permanece inalterada, desde que as outras variáveis permaneçam, tudo o mais constante, ou seja, como os economistas utilizam, *coeteris paribus*. Para equilibrar a liquidez da

economia o BC, faz operações<sup>44</sup> de compra e venda de títulos públicos no mercado secundário, a fim de que a base monetária retorne ao seu patamar original.

Segundo STN (2019, p.19) os fluxos do relacionamento<sup>45</sup> entre TN e BC, sejam eles sob a forma de recursos financeiros ou títulos, não afetam a Dívida Líquida do Setor Público – DLSP, tendo em vista que ambas as instituições fazem parte do conceito de Setor Público. De modo que as operações entre elas se compensam internamente. Não obstante, tais fluxos, bem como a evolução da carteira do TN no BC, influenciam o indicador de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG<sup>46</sup>), a depender do conceito aplicado.

O saldo da conta única aumenta com a arrecadação federal e a colocação no mercado de títulos públicos pelo Tesouro Nacional; e diminui com o gasto federal e o resgate de títulos. Esse saldo oscila também por conta da sua remuneração e da transferência ao Tesouro dos resultados do Banco Central. (PELLEGRINI, 2018, p.01).

Conforme Afonso *et al* (2016, p. 10), para retirar a liquidez, o BC faz operações de curto prazo com o mercado, vendendo títulos públicos de sua carteira, com compromisso de recompra (as chamadas “operações compromissadas”). Ao fazê-lo, o volume de títulos públicos em mãos do mercado aumentará, elevando o valor da Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui não só a dívida do Tesouro, mas também as operações compromissadas do BC.

---

<sup>44</sup> Em termos consolidados, as aquisições (vendas) de reservas internacionais geram impacto neutro na DLSP e elevação (redução) da DBGG na metodologia atual. Já na metodologia utilizada até 2007, o indicador de DBBG não é afetado de imediato por essas operações. (DIFIN e DSTAT, 2018, p.10);

<sup>45</sup> As regras que definem o relacionamento entre a autoridade fiscal e monetária têm diversas implicações para temas como a gestão de liquidez no sistema bancário, o desenvolvimento do mercado financeiro e o endividamento público. Em particular, o processo de acumulação de reservas internacionais, notadamente a partir de 2006, associado à significativa volatilidade cambial, deu origem a fluxos financeiros de grande magnitude ente o BC e TN e revelou a necessidade de aprimoramento no arcabouço legal vigente, principalmente no sentido de diminuir os fluxos associados com a equalização cambial, de forma a trazer efeitos benéficos para administração da liquidez monetária e da inflação, bem como para a gestão da DPF (STN, 2019, p.05);

<sup>46</sup> A primeira diferença entre os indicadores DBGG e DLSP está na abrangência. A DBGG é calculada para o que se denomina Governo Geral: Estados, Municípios, União, excluído o setor público financeiro. Já a DLSP é calculada para o Setor Público Consolidado: Estados, Municípios, União, Empresas Estatais (exceto Petrobras e Eletrobrás) e Banco Central. Outro ponto importante é que a DBGG consolida todos os passivos do setor público, tais como: a dívida mobiliária (títulos públicos), a dívida externa, a dívida bancária interna e externa de todos os entes federados, dentre outros. Já a DLSP consolida os passivos descontando-se deles os créditos, tais como: reservas internacionais (em posse do Banco Central), créditos do Tesouro junto ao BNDES e a outros bancos públicos, recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) na rede bancária, dentre outros (PELLEGRINI, 2018, p.07).

**Box: Legislação que regulamenta o tratamento do resultado financeiro do BC**

1. Lei 7.862/1989 determina que o resultado positivo do BC deve ser recolhido ao TN e destinado à amortização da dívida pública do TN, com prioridade àquela detida pelo BC;
2. Medida Provisória 1.789/1998 estabelece que o resultado negativo do BC deve ser coberto pelo TN;
3. Lei complementar 101/2000 determine que a apuração do resultado do BC deve ser semestral e o prazo para transferência do resultado positivo passa ser até o 10º dia útil após aprovação do balanço pelo Conselho Monetário nacional (MCN), e até 10º útil do exercício subsequente ao de sua aprovação, se negativo; e
4. Lei 11.803/ 2008 estabelece o instituto da equalização cambial na apuração do resultado financeiro do BC, desmembrando o resultado em duas componentes e deixando transparente sua origem. De fato, desde a MP 1,789/98 o TN cobria o resultado negativo da variação cambial. Porém, essa equalização integrava o resultado global do BC, sem distinção. A lei 11.803 estabelece, ainda, que os valores pagos ao TN se destinam exclusivamente ao pagamento de Dívida Pública Mobiliária Federal, com prioridade àquela existente no BC. Esse comando se aplica tanto ao resultado positivo do balanço, quanto à equalização cambial;
5. Lei nº 13.820/2009 estabelece, a partir do segundo semestre de 2019, a constituição de reserva no balanço do BC corresponde à parcela da equalização cambial positiva, que será usada para cobrir resultados negativos no futuro.

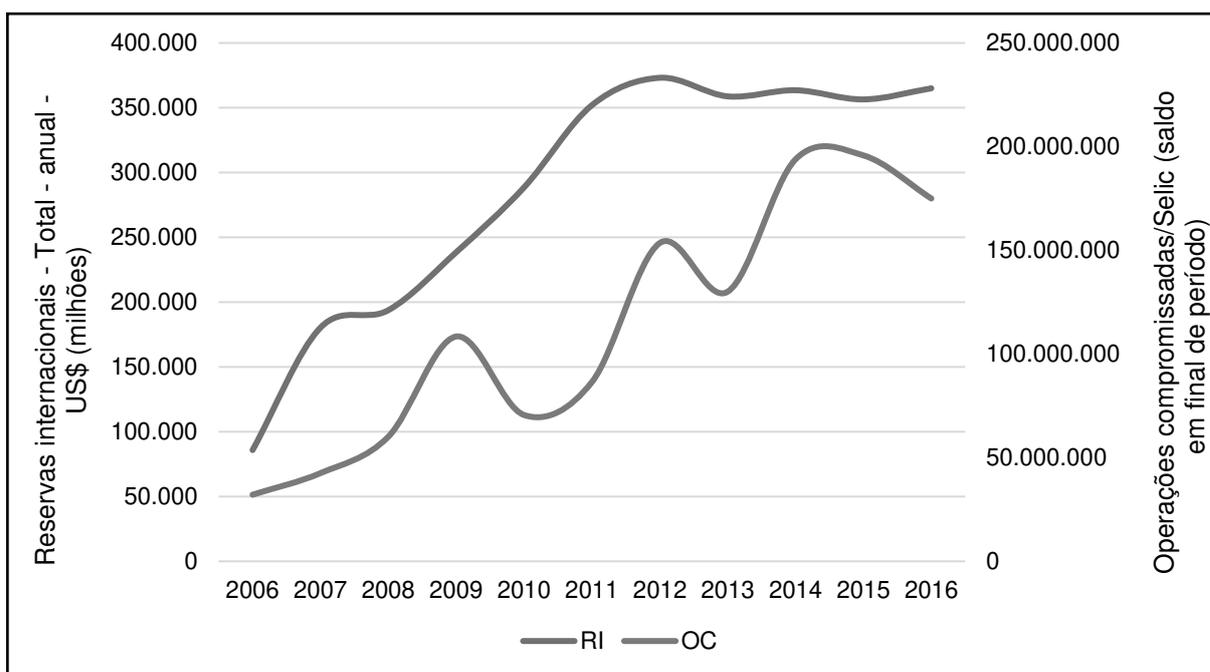
**Fonte:** Secretaria do Tesouro Nacional (STN), 2019. Elaborado pelo autor.

O processo de acúmulo das reservas com endividamento público faz alusão para um dos fins da política monetária, que nesse caso é a questão da expansão ou contração da base monetária, e, isso revela o efeito monetário das operações externas sobre a economia, contudo, isto serve como indicador aproximado do volume em real gasto (recebido) mensalmente com as compras (vendas) de reservas pela autoridade monetária, a partir do ano de 2006.

O Gráfico 6, a seguir mostra a evolução das operações compromissadas (OC) e das reservas internacionais (RI) do Brasil de dezembro de 2006 a dezembro de 2016. Conforme, se pode ver, no período de acumulação das reservas que vai de, 2006 a 2009, as operações compromissadas também registraram avanço importante. É fato que as operações compromissadas sofrem um declínio em seu saldo a partir de meados de 2010, todavia esse saldo volta a crescer em 2011, mas isso se deve a outro acontecimento que será explicado com o auxílio do Gráfico 6. Contudo, no período de 2013 a 2014, as OC's continuam aumentando seu saldo e as reservas

internacionais mantém seu saldo total em milhões de reais estável (baixa variação). Já para o final do período (2015 - 2016), as OC's sofrem uma diminuição de seu saldo, enquanto as reservas internacionais gradativamente voltam à trajetória de crescimento.

**Gráfico 6:** Evolução das reservas internacionais e das operações compromissadas do BC -Dez/ano.



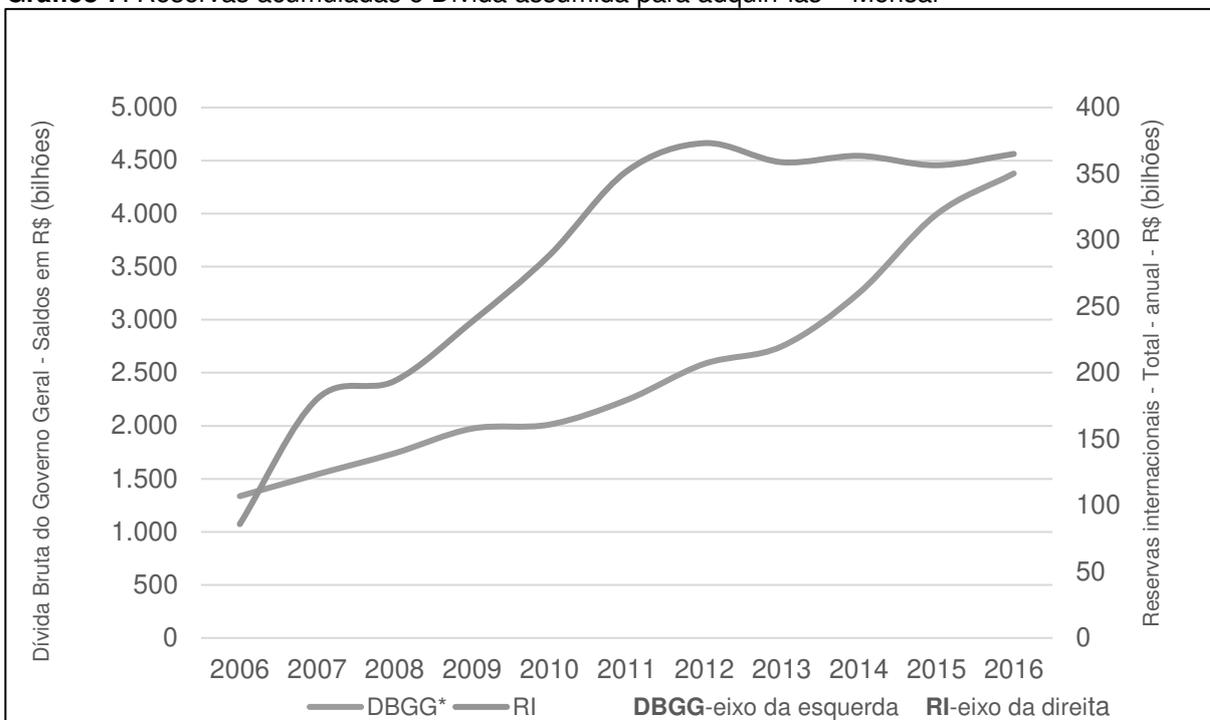
**Fonte:** Elaborado pelo autor segundo dados do Banco Central do Brasil, 2018.

Isto posto, considera-se que os volumes despendidos em reais, foram absorvidos pelas operações compromissadas, cabe destacar que esse instrumento é remunerado pela taxa Selic. Logo, é possível que a dívida pública tenha evoluído em função da aquisição de RI.

A evolução elencada anteriormente, é notada no Gráfico 7, pela linha de cor vermelha, que alcançou a marca de R\$ 1,016 trilhões, em 2016. De 2006 a 2012, o aumento do nível de dívida ocorreu sobretudo, para fins de aquisição dos fluxos entrantes de divisas no país. Haja vista que, operacionalmente o BC atuou no mercado de câmbio no período de 2006 a 2016, comprando os fortes fluxos de reservas que entravam no país, numa situação em que as condições externas eram favoráveis. Contudo, a operação de compra de reservas produziria o aumento da liquidez, visto que essas aquisições seriam saldadas em reais. No intuito de evitar que o aumento da liquidez reduzisse a taxa Selic para baixo do nível adequado para controle da

inflação. Portanto, o BC neutralizava a atuação no mercado de câmbio, esterilizando a liquidez da economia através do aumento das operações compromissadas (OC).

**Gráfico 7:** Reservas acumuladas e Dívida assumida para adquiri-las – Mensal



**Fonte:** Elaborado pelo autor segundo dados do Banco Central do Brasil, 2018.

Posteriormente, as aquisições de compras não aconteciam de forma líquida, o volume dessas operações continuou crescendo, devido ao fato de a taxa Selic incidir cumulativamente sobre o endividamento público.

Além de informar a evolução da dívida pública que financiou o acúmulo de reservas internacionais, o Gráfico 7, informa também a evolução do valor em real das reservas acumuladas. Esse cálculo, retratado na linha azul, inclui apenas as reservas adquiridas a partir de 2006, acrescidas da remuneração advinda da aplicação no sistema financeiro internacional. Em julho de 2016, o montante alcançou R\$ 478,5 bilhões. A evolução desse montante no período coberto permite ver o acúmulo de reservas advindo das compras feitas na primeira fase, ainda que a valorização cambial então verificada tenha diminuído o valor em real dessas reservas. Já de 2012 em diante, as compras caíram bastante, mas o valor em real das reservas continuou subindo diante da forte desvalorização cambial, ainda que tenha havido oscilações, notadamente no biênio 2015-2016 (PELLEGRINI, 2018, p.01).

Ao visualizar o Gráfico 7, é possível comparar os dois comportamentos, o da dívida pública e RI<sup>47</sup>, sendo assim cabe perceber a trajetória das reservas, se esta é

<sup>47</sup> O valor encontrado não corresponde à pura e simples conversão ao real do saldo das reservas internacionais existente em cada período. Foi calculado a partir do impacto monetário das operações

superior ou inferior à dívida gerada para obtê-la. Portanto, esse gráfico apresenta a diferença entre o comportamento dessas duas variáveis ao longo do período em análise. Cabe destacar, que a dívida pública ficou quase todo o período acima do nível das reservas, exceto em alguns anos (2008-2009), caracterizados por forte desvalorização cambial e crise financeira. Em 2015, instala-se a crise política no país, que contribui para a piora do quadro fiscal, e, isso conduz para uma elevação do patamar da dívida pública, no intervalo 2015 – 2016. Não obstante, o que se constata é que a aquisição dos fluxos de reservas internacionais, dado o aumento dos preços das commodities no cenário internacional, ocorre também, por meio do aumento da dívida pública.

#### **4.5. Os efeitos das operações compromissadas sobre a dívida pública brasileira no período de 2006 a 2016**

Conforme exposto anteriormente, o Banco Central é responsável por manter a estabilidade monetária da economia, via taxa de juros. Consoante Paim (2016), o Sistema de Metas de Inflação, que rege a condução da política monetária, é executado da seguinte forma:

- a) O Governo Federal estipula uma meta para a taxa de inflação anual;
- b) Comitê de Política monetária (Copom), do BC, é responsável por definir a taxa básica de juros, com vistas a alcançar a meta;
- c) A Diretoria de Política Monetária (Dipom), do BC, é responsável por administrar a liquidez do sistema financeiro, de modo que a taxa de juros das operações diárias negociadas através do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) fique próxima à definida pelo Copom.

Conseqüentemente, o BC para operacionalizar sua política monetária vem utilizando as operações compromissadas, com lastro em títulos públicos, emitidos pelo Tesouro Nacional.

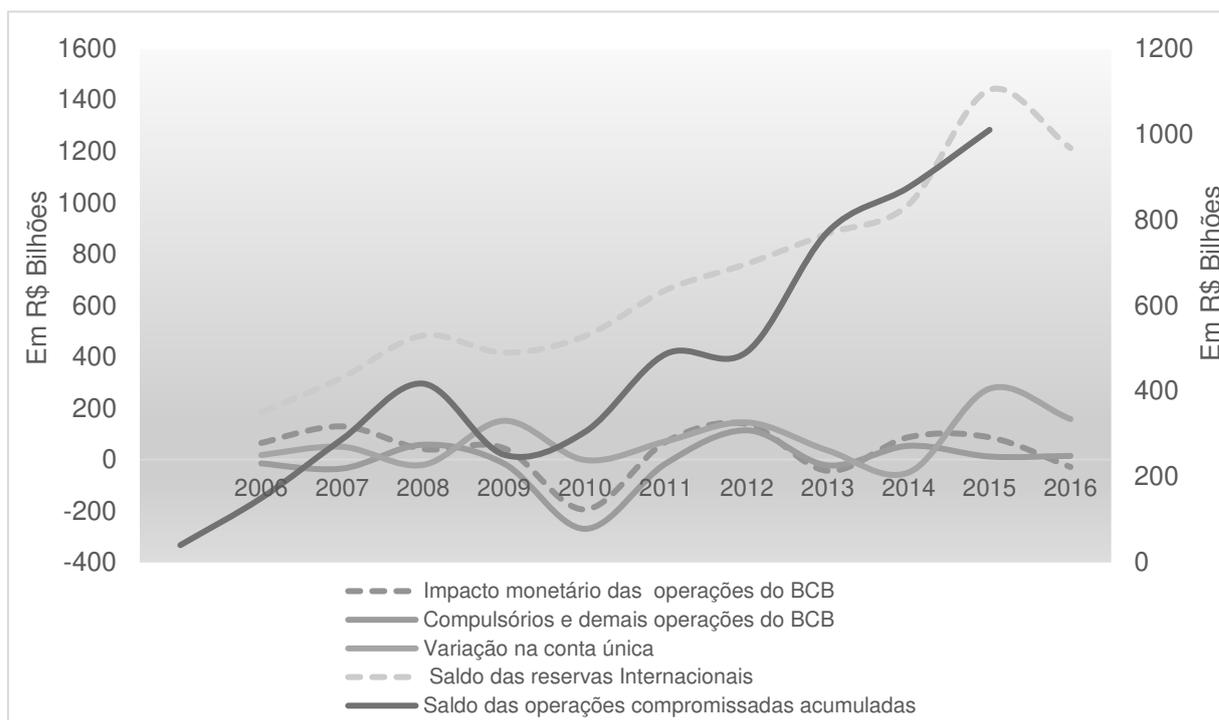
---

externas feitas pelo Banco Central desde 2006, somado ao retorno das aplicações das reservas no mercado internacional. Esse retorno foi obtido com base no demonstrativo de variação das reservas internacionais divulgado pelo Banco Central. Inclui remuneração, variação por preço e variação por paridade. O demonstrativo pode ser obtido na página eletrônica do Banco Central (PELLEGRINI, 2018, p.02).

A taxa que irá remunerar as operações compromissadas será naturalmente próxima à Selic. Quando o Banco Central compra, ele paga juros um pouco menores que a Selic, quando vende, oferece juros um pouco mais altos. Dessa forma, os juros cobrados no interbancário ficarão próximos à taxa determinada pelo Copom, pois haverá sempre opção das operações compromissadas ofertadas pelo BC. Não por outro motivo, essa é denominada taxa básica de juros (PAIM, 2016, p.31).

É perceptível que a partir de 2006, ocorre um significativo crescimento do volume das OC, apontando que o BC precisa atuar no mercado vendendo títulos, a fim de esterilizar o excesso de liquidez do sistema financeiro. Isso, portanto, sinaliza para o Tesouro Nacional que em determinado momento, este terá que emitir títulos para que o BC possa operacionalizar sua política monetária. Uma das justificativas para o crescente aumento das OC, consiste em que o BC tem adquirido dólares para constituir reservas internacionais, logo esta operação foi executada, devido a volumosa entrada desses recursos em busca de alta remuneração dada pela Selic.

**Gráfico 8:** Variação mensal das componentes monetárias e financeiras do Brasil



**Fonte:** Elaborado pelo autor segundo dados do Banco Central do Brasil (BCB) e Instituição Fiscal Independente (IFI), 2018. **Eixo da direita** – Saldo das reservas internacionais/ **Eixo da esquerda** - As demais componentes monetárias.

Argumenta Paim (2016), “que a constituição de reservas também diminui a exposição da economia à eventual fuga de dólares no futuro, melhorando os indicadores de solvência. No entanto, ao não permitir o ajuste do excesso de ingresso

de divisas via câmbio e, concomitantemente, manter a taxa básica de juros inalterada, obrigatoriamente os recursos serão destinados aos títulos públicos. Tal operação, nos últimos anos foi efetivada com as compromissadas”.

Analisando o Gráfico 8, compreende-se que durante o período de 2005 a 2015, algumas variáveis econômicas demonstraram um comportamento que podem explicar a atual situação brasileira. Dessa forma, as operações compromissadas, apresentaram uma variação negativa do seu volume em bilhões de reais até o início de 2006. Todavia, a partir do segundo semestre de 2006, ocorre uma inversão do comportamento da curva que representa a variação das operações compromissadas e, agora, esta apresenta uma variação positiva de aproximadamente 15 bilhões de reais ao mês.

Contudo, em janeiro de 2010, a curva das compromissadas apresenta nova mudança e seu comportamento aponta, para uma queda do nível das OC's, chegando a um volume negativo de aproximadamente 2,5 bilhões de reais ao mês. Porém, no período em análise, especificamente do início de 2012, a janeiro de 2014, houve um crescimento acentuado do saldo das compromissadas em bilhões de reais. Já em 2015, o saldo era de aproximadamente 20 bilhões de reais ao mês. Dentre as variáveis apresentadas no gráfico, as reservas internacionais, permaneceram quase todo período, num volume positivo, exceto, a partir de julho de 2013, que estas começam a diminuir. Entretanto, o crescimento do volume das reservas, ocorre de forma acelerada a partir do segundo semestre de 2006 e, permaneceu até 2008, todavia, de julho de 2007, a abril de 2008, o saldo das reservas chegou ao volume de 15 bilhões de reais ao mês. Contudo que, a expansão das reservas internacionais, as operações compromissadas também cresceram, o que sinaliza um fato importante para o período em análise. Todavia, quando as RI deixam de crescer em 2013, as operações compromissadas diminuem também o seu volume, mostrando uma certa relação entre tais variáveis. Todavia, as operações compromissadas voltam a crescer em meados de outubro de 2014, mesmo com as reservas internacionais, diminuindo seu volume em bilhões de reais nesse período.

Contudo, o saldo da conta única do tesouro também possui relação com as OC, pois o uso dos recursos da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN), indica que haverá injeção de moeda na economia e, o Banco Central deverá atuar para conter o excesso de liquidez.

A conta única do Tesouro Nacional centraliza as disponibilidades de caixa, junto a autoridade monetária, conforme disciplina a Constituição Federal no seu artigo 164. Os fatores que justificam essa centralização, são:

- Controle na gestão dos recursos;
- Minimização dos custos para manutenção desses recursos;
- Estabelece neutralidade entre os agentes econômicos no setor privado;
- Qualifica os instrumentos da autoridade monetária na gestão de liquidez da economia etc.

Como ferramenta de gerenciamento da conta única do tesouro, esta se constitui de três subcontas contábeis, que assim estão estruturadas:

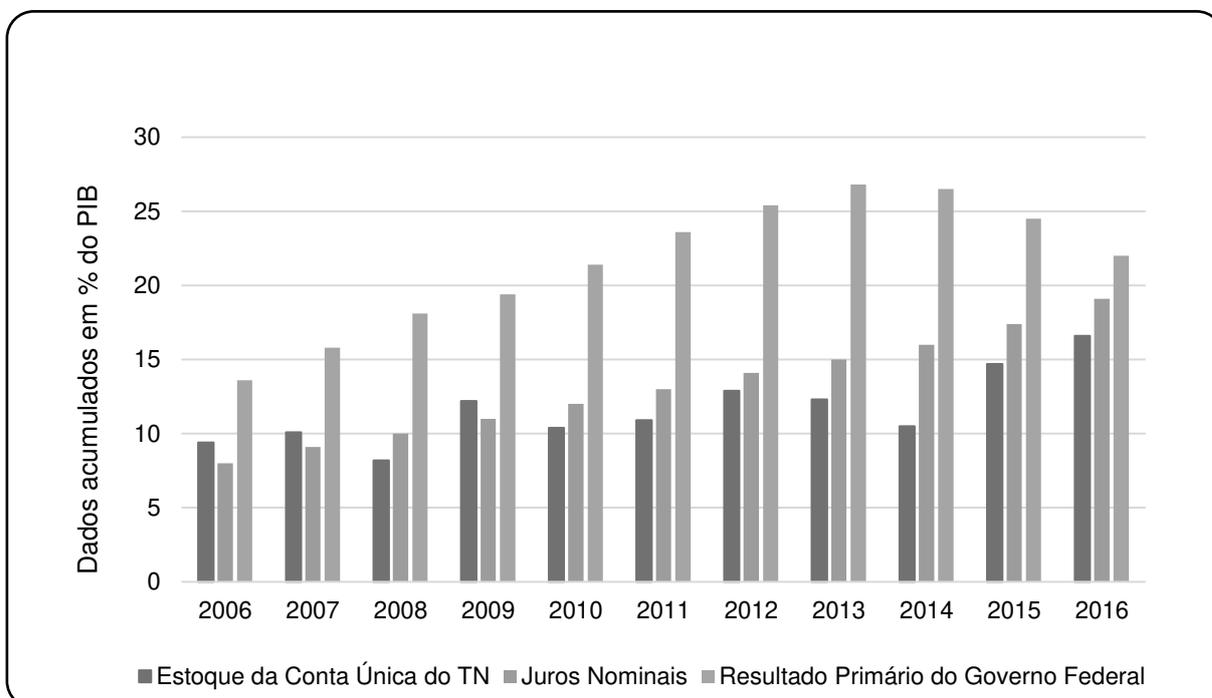
- Subconta do Tesouro Nacional (responsável pelos recebimentos e pagamentos da esfera de governo central de forma geral);
- Subconta Dívida Pública (contabiliza as disponibilidades provenientes das receitas de títulos públicos);
- Subconta INSS (responsável pelos recebimentos e pagamentos do INSS).

Quanto ao saldo da CUTN, é possível perceber um maior crescimento a partir dos anos 2000, mais especificamente, quando o Brasil (2008) resolve acumular reservas internacionais com maior afinco (dadas algumas condições do cenário internacional, no que trata *boom* das *commodities*), a fim de fazer frente a possíveis crises cambiais. Porém, o crescimento do saldo da CUT, tem estreito relacionamento com o aumento do volume de reservas internacionais e, isso pode ser elencado da seguinte forma: um aumento do volume de reservas internacionais, causa um resultado positivo maior no balancete do Banco Central, em situação de desvalorização cambial. E, esta variação patrimonial positiva dos saldos é transferida para CUT. Todavia, esta conta pode variar por outras condições, conforme Secretaria do Tesouro Nacional (STN) apresenta-se:

- Resultado primário: superávits aumentam o saldo da CUTN, desde que tal resultado ainda não tenha sido utilizado para abater dívida;
- Emissão líquida de títulos do Tesouro Nacional (TN): a CUTN se eleva quando o TN realiza emissão de títulos públicos em volume maior que a maturação da dívida e esse recurso não é utilizado para outras despesas orçamentárias.

No período em análise de 2006 a 2016, a Conta Única do Tesouro, apresentou oscilação nos seus saldos (aumento e redução de seu volume). Porém, no segundo trimestre de 2015, há um forte aumento de seu saldo, constituindo um montante aproximado de 34 bilhões de reais ao mês. Alguns autores tecem crítica para possibilidade do Tesouro Nacional, emitir títulos públicos para compor valores da CUTN, e estes valores quando utilizados, deverão ser esterilizados por operações compromissadas.

**Gráfico 9:** Fatores condicionantes da evolução da Conta Única do TN – Dados acumulados em % PIB



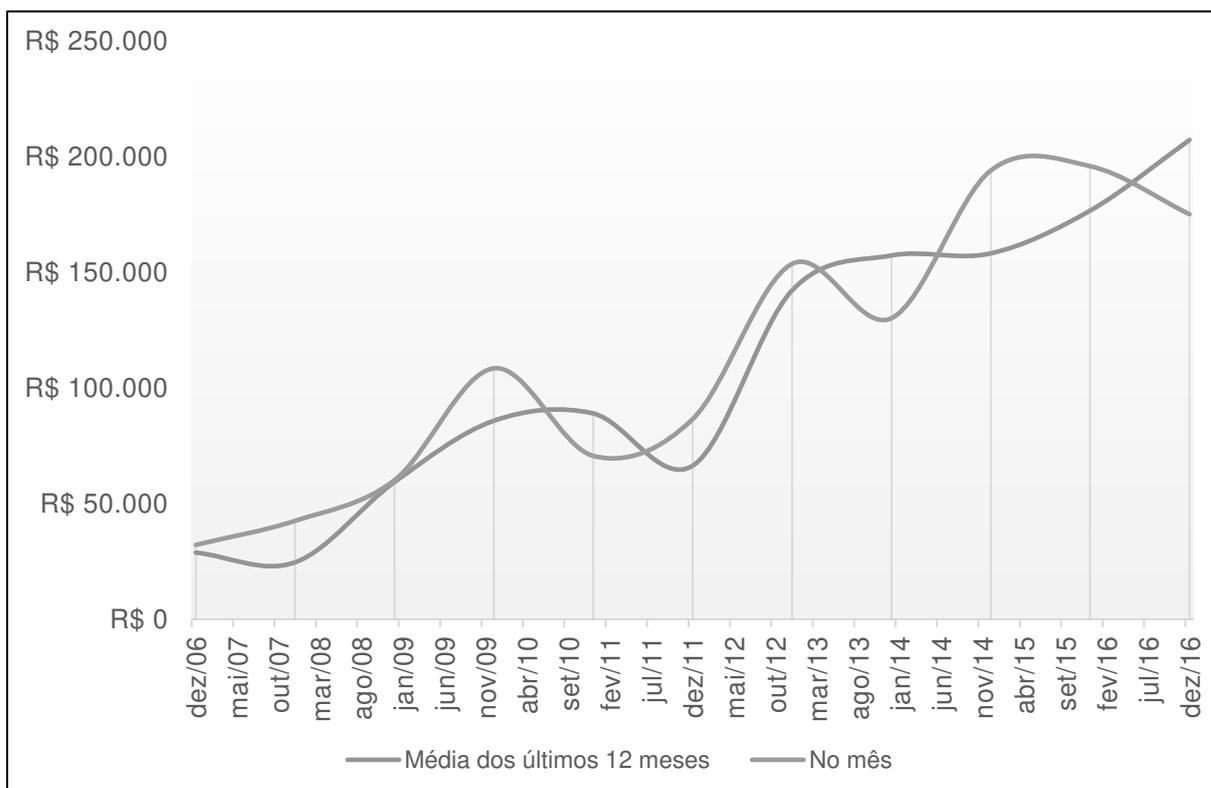
**Fonte:** Banco Central – Nota técnica nº 47, 2018. Elaborado pelo autor.

Nesse contexto, o Gráfico 9, apresenta parcialmente os fatores condicionantes da evolução da Conta Única do Tesouro Nacional. Os saldos da

CUTN, por sua vez, são aplicados a taxa de juros de mercado, que se constitui mais especificamente, pela rentabilidade média dos títulos públicos federais na carteira do BC, em consonância com o artigo 1º da medida provisória- MP nº1.798/98. De forma analítica, conforme gráfico acima, destaca-se a posição anual da CUTN durante os anos de 2006 a 2016 (essa série demonstra a importância desse assunto, em virtude do resultado primário do governo federal e, os juros nominais norteados pela taxa selic).

Portanto, fluxos de entrada de recursos na CUTN no período em estudo, potencializa o BC, para redução de seu passivo em operações de mercado aberto, proporcionalmente aos fluxos que entram na conta. Conforme, o Gráfico 9, a CUTN ao longo dos anos 2006 a 2016, apresentou um forte aumento do seu saldo. Todavia, houve um declínio e, a partir de 2014. Entretanto, cabe destacar a condição de remuneração do saldo da CUTN, que equivale a dos títulos públicos e, isso reduz o estímulo do governo de ofertar uma remuneração menor pelos títulos públicos, do que aquela anormalmente praticada no mercado.

**Gráfico 10:** Média geométrica do saldo das Operações Compromissadas – em R\$ milhões.



**Fonte:** Banco Central do Brasil (BCB). Elaborado pelo autor.

No Gráfico 10, demonstra - se a evolução<sup>48</sup> do saldo das operações compromissadas durante o período de 2006 a 2016. Portanto, apresenta - se essa evolução em milhões de reais. E, com objetivo de suavizar e deixar a tendência mais evidente, esboça a média geométrica nos últimos doze meses da relação do saldo das operações compromissadas. Portanto, de dezembro de 2006 até dezembro de 2009, o saldo médio dos últimos doze meses variou entre 28,7 milhões, e 85, 7 milhões, enquanto o saldo nesses anos para final de período, foi respectivamente 32, 1 milhões e, 108, 4 milhões. Passado esse período, as operações compromissadas seguiram com sua trajetória de forte crescimento, chegando ao patamar de 142 milhões, ao final de 2012. Todavia, houve uma queda nessa trajetória de aumento a partir do início de 2013 até o término do referido ano, devido ao fato de algumas mudanças das regras de depósitos compulsórios.

O poder regulatório dos bancos centrais, notadamente os chamados depósitos compulsórios das instituições financeiras na autoridade monetária, remunerados ou não, calculados como base na aplicação de alíquotas sobre os depósitos recebidos por elas. Por esse meio os bancos centrais logram também modificar a liquidez da economia, só que de modo menos flexível que o propiciado pelas operações de mercado aberto, já que essas transações financeiras já ocorrem regularmente no mercado, enquanto os compulsórios envolvem mudanças de regras, seguidas de um tempo para o ajuste operacional das instituições financeiras. Por isso, os compulsórios são mais apropriados para alterações mais intensas e duradouras das condições de liquidez da economia (PELLEGRINI, 2017, p. 07).

Dissipado esse efeito, as OC seguiram uma trajetória promissora de aumento, chegando ao nível de 174, 7 milhões no mês de dezembro de 2016, e 207 milhões em termos de média geométrica no referido ano.

Essa elevação refletiu impactos acumulados da aquisição de reservas internacionais (10, 6 p.p); dos juros das próprias operações compromissadas (10,1 p.p); do resultado das operações de swap cambial (1,8 p.p); das operações financeiras e não financeiras do TN, com impacto monetário (1,3 p.p); do efeito do crescimento do PIB (- 7,6 p.p); e dos depósitos compulsórios e demais operações do BCB (- 3,7 p.p) (NOTA TÉCNICA DO DEPEC, 2016).

Visto que, uma característica importante das compromissadas é o reduzido prazo de vencimento, algo esperado por se tratar de transação utilizada para alocação

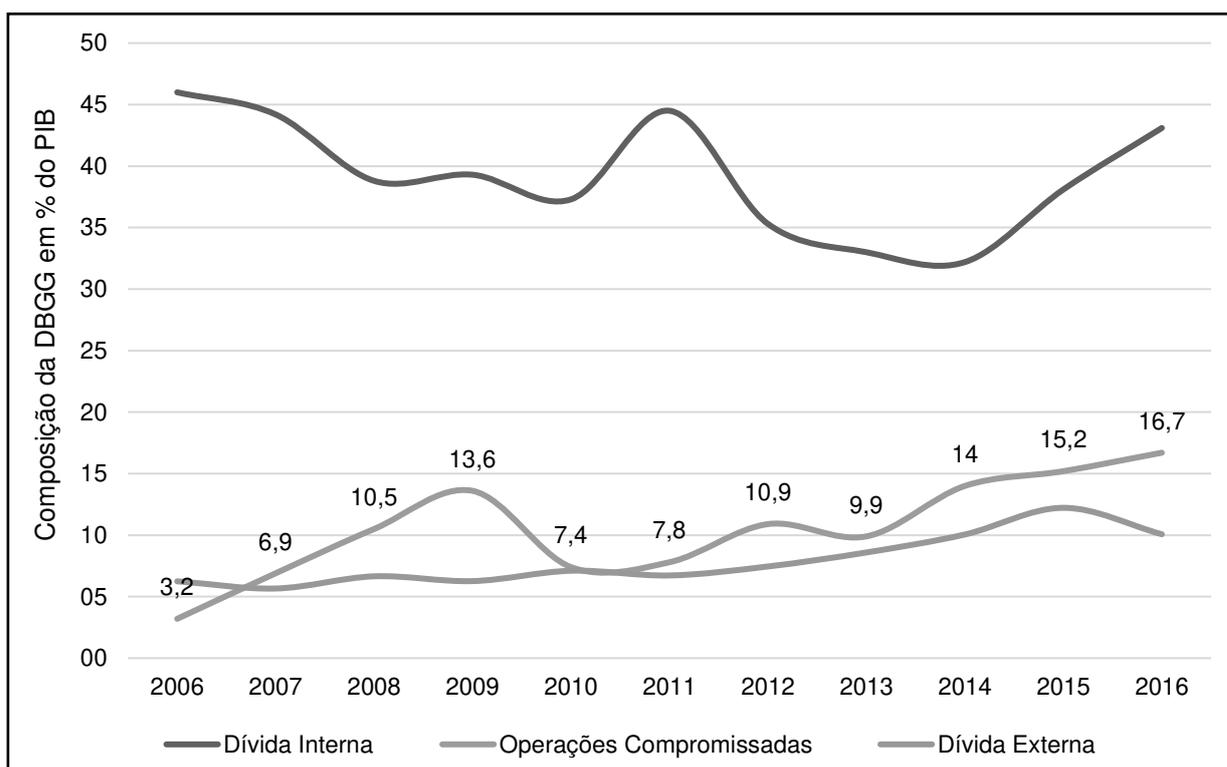
---

<sup>48</sup> A série com saldo das compromissadas pode ser obtida nas séries temporais-tabelas especiais do Banco Central que informam a Dívida do Governo Geral e a Dívida Líquida do Setor Público (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/n/SERIESTEMPORAIS>) (PELLEGRINI, 2017, p.11).

temporária de liquidez entre agentes econômicos, Banco Central, inclusive. (PELLEGRINI, 2017, p.13). Porém, o problema consiste na proporção tomada por este instrumento de política monetária, conforme observado no gráfico acima. É evidente que, em todo período analisado, as operações compromissadas foram realizadas (contratadas) com o compromisso de recompra, geralmente de até três meses.

Para Pellegrini (2017, p.12) “itens como dívida externa e dívida bancária, e até mesmo a dívida mobiliária, perderam espaço para as compromissadas, notadamente a partir do final de 2005”. Esse aumento das OC como parte do PIB, incidu também sobre outros indicadores, dessa forma, houve aumento das compromissadas na DBGG<sup>49</sup>, levando em consideração a média dos últimos doze meses, conforme gráfico a seguir:

**Gráfico 11:** Composição da DBGG em % do PIB - Dez.



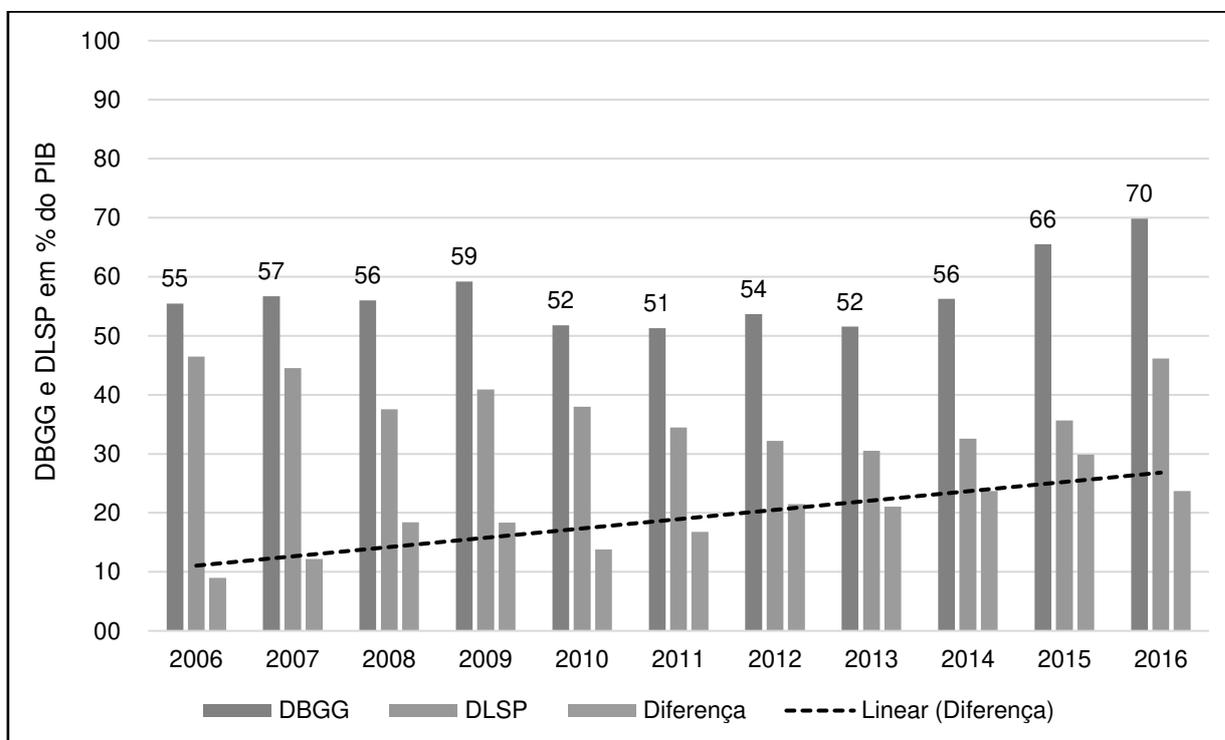
**Fonte:** Banco Central do Brasil (BCB). Elaborado pelo autor.

<sup>49</sup> O cálculo da DBGG foi modificado no início de 2008, com cálculo retroativo a dezembro de 2006. Por isso, a série desde dezembro de 2001 teve que ser calculada de acordo com o novo critério. Para esse período, exclui-se a carteira de títulos do Banco Central e incluem-se as compromissadas. Ademais, consideram-se também os títulos de emissão do Banco Central cujo saldo foi zerado em novembro de 2006, por conta da proibição de novas emissões a partir de maio de 2002. Esse procedimento foi adotado com base no mesmo fundamento que levou o governo federal a considerar as compromissadas na DBGG, já que os títulos cumpriam a mesma função dessas operações até serem integralmente quitados. Os dados da DBGG e sua composição foram retirados da mesma fonte empregada para obter os números das compromissadas (PELLEGRINI, 2017, p.12).

Consoante Pellegrini (2017, p.12) o ritmo do acréscimo de participação das compromissadas apresenta certa semelhança com observado no Gráfico 11. Houve um aumento de participação do final de 2005 ao final de 2009 (de 4,7% para 22,7% do PIB) seguido de oscilações para baixo e para cima (cai para cerca de 18% e retorna para os 21%).

Um fato importante, é que a partir de 2013, o nível efetivo de participação das compromissadas na composição da DBGG, manteve-se estável, mesmo havendo um aumento do volume das compromissadas em proporção do PIB, conforme, Gráfico 11. Isso ocorreu, em virtude da elevação da dívida externa e da dívida dos bancos dos estados, entre os anos de 2012 a 2014, e, também devido ao aumento das emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, a fim de financiar o déficit público a partir de meados de 2014. Portanto, os possíveis impactos sobre a política monetária, segundo Mendes (2016) apontam para questão do TN receber e gastar o resultado do BC com amortização da dívida em mercado ou em despesas primárias e, isso pode criar constrangimento para a execução da própria política monetária.

**Gráfico 12:** Evolução da DBGG e da DLSP (em % do PIB).



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor.

Haja vista que, a dívida pública segue sua trajetória de aumento nos dois conceitos, como mostra o Gráfico 12, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), tem crescido pujantemente desde o início de 2013. Ao final de 2015, a DBGG chegou ao nível 65,5% do PIB. No mesmo ano, a DLSP, superou os 36% do PIB. Cabe ressaltar que, nas duas situações, os valores de dívida pública em proporção do PIB, é recorde, tomando como referência o início da série em dezembro de 2006.

Do início da série, em dezembro de 2006, ao final de 2013, a DBGG manteve-se em torno do mesmo patamar, a despeito das oscilações. Já a DLSP caiu. Tal fato se deveu à utilização dos superávits primários então gerados na aquisição de ativos, notadamente reservas internacionais e créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES. Essa Estratégia explica a coexistência entre a redução da DLSP, conceito que deduz os ativos, e a relativa estabilidade da DBGG. Medida em termos brutos. Se os superávits primários tivessem sido utilizados na amortização do passivo, a dívida, nos dois conceitos, teria caído no período, e o país teria entrado em 2014, no início do agravamento da crise econômica, em situação bem mais favorável (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE - IFI, 2017, p.01).

Ainda conforme Mendes (2016. P.45), à medida que o TN, usa seguidamente os recursos de resultados do BC, para pagar dívida e despesas, o BC sempre precisará fazer operações compromissadas. Logo, a reação do BC, sempre levará a um aumento das compromissadas, com a correspondente redução da carteira livre. Ademais, os juros incidentes sobre essas operações<sup>50</sup> fazem o seu estoque crescer. Por isso, o BC precisará, com frequência, abastecer sua carteira livre com novos títulos.

No Brasil, opta-se pela centralização das disponibilidades do Tesouro no Banco Central, conforme determina o § 3º do art. 164 da CF. Trata-se da chamada conta única do Tesouro, onde se juntam os saldos de caixa dos vários órgãos e entidades da administração pública, incluindo o chamado superávit financeiro. A gestão está a cargo do Tesouro, mas o depositário dos recursos é o Banco Central. Assim, do mesmo modo que o Banco Central é credor do Tesouro ao deter títulos públicos em seu ativo, o Tesouro é credor do Banco Central, porque esse último abriga suas disponibilidades (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE - IFI, 2017, p.03).

Segundo IFI (2017, 04), O Banco Central é credor do Tesouro porque detém títulos públicos, mas é devedor, por causa das disponibilidades. Ambas as contas são remuneradas com a mesma taxa. O resultado do Banco Central, se positivo, é

---

<sup>50</sup> O comportamento recente das operações compromissadas gerou algum debate na academia. Essa composição indica imperícia do TN na gestão da dívida pública (BRUNO PAIM, 2016, p.35).

transferido ao Tesouro mediante depósito na conta única, que só pode ser utilizado no abatimento dos títulos públicos em poder do mercado ou do próprio Banco Central. Já o resultado negativo, é coberto com a transferência de títulos públicos ao Banco Central. A remuneração da conta única, diferentemente do resultado do Banco Central<sup>51</sup>, pode ser livremente utilizada pelo Tesouro Nacional.

**Tabela 1:** Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB) - 2006 a 2016/Dez. Metodologia utilizada a partir de 2008

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dívida Bruta do Governo Geral (A=B+C)</b>	<b>55.48</b>	<b>56.72</b>	<b>55.98</b>	<b>59.21</b>	<b>51.77</b>	<b>51.27</b>	<b>53.67</b>	<b>51.54</b>	<b>56.28</b>	<b>65.50</b>	<b>69.86</b>
<b>Dívida Interna (B)</b>	<b>49.23</b>	<b>51.05</b>	<b>49.33</b>	<b>52.94</b>	<b>44.66</b>	<b>44.54</b>	<b>46.21</b>	<b>42.95</b>	<b>46.23</b>	<b>53.28</b>	<b>59.79</b>
Dívida mobiliária em mercado	44.56	42.90	37.78	38.16	36.10	35.66	34.09	31.54	30.27	35.67	40.54
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	44.42	42.71	38.04	38.54	36.64	36.18	34.79	32.05	30.84	36.19	41.05
Títulos sob custódia do FGE	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.07	-0.06	-0.12	-0.11	-0.10	-0.09	-0.09
Dívidas securitizadas e TDA	0.97	0.94	0.64	0.50	0.34	0.31	0.24	0.20	0.17	0.17	0.17
Aplic. de entidades da adm. Federal	-0.48	-0.51	-0.70	-0.73	-0.73	-0.74	-0.81	-0.60	-0.63	-0.59	-0.59
Aplicações dos governos subnacionais	-0.3	-0.25	-0.20	-0.14	-0.09	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00
<b>Operações compromissadas do Bacen</b>	<b>3.21</b>	<b>6.89</b>	<b>10.46</b>	<b>13.64</b>	<b>7.43</b>	<b>7.81</b>	<b>10.88</b>	<b>9.92</b>	<b>14.00</b>	<b>15.23</b>	<b>16.71</b>
Dívida bancária do Governo federal	0.09	0.08	0.07	0.07	0.11	0.16	0.20	0.20	0.21	0.29	0.27
Dívida assumida pela União Lei nº 8.727	0.98	0.82	0.65	0.53	0.38	0.23	0.12	0.03	0.00	0.00	0.00
Dívida mobiliária dos governos estaduais	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida bancária dos governos estaduais	0.26	0.24	0.23	0.38	0.49	0.50	0.71	1.04	1.48	1.78	1.90
Outras dívidas estaduais	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida mobiliária dos governos municipais	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida bancária dos governos municipais	0.12	0.12	0.14	0.17	0.16	0.18	0.21	0.22	0.26	0.31	0.38
<b>Dívida Externa (C)</b>	<b>6.2</b>	<b>5.66</b>	<b>6.65</b>	<b>6.26</b>	<b>7.11</b>	<b>6.72</b>	<b>7.45</b>	<b>8.59</b>	<b>10.05</b>	<b>12.22</b>	<b>10.07</b>
Governo federal	5.6	5.21	6.06	5.77	6.54	6.07	6.59	7.48	8.63	10.12	8.34
Títulos de div. negociados no mercado doméstico	0.00	1.37	1.99	2.92	4.29	4.25	4.77	5.79	6.78	7.84	6.43
Demais	5.65	3.84	4.07	2.85	2.25	1.83	1.82	1.69	1.85	2.28	1.91
Governos estaduais	0.52	0.39	0.52	0.43	0.49	0.54	0.75	0.99	1.28	1.90	1.56
Governos municipais	0.1	0.06	0.08	0.06	0.08	0.11	0.11	0.13	0.14	0.20	0.17

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

Num cenário econômico repleto de incertezas quanto a capacidade do Estado de se endividar, conduz os interessados no assunto, a analisar a composição e

<sup>51</sup> No caso dessas reservas, se o real se desvaloriza, elas têm seu valor em reais aumentado, gerando um ganho patrimonial para a autoridade monetária, com o inverso ocorrendo em caso de valorização do real. Outros ativos “marcados a mercado” (ou seja, contabilizados pela sua cotação em mercado) também podem gerar ganhos ou perdas contábeis. Por exemplo: um aumento da taxa de juros da economia reduz o preço de títulos públicos prefixados (desvalorizando um ativo do BC) ou o rebaixamento da nota de crédito de um banco que deve ao BC pode reduzir o valor desses créditos (MENDES, 2016, p.05).

evolução da dívida pública, especialmente a partir de 2006, quando este passivo é da ordem de 55,48%, e começa a apresentar uma trajetória de crescimento, chegando ao nível de 69,86%, em 2016. Evidente que a aparente tranquilidade entre as variáveis macroeconômicas, não indicam um limite iminente para o padrão de política fiscal e monetária adotadas nesse período. Muito embora, não se pode descartar as oscilações, movimentos cíclicos e, até a possibilidade de ruptura do mercado financeiro, mesmo quando tudo se apresenta como dentro da normalidade.

A Tabela 1, tem por objetivo demonstrar a composição da dívida pública, tendo como referência a DBGG, dados de 2006 a 2016. Existem três fatos que permitem demarcar fortes evidências sobre esse período. No que tange ao primeiro fato, boa parte do passivo, é de responsabilidade do governo federal, representada pela dívida mobiliária federal interna. Todavia, isso não isenta os entes subnacionais (Estados e Municípios) dos problemas com o endividamento público, ao contrário, estes também apresentam um forte problema com as contas públicas. As necessidades de financiamento desses entes são elevadas e, incompatíveis com o serviço de rolagem da dívida e, a capacidade desses de honrarem tais compromissos. E, isso tem produzido frequentes mudanças nas regras que balizam a relação credor e devedor dessas dívidas. Contudo, isso não fica patente na tabela, pois parte substancial dessa dívida dos entes subnacionais, tem como avalista e credor a união e, a DBGG exclui dívida intragovernamental no seu cômputo.

O segundo fato, é o caso da dívida externa, que apresenta um percentual relativamente baixo na composição da DBGG, quando comparada com a dívida mobiliária federal interna, cujos pagamentos são realizados em reais. Já no que refere a dívida externa, o pagamento é feito em dólar. Vide que, isso se trata de uma questão incomum, quando se analisa outros momentos históricos do Brasil, em que a dívida externa respondia por uma parcela significativa do endividamento público. Portanto, nesses termos, as crises de dívidas, com esse caráter, também tomavam as características e forma de crise cambial. Isto é, no período recente da economia brasileira, isso não parece ter acontecido, mesmo em meio a toda debilidade da economia do País.

Finalmente, o terceiro fato, e, não menos importante que os demais elencados. Trata-se da elevada concentração da DBGG em duas componentes: dívida mobiliária federal interna do Tesouro Nacional e as operações compromissadas praticadas pelo Banco central, com 59,79% e 16,71%, respectivamente na

composição da DBGG, em 2016. Contudo, a relevância desses componentes na composição da dívida pública é desde o início da série em 2006, visto que a dívida mobiliária federal interna assume a predominância absoluta. As operações compromissadas assumem papel de grande relevância nos anos posteriores a 2006, entretanto, já em 2014 o seu percentual na composição da DBGG está consolidado, em torno de 14%.

Na prática, portanto ocorreu troca de dívida pública por outra com perfil não tão favorável, afinal essas operações são corrigidas pela taxa Selic e, em geral, cm prazo médio bastante inferior ao prazo dos títulos públicos em poder do mercado. Tomando-se os dados do final de janeiro de 2017, últimos disponíveis, apenas 18,1% do cerca de R\$ 1,1 trilhão de operações compromissadas tinha prazo acima de três meses, enquanto o prazo médio dos títulos públicos internos emitidos pelo Tesouro em mercado era de 4,5 anos. Em termos de correção, as operações eram basicamente corrigidas pela Selic, enquanto os títulos públicos<sup>52</sup> internos distribuíam-se mais uniformemente entre papéis atrelados à Selic (30,8%), a índices de preços (33,6%) e a prefixados (35,1%) (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE - IFI, 2017, p.05).

Hodiernamente, consoante Instituição Fiscal Independente - IFI (2017, p.05) “há também evidências de que as transferências do resultado do Banco central e da equalização cambial para o Tesouro foram utilizadas para financiar indiretamente outras despesas do governo federal que não o pagamento de títulos públicos, no período de 2008-2015. Tal prática teria sido viabilizada pela troca de fontes orçamentárias, já que, conforme visto, esses recursos destinam-se necessariamente ao abatimento de dívida pública”.

Logo, por meio desse mecanismo, fontes orçamentárias sem destinação especificada, alocadas para resgate de dívida, podem ser usadas, das mais distintas formas, para fins de financiamento de outros gastos que não sejam o pagamento de dívida pública.

O resultado do Banco Central, se positivo, é transferido ao Tesouro mediante depósito na conta única, que só pode ser utilizado no abatimento dos títulos públicos em poder do mercado ou do próprio Banco Central. Já o resultado negativo, é coberto com a transferência de títulos públicos ao Banco Central. A remuneração da conta única, diferentemente do resultado do Banco

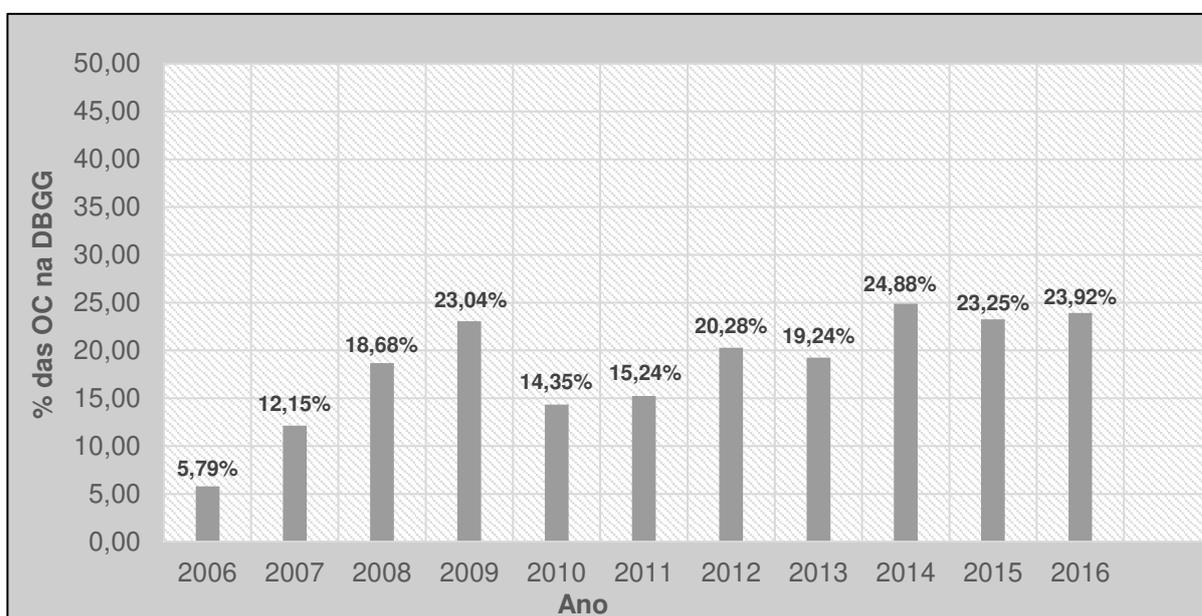
---

<sup>52</sup> Os títulos são emitidos em diferentes condições de remuneração e prazo. A remuneração é dada pela taxa de juros e pelo indexador do papel, se houver. Os quatro principais modos de remuneração são: a) taxa Selic, que é uma taxa pós-fixada, conhecida após transcorrido o prazo do papel; b) taxa prefixada, informada já na emissão do título; c) taxa prefixada, combinada com correção pela inflação no período, aferida pela variação do IPCA; e d) taxa de juros prefixada combinada com a correção pela variação cambial (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE - IFI, 2017, p.03).

Central, pode ser livremente utilizada pelo Tesouro Nacional (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE - IFI, 2017, p.05).

Assevera IFI (2017, p.05-06) “de fato ao mesmo tempo que aumentou a participação das transferências de recursos do BC<sup>53</sup>, para o TN, dentre as fontes de financiamento do pagamento de juros e amortização da dívida pública, caiu a participação dos chamados recursos ordinários e da remuneração da conta única do Tesouro, ambas fontes sem destinação específica”.

**Gráfico13:** Percentual das Operações Compromissadas na Composição da DBGG de 2006 a 2016/Dez.



**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

Observando a evolução da DBGG, de 2006 a 2016, conforme Gráfico 13, as operações compromissadas, apresentam um forte aumento na composição desse indicador, que cresce acentuadamente em termos percentuais. Entretanto, para melhor entender o comportamento das OC, essa série será dividida em três períodos.

Portanto, o primeiro período compreende os anos de 2006 a 2009. Adicionalmente, cabe destacar que no ano de 2006, o percentual das OC, em termos proporcionais na DBGG, era de 5,79%. Já em 2009, chegou ao patamar de 23,04%, em termos relativos. Nesse primeiro momento, dentre as principais condicionantes

<sup>53</sup> O BC é a única entidade da economia que pode adquirir ativos pagando-os com um instrumento financeiro que ele mesmo cria, sobre o qual não incidem juros e cujo valor de face é maior que o custo de produção (o valor de face de uma nota ou moeda é superior ao custo de sua produção) (MENDES, 2016, p.04).

para evolução das OC, destaca-se a forte aquisição das reservas internacionais pelo BCB, bem como os resgates de títulos públicos pelo TN, produzindo inserção de liquidez na economia como um todo. É importante mencionar que não só estes fatos contribuíram para o aumento das operações compromissadas, contudo, esses fatores assumiram o papel de principais protagonistas nesse processo de mudança de perfil da dívida bruta do governo geral. Outros fatores, tais como: o pagamento de juros; recebimento de dívidas renegociadas com os entes subnacionais; resultado primário do governo central; os ganhos nas operações de swap cambial e as demais operações financeiras entre TN e BC, contribuíram também para o aumento das OC, ao longo desse período.

O segundo período da análise, é de 2010 a 2011. Ressalta-se que o estoque das OC, na composição da DBGG, em termos proporcionais, reduziu quando comparado com o último ano do primeiro período. Todavia, o patamar alcançado por esse instrumento monetário, mesmo na ocorrência de uma queda, apresenta forte contribuição sobre os níveis de DBGG, e, impactos sobre a execução da política monetária. Entretanto, uma mudança no perfil de dívida, como tem acontecido, não é desejável, por duas consequências. A primeira, diz respeito ao TN, pois este prefere prazos mais longos e melhor distribuídos, para rolagem da dívida. Nesse caso, a preocupação por parte da autoridade fiscal, gira em torno dos riscos de refinanciamento, logo que as condições podem não ser tão satisfatórias e eficientes, no que se refere aos prazos e juros. Já a segunda consequência, notabiliza-se na questão de o passivo ser corrigido pela taxa Selic<sup>54</sup>, isso traz consigo a inconveniência do passivo ser diretamente afetado, quando a autoridade monetária se ver obrigada a aumentar a taxa de juros na condução da política monetária.

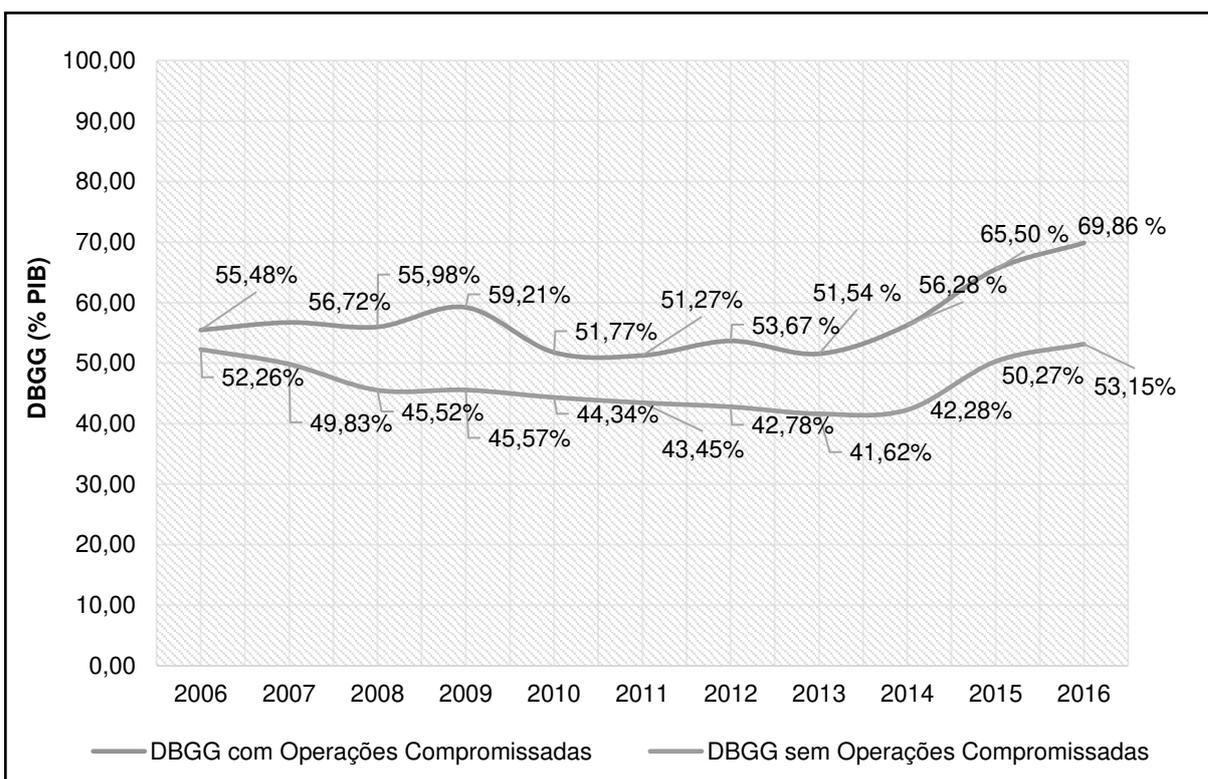
Por fim, o terceiro período, que vai de 2012 a 2016, e não menos importante que os anteriores, tem como marco, o ano de 2012, que apresenta um nível de compromissadas da ordem de 20,08%, relativos à composição da DBGG. O fim dessa série tem como referência, o ano de 2016, com um percentual proporcional de compromissadas de 23,92% na DBGG. Isso fez com que as operações compromissadas ultrapassassem a casa de mais de R\$ 1 trilhão em 2016, ou seja, a

---

<sup>54</sup> Quando a Selic é elevada com vistas a controlar a inflação, os efeitos sobre a remuneração ocorrem em todos os tipos de títulos públicos. Entretanto, no caso dos papéis cuja remuneração (integral ou parcialmente) seja prefixada, isso se dá ao longo do tempo, à medida que novas emissões são feitas. Já em relação aos títulos indexados à própria Selic, o aumento de custo se dá imediatamente, sobre todo o estoque existente (IFI, 2017, p.06);

cada três reais de dívida mobiliária federal interna, existe um real de operações compromissadas. Portanto, as operações compromissadas mais a dívida mobiliária federal interna, predominam no conceito de DBGG, e isso produz um alerta, quanto aos prazos<sup>55</sup> e custos desse endividamento.

**Gráfico 14:** Dívida Bruta do Governo Geral-DBGG: 2006 a 2016/Dez(% PIB)



**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

A dinâmica das compromissadas e o montante de títulos públicos em poder do mercado, explica a forte elevação da participação das OC, na composição da DBGG no período em que houve um rigoroso aumento da aquisição de reservas internacionais. Como pode ser observado no Gráfico 14, ao longo dos dez anos em que a análise consiste, as operações compromissadas aparecem como um dos principais fatores responsáveis pela variação da DBGG. A partir de 2006, esse

<sup>55</sup> Os prazos das operações compromissadas podem ser vistos na Tabela 3 das Notas Econômico-Financeiras para Imprensa, relativas ao mercado aberto, divulgadas na página eletrônica do Banco Central. Nesta tabela, é possível ver que, na média, as operações compromissadas vencem em 24 dias úteis. Já a sua correção é prefixada, mas, dados os prazos envolvidos, na prática, é como se elas fossem corrigidas pela Selic. A propósito dessa informação, o Banco Central, quando informa a composição da dívida pública por indexador, inclui a totalidade do saldo das operações compromissadas na parcela da dívida corrigida pela Selic. Ver o Quadro XI das Notas para a Imprensa relativas à política Fiscal (IFI, 2017, p.06).

impacto vem se consolidando e, especialmente depois de 2013, o impacto se torna ainda maior sobre o nível de dívida bruta. Vale lembrar que nos últimos anos, muito embora a dinâmica seja parecida, há os reflexos da recessão econômica e queda do resultado primário do governo central. Segundo Ferreira (2016, p. 09) ao elevar o tamanho das operações compromissadas, implicou a necessidade de expansão da carteira de títulos do BCB, ou seja, ampliou a DBGG seja no conceito FMI, seja no conceito brasileiro.

Ressalta-se que, no caso dos demais países analisados, isso não ocorreu. No caso dos países desenvolvidos, as políticas de QE<sup>56</sup> implicaram elevar a carteira de títulos públicos dos BCs, mas com a concomitante redução da carteira de títulos em mercado. Como a expansão monetária foi esterilizada com depósitos remunerados voluntários nos BCs, não houve efeitos na DBGG, uma vez que a autoridade monetária (ou seus ativos ou passivos) não integra o conceito de governo geral, como explicado acima (FERREIRA, 2016, p.09).

Na situação brasileira, vendo de outra forma e, não exaurindo todas as possibilidades de análise, constata-se que a forma de esterilização de liquidez da economia (via operações compromissadas) acabou por produzir um forte aumento da dívida pública. Contudo, é nítido que os acentuados níveis de estoque da dívida pública tenham contribuído para piora das condições de solvência do Estado brasileiro, majorando o risco-país e acelerando a perda da capacidade de investimento quando comparado a outros países.

O quadro fiscal e econômico brasileiro, conforme período em análise que vai de 2006 a 2016, permite comparar o nível dívida bruta brasileiro, com os demais países emergentes e avançados do mundo. Tão somente, a dívida bruta do Brasil tem vivido um período de elevado crescimento nos últimos anos, e isso, tem se tornado cada vez mais preocupante. Portanto, a posição relativa da dívida bruta brasileira, consoante dados do BC, a DBGG<sup>57</sup>- BC é de 69,96% do PIB (dezembro de 2016), e

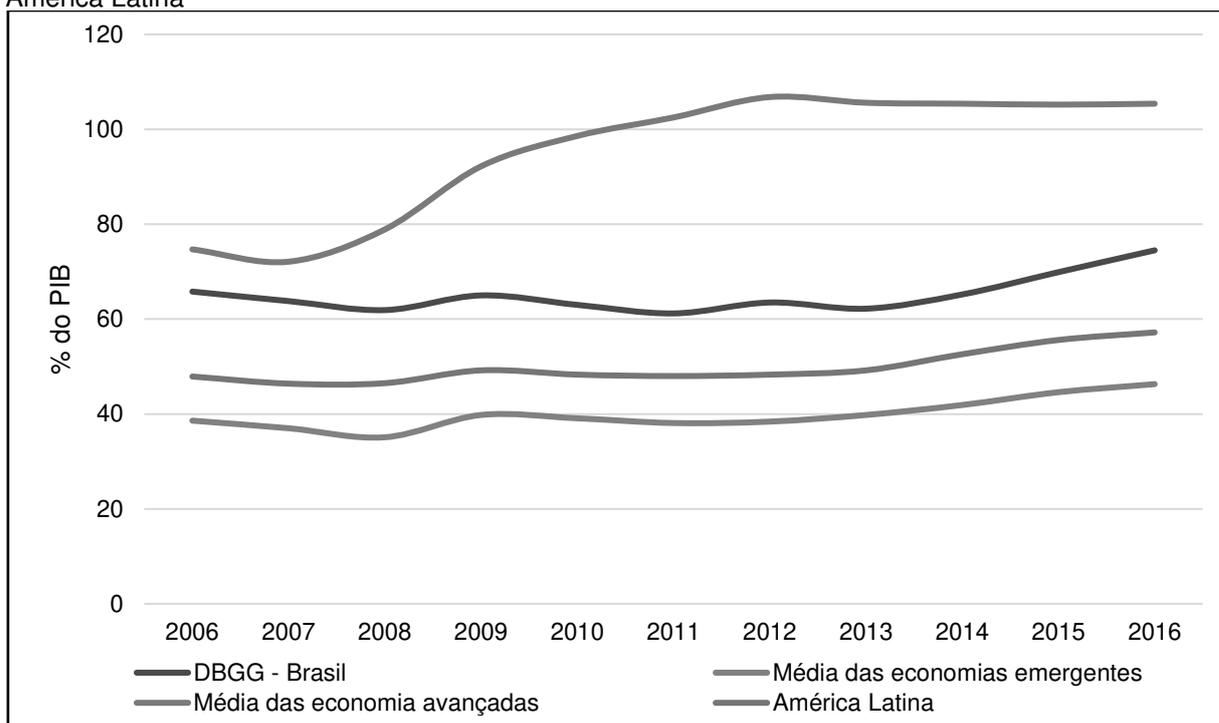
---

<sup>56</sup> *Quantitative Easing*;

<sup>57</sup> Aqui, é importante destacar a exata relação entre déficits públicos e a dívida. Na verdade, o déficit nominal impacta diretamente a chamada Dívida Fiscal Líquida (DFL), indicador divulgado também pelo Banco Central. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é influenciada por outros fatores, como os efeitos do câmbio sobre as reservas internacionais, que distanciam os dois indicadores – DLSP e déficit nominal. Também a DBGG não guarda relação direta com o déficit nominal, uma vez que sua construção considera a totalização apenas dos passivos do setor público, de tal sorte que a variação do estoque da DBGG não equivale ao déficit nominal. Evidentemente, o déficit nominal e a DBGG estão correlacionados, mas é importante que se tenha em tela a existência de discrepâncias contábeis e de

pelos dados do FMI<sup>58</sup>, a dívida bruta brasileira já atinge 79,76% do PIB, no mesmo período. Levando em conta a médias dos países emergentes e a média dos países avançados, ao longo da série é possível notar uma posição relativa entre as dívidas brutas de cada país. O Gráfico 15, apresenta tais informações.

**Gráfico 15:** Dívida Bruta (conceito FMI), média para economias emergentes e avançadas, Brasil e América Latina



**Fonte:** Fundo Monetário Internacional – FMI, 2016. Elaborado pelo autor.

O Gráfico 15, mostra que a trajetória de aumento da dívida brasileira descolou da dinâmica aferida na média dos países emergentes. Porquanto, o nível médio dos países emergentes foi abaixo de 50% do PIB em 2016, já o Brasil registrou nível muito mais elevado, de 74,5% do PIB em 2016, cujo movimento de expansão aconteceu rapidamente. Caso não ocorra nenhuma mudança nos fatores que condicionam essa dinâmica, a tendência é que a curva que representa a dívida pública brasileira, se

definição que acabam impedindo o estabelecimento de uma relação direta entre essas variáveis (SALTO e BARROS, 2018, p.369);

<sup>58</sup> As estatísticas do FMI possuem um caráter, digamos, mais conservador, pois consideram como dívida pública toda a carteira de títulos sob responsabilidade do Banco Central, tanto os títulos livres quanto as operações compromissadas. Já na metodologia doméstica, apurada pelo Banco Central, a dívida bruta é composta apenas pela carteira de títulos livres, isto é, títulos públicos que não estejam lastreando as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central no gerenciamento da quantidade de dinheiro em circulação na economia. Esta é a única diferença entre os indicadores (SALTO e BARROS, 2018, p.368).

aproxime do nível de 100% do PIB, aproximando-se da média das economias desenvolvidas. Entretanto, há uma diferença muito importante relacionada ao custo dos serviços dessa dívida: as taxas médias dos títulos brasileiros são substancialmente mais altas em razão dos desequilíbrios macroeconômicos.

Por outro prisma, constata-se que o patamar de dívida bruta brasileira também se encontra muito acima do nível de dívida para América Latina e, conforme demonstra o Gráfico 15, para o ano de 2016, o patamar de dívida bruta para América Latina é de 57,2%, enquanto o Brasil está 17,3 % acima dessa marca. Isso sinaliza para um alerta que a dívida brasileira caminha para alcançar a marca de 100% do PIB, e ficar muito próximo da média das economias desenvolvidas e, muito distante dos países emergentes, e, da própria América Latina.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou melhor compreender as operações compromissadas do Banco Central e seus impactos sobre a composição da Dívida Pública brasileira. Assim como, os efeitos do endividamento público sobre a economia. Visto que, as operações compromissadas são utilizadas, para fins de execução da política monetária em países em que o sistema financeiro se encontra bem desenvolvido.

O Brasil, mesmo não possuindo um sistema financeiro tão bem desenvolvido do ponto de vista informatizacional e, de eficiência dos canais de transmissão da política monetária, utiliza-se desse expediente, a fim de que este cumpra com suas funções de: *transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública*.

Todavia, no período recente da economia do Brasil (a partir de 2006), o que causa maior preocupação não é o uso desse instrumento, mas o saldo alcançado por essas operações compromissadas e sua participação na composição do estoque da dívida. À medida que, essas operações são de curtíssimo prazo (controle de liquidez) e corrigidas com base na taxa Selic (referência para operações lastreadas com títulos públicos).

Com isso, o primeiro fator que implica na trajetória crescente das operações compromissadas, diz respeito ao aumento da aquisição de reservas internacionais por parte do governo, especificamente entre 2006 e 2012. As operações compromissadas tiveram um aumento de seu saldo, da ordem de dez vezes o seu volume, quando medido em proporção do PIB, a partir de 2006. Porém, a aquisição das reservas internacionais, não efetivamente, deveria ser financiada por compromissadas, pois a liquidez proveniente da aquisição de reservas internacionais não se configurava num fenômeno temporário para a economia nacional.

Um segundo fator determinante da evolução das operações compromissadas nesse período, diz respeito aos resgates líquidos do Tesouro Nacional com impacto monetário, cuja principal consequência reside na saída de recursos da Conta única, com efeito para expansão da base monetária. Haja vista que, as operações do Banco Central corroboraram para o aumento do estoque de compromissadas em 19,9 p.p. do PIB ao longo de 2006 a 2016.

Uma terceira condicionante e, não menos importante que as demais, são os juros sobre essas operações compromissadas, que no período corresponderam por um aumento da ordem de 16,1 p.p. sobre seu estoque. Porém, as operações

financeiras e não financeiras foram da ordem de 9,5 p.p. do resultado do Tesouro Nacional, com viés monetário, e, o crescimento nominal do PIB foi de 10,7 p.p. e, tais resultados respectivamente a reduziram o impacto das operações compromissadas sobre a dívida bruta do governo geral, nesse mesmo período.

No período de 2006 a 2016, a trajetória da DBGG apresentou intervalos de forte alta, superando os 3 pontos percentuais, o que sinaliza para a necessidade de controlar a trajetória da dívida pública, a fim de que essa se torne sustentável. O primeiro intervalo de forte alta, vai do final de 2008, até meados do segundo semestre de 2009, período que coincide com o estopim da crise internacional, quando a DBGG passou de 55,98% para 59,21%. Nesse momento, a dívida externa não gerava pressões significativas, logo, tão somente correspondia a 4,3% do total de dívida pública.

Em meio a situação de crise, o governo resolve usar medidas de estímulo à economia, via política fiscal. Que dada a situação de incertezas e baixa atividade econômica, imediatamente lograram êxito, no que diz respeito ao aquecimento da economia. Contudo, a prática permanente do aumento dos gastos públicos, causou alguns efeitos nocivos a condição de equilíbrio para o crescimento econômico. Um efeito nocivo, consiste na queda do *superávit* primário de 2,3% para 1,2%, o que parcialmente implica para a elevação da DBGG em 6,3 p.p. Portanto, a queda do produto interno bruto no ano de 2009, e o forte aumento do estoque das operações compromissadas do Banco central, contribuíram para aumentos sucessivos da DBGG no período. Mesmo alguns componentes externos à nossa economia, visivelmente internacionais

Na Busca por identificar os fatores que contribuíram (que contribuem) para a trajetória de fortes elevações da DBGG, posiciona-se a questão dos crescentes *déficits* primários (que surgem depois de um período de muitos *superávits* primários), acompanhado da queda do PIB, e, elevação do custo médio da dívida pública, de 11,2% a.a, ao fim do primeiro semestre de 2014, para 12,57% a.a, em meados do segundo semestre de 2016, com um ponto de máxima elevação em janeiro de 2016, da ordem de 16,4% a.a.

Ainda no segundo trimestre de 2014, inicia-se uma recessão econômica e o governo faz uso da política fiscal expansiva, a fim de conter os avanços da recessão. Entretanto, os estímulos aplicados, são diferentes dos que foram utilizados em 2008/2009. Para esse caso, os estímulos consistiram em desonerações fiscais e

aumento dos gastos públicos, que não foram eficientes para reverter o caráter de redução no nível de atividade da economia em 2014. É claro, existem outros fatores relacionados à política fiscal que foram determinantes para o mal desempenho da economia. Contudo, os efeitos da recessão econômica desse período, ainda estão contidos nos dados do PIB, para essa série.

A elevação dos custos de rolagem da dívida pública, fruto da incerteza e piora no risco sustentabilidade de sua trajetória, são resultantes dos efeitos das políticas fiscal e monetária. Cabe demonstrar, os desequilíbrios entre o fluxo de receitas e despesas primárias, que viabilizaram a deterioração dos resultados fiscais, e contribuíram para a ampliação da percepção de risco sobre a dívida pública. Assim como, a falta de lisura e transparência por parte do governo, na publicação dos resultados da contabilidade pública, que até período recente, não se tinha total clareza sobre o tamanho do problema das contas públicas brasileira. Junta-se a isso, o caráter contracionista da política monetária, que buscava conter o movimento de alta da inflação, aferida nesse período. Porém, componentes externos (exogenamente) à economia nacional, apontados no cenário internacional, como relevantes para análise, permitam assinalar que parte substancial da elevação dos juros sobre a dívida pública fora determinado internamente (endogenamente) em virtude dos desequilíbrios macroeconômicos.

Portanto, no período mais recente, que compreende os anos de 2015-2016, nenhuma condicionante agiu de forma sistematizada para pressionar exageradamente as operações compromissadas, pois os fortes déficits públicos produzidos a partir de 2015, foram compensados por emissões de títulos públicos do TN no mercado primário. Contudo, o elevado aumento do saldo das compromissadas cresceram em grande parte devido a incidência dos juros atrelados à Selic. Todavia, para sobre o horizonte, o risco de insustentabilidade da dívida pública, caso esta mantenha sua trajetória de forte crescimento.

Logo, com os déficits, a dívida tem apresentando crescimento contínuo para níveis jamais observados ao longo de sua série. Isso torna evidente que, o aparecimento de limites na demanda por títulos públicos, pode causar pressões sobre o estoque de compromissadas (aumento de seus saldos).

## 6. REFERÊNCIAS

ARAÚJO, De. D; BORGES. **IMPACTOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL NO GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA**: uma Análise Macroestrutural. Finanças Públicas – XI Prêmio Tesouro Nacional – 2006.

ATHAYDE, D. R; VIANNA, A. C. **DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA**: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. NOVA ECONOMIA\_ Belo Horizonte 25[2]. 403-420. Maio- Agosto de 2013.

AFONSO, J. R. R. *et al.* **FONTES (REMANEJADAS) E USO (RETARDADO) DE RECURSOS FEDERAIS AO FINAL DE 2015**. Nota Técnica. Fundação Getúlio Vargas-FGV: Instituto Brasileiro de Economia-IBRE. Fev. 2016.

ANDIMA. **DÍVIDA PÚBLICA**: propostas para aumentar a liquidez. Rio de Janeiro: Relatório Econômico, 2003.

BACHA, E. **INTRODUÇÃO À MACROECONOMIA**: uma perspectiva brasileira. Edmar Bacha. – 3ª. Ed. - Rio de Janeiro: Campus, 1985.

BATISTA JR, P, N. **AJUSTAMENTO DAS CONTAS PÚBLICAS NA PRESENÇA DE UMA ELEVADA DÍVIDA**: observações sobre o caso brasileiro. Revista de Economia Política, vol.9, nº4, outubro-dezembro,1989.

BLANCHARD, O. **MACROECONOMIA 3ª Edição**/ Olivier Blanchard; Tradução Mônica Rosemberg; revisão técnica Eliezer Martins Diniz, Aglas Watson Barrera; São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2013.

BERGER, Paulo Lamosa (2015). **Mercado de renda fixa no Brasil: ênfase em títulos**. 1ª edição. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 2015.

BORGES, J, T. **Câmbio**. – Curitiba: Ibpex, 2008.

BONFIM, V.O.F. **A DEMANDA POR OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BCB COMO SUBSTITUTAS QUASE-PERFEITAS OU EM PREFERÊNCIA AOS TÍTULOS PÚBLICOS**. Monografia (Graduação em Ciências econômicas) – Universidade Estadual de Economia. São Paulo, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento Econômico. **FATORES CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E EVENTOS CORRELATOS**. Nota Técnica 14. 2016.

CONTI, J.M. **DÍVIDA PÚBLICA**. Ailton Cassetari Junior. [et al]. – São Paulo: Blucher, 2018. 664p. (Série Direito Financeiro/ Coordenada por José Maurício Conti).

COSTA, C. E.E.L. Da. **SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA**. – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

DA SILVA, F. A. R. **FINANÇAS PÚBLICAS**. 2. ed.- 4. reimp. -São Paulo: Atlas, 2006.

DEPARTAMENTO ECONÔMICO (DEPEC) E DEPARTAMENTO DE ESTATÍSTICAS (DSTAT). **Nota técnica do Banco Central do Brasil Nº 47**. Brasília, setembro de 2018.

DE CARVALHO, B. F. **A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS: considerações das teorias econômica e financeira**. 2014. Monografia (Ciências Econômicas). Universidade Estadual Paulista – Júlio de Mesquita Filho / UNESP. São Paulo.

DIVISÃO DE FINANÇAS PÚBLICAS- DIFIN E DEPARTAMENTO DE ESTATÍSTICAS-DSTAT. **Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 47**. Brasília, 2018.

DORNBUSCH, R; FISCHER, S; STARTZ, R. **MACROECONOMIA**. Tradução: João Gama Neto. Revisão Técnica: Giacomo Balbinotto Neto. – Dados eletrônico. - 11.ed. – Dados eletrônicos. – Porto Alegre: AMGH, 2013.

FILHO, M, P. **PREFÁCIO. DÍVIDA PÚBLICA: a experiência brasileira**. – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

FEIJÓ, C.A *et al.* **CONTABILIDADE SOCIAL: a nova referência das contas nacionais do Brasil**. – 4. Ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

FERREIRA, C. K. L. **A DINÂMICA DA DÍVIDA BRUTA E A RELAÇÃO TESOURO-BANCO CENTRAL**. Texto Publicado como capítulo do livro de Edmar Bacha. 2016. p.169-196.

GOBETTI, S. W. **AJUSTE FISCAL NO BRASIL: os limites do possível**. Texto para Discussão/ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. – Brasília: Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

GOBETTI, S. W; SCHETTINI, B. P. **DÍVIDA LÍQUIDA E DÍVIDA BRUTA: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Texto para discussão. Brasília, dezembro de 2010.

GÉNÉREUX, J. **INTRODUÇÃO À POLÍTICA ECONÔMICA**. Edições Loyola, São Paulo, Brasil, 1995.

GIAMBIAGI, F; ALÉM, A, C. **FINANÇAS PÚBLICAS: teoria e prática no Brasil**. – 4.ed.rev. e. atualizada. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. – 2ª Reimpressão.

GIAMBIAGI, F.; AMADEO, E. **Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições**. Revista de Economia Política, v. 10, n. 1, 1990.

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE-IFI. **RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO FISCAL**. Brasília. Abril de 2017.

IMF. Western Hemisphere – **Regional Economic Outlook**, April. Washington, DC: International Monetary Fund, 2015.

JALORETTO, C. **POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA**. Finanças Públicas- XIV Prêmio Tesouro Nacional-2009.

JÚNIOR, A, S, M. **NÃO-LINEARIDADE NA RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO**: o papel das expectativas e uma análise do Brasil. 2014. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

LOPREATO, F.L. **PROBLEMAS DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA**. Texto para discussão. I.E/ UNICAMP.n. 139, jan. 2008.

KEYNES, J. M. **TEORIA GERAL DO EMPREGO, JURO E DA MOEDA**. (KEYNES, 1936). Editora Nova Cultural Ltda. Rua Paes Leme, nº 524 - 10º andar. São Paulo, 1995.

KRUGMAN, P. R. **Currencies and Crises**. Cambridge: MIT Press, 1992.

KRUGMAN, P. **INTRODUÇÃO À ECONOMIA**. Tradução: Helga Hoffman. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

KRUGMAN, P; WELLS, R. **Macroeconomia**. 2ª edição. Ed. Campus Elsevier. 2014.

KRUGMAN, P; WELLS, R. **Macroeconomia**. 3ª edição. Ed. Campus Elsevier. 2015.

MANKIWI, N, G. **Princípios de macroeconomia**. Tradução: Allan Vidigal Hastings. – São Paulo: Cenage Learning, 2009.

MANKIWI, N, G. **MACROECONOMIA**. Tradução: Ana Beatriz Rodrigues. – 8.ed. – Rio de Janeiro: LTC, 2015.

**Manual de macroeconomia: nível básico e nível intermediário** / Luiz Martins Lopes, Marco Sandoval de Vasconcellos (organizadores) – 2. Ed. – 10. Reimpr. – São Paulo: Atlas, 2008.

MARQUES, P. M; ATHAYDE, D. R. **NOÇÕES SOBRE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**. Leitura complementar. ENAP, 2018.

MENDONÇA, F. **A dívida pública brasileira**. Equipe técnica: Consultor Legislativo César Costa Alves de Mattos, coordenador, Consultor Legislativo Alberto Pinheiro de Queiroz Filho, Consultor Legislativo Edilberto Carlos Pontes Lima. – Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2005.

MENDES, M. J. **A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Tesouro – Banco Central**. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, fevereiro/2016 (Texto para Discussão nº 189). Disponível em: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos). Acesso em 23 de fevereiro de 2016.

MEURER, R; MOURA, G, V; NUNES, M, S. **O VENCIMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA CAMBIAL INFLUENCIA A TAXA DE CÂMBIO?** Um estudo econométrico para o

Brasil no período 2003-2004. *Economia Aplicada*. São Paulo, V.11, N.1, P.55-72, janeiro-março, 2007.

MCKINNON, R. **An international standard for monetary stabilization**. Washington: Institute for International Economics, 1984.

OLIVIER, B. **Macroeconomia**. - 3ª Edição. Tradução: Mônica Rosemberg; Revisão Técnica: Eliezer Diniz, Aglas Watson Barrera; São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004.

OLIVEIRA, F. A. **Economia e política das finanças públicas no Brasil: um guia de leitura**. Editora HUCITEC. São Paulo. p.244, 2012.

PAULANI, L. M; BRAGA, M. B. **A NOVA CONTABILIDADE SOCIAL: uma introdução à macroeconomia**. – 4. Ed. Ver. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2012.

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.

PASTORE, A, C. **DÉFICIT PÚBLICO, A SUSTENTABILIDADE DO CRESCIMENTO DAS DÍVIDAS INTERNA E EXTERNA, SENHORIAGEM E INFLAÇÃO: uma análise do regime monetário brasileiro**. *Revista de Econometria*. V.14, nº 2, p.177-234. Novembro de 1994/ março de 1995. Rio de Janeiro.

PEDRAS, G. B. V. **HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: de 1964 até os dias atuais**. – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

PELLEGRINI, J. A. **AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL**. Estudo Especial. IFI. Brasília, 2017.

PELLEGRINI, J. A. **OS EFEITOS FISCAIS DO USO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS**. Nota Técnica Nº 20. IFI. Brasília, 2018.

PINTO, V. **IMPACTO DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A TRAJETÓRIA DA DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL**. Nota Técnica. - Instituto Brasileiro de Economia-IBRE. 2015.

REZENDE, F, A. **FINANÇAS PÚBLICAS**. – 2. Ed. – 4. Reimpr. – São Paulo: Atlas, 2006.

SACHS, D, J; LARRAIN, F, B. **Macroeconomia**. Tradução: Sara R. Gedank; Revisão Técnica: Roberto Luís Troster. – São Paulo: Makron Books, 1995.

SACHSIDA, A; CARLUCCI, F. N. **DÍVIDA PÚBLICA AFETA VARIÁVEIS REAIS? Um teste alternativo da equivalência Ricardiana por meio de teste de superexogeneidade em séries simuladas**. Texto para discussão. IPEA, Brasília, agosto de 2010.

SALTO, F. S. **DÍVIDA BRUTA: evolução e projeções**. Estudo Especial. IFI, 2018.

SALTO, F. S; BARROS, G. L. **DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**: Diagnóstico e perspectivas. São Paulo: Blucher, 2018.

SILVA, A, C; DE CARVALHO, L, O; DE MEDEIROS, O, L. **A DÍVIDA PÚBLICA**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, A. C; ALVES, L. F. **PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL**. – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009;

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL-STN.RELATÓRIO ANUAL DO TESOURO NACIOANAL. **Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**. Brasília, 2019.

SINNOTT, Emily; NASH, John; TORRE, Augusto de La. **Recursos naturais na América Latina: Indo além das altas e baixas**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

TESOURO NACIOANAL. **RELACIONAMENTO ENTRE A AUTORIDADE FISCAL E AUTORIDADE MONETÁRIA**: a experiência internacional e o caso brasileiro. Brasília, 2013.

TURNER, Philip. **BOND MARKET IN EMERGING ECONOMIES**: an overview os policy issues.BIS paper, n.11.2002.

VALLE, P. F.*et al.* **RELACIONAMENTO ENTRE A AUTORIDADE FISCAL E AUTORIDADE MONETÁRIA**: a experiência internacional e o caso brasileiro. Secretaria do Tesouro Nacional-STN, 2016.

WICKSELL, Knut. **LIÇÕES DE ECONOMIA POLÍTICA**. Tradução: Maria Beatriz de Albuquerque David. – 2. Ed. – São Paulo: Nova Cultura, 1988. (Os economistas).

WORLD BANK. **Global Economic Prospects 2009**: Commodities at the Crossroads. Washington DC, 2008.

Disponível: em:  
[https://www.bussoladoinvestidor.com.br/abc\\_do\\_investidor/fundo\\_mutuo\\_de\\_acoes/](https://www.bussoladoinvestidor.com.br/abc_do_investidor/fundo_mutuo_de_acoes/).  
Acesso em: 09 de maio.2019. Hora: 17h37min

Disponível: em:  
[https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/funcionamento\\_mercado/mercado\\_primario.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html). Acesso em: 10 de novembro. 2019. Hora: 22h55min

**ANEXOS**

## QUADRO A – Dívida Líquida e Bruta do Governo Geral

Discriminação	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	
Dívida líquida e bruta do governo geral <sup>(1)</sup> (R\$ milhões)																							
Metodologia utilizada a partir de 2008																							
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	1 120 053	1 211 762	1 168 238	1 362 711	1 475 820	1 508 547	1 560 083	1 626 335	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147	1 883 147
Dívida líquida do governo geral <sup>(B=C+FH+J)</sup>	1 091 255	1 181 418	1 175 203	1 378 129	1 495 285	1 536 154	1 581 281	1 660 187	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773	1 915 773
Dívida bruta do governo geral <sup>(C=D+E)</sup>	1 336 645	1 542 852	1 740 888	1 973 424	2 011 522	2 243 604	2 583 946	2 747 997	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449	3 252 449
Dívida interna (D)	1 186 058	1 388 801	1 533 984	1 764 659	1 735 354	1 949 424	2 225 121	2 289 776	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420	2 671 420
Dívida mobiliária em mercado <sup>(F)</sup>	1 073 652	1 167 028	1 174 839	1 271 937	1 402 679	1 560 835	1 641 581	1 681 566	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348	1 749 348
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional <sup>(G)</sup>	1 070 187	1 161 948	1 183 098	1 284 516	1 423 948	1 583 538	1 675 271	1 708 783	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961	1 781 961
Títulos sob custódia do FGE <sup>(H)</sup>	0	0	0	0	2 654	2 691	5 620	5 654	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668
Dívidas securitizadas e TDA	23 309	25 636	19 832	16 575	13 221	13 727	11 673	10 782	9 917	10 165	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609	10 609
Aplic. de entidades da adm. federal <sup>(I)</sup>	- 11 575	- 13 864	- 21 769	- 24 380	- 28 231	- 32 264	- 39 058	- 31 816	- 36 551	- 35 355	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106	- 37 106
Aplicações dos governos subnacionais	- 8 268	- 6 692	- 6 322	- 4 773	- 3 606	- 1 476	- 684	- 528	- 310	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33	- 33
Operações compromissadas do Bacen <sup>(J)</sup>	77 367	187 416	325 155	454 710	288 666	341 878	523 995	528 734	809 063	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280	913 280
Dívida bancária do Governo federal	2 090	2 216	2 103	2 262	4 405	6 879	9 550	10 702	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422	12 422
Dívida assumida pela União Lei nº 8.727	23 585	22 194	20 358	17 630	14 588	10 136	5 930	1 687	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida mobiliária dos governos estaduais	135	151	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida bancária - governos estaduais	6 339	6 425	7 276	12 546	18 932	22 035	34 187	55 395	85 801	106 753	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951	118 951
Outras dívidas estaduais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida mobiliária dos governos municipais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida bancária - governos municipais	2 890	3 371	4 253	5 574	6 085	7 660	9 878	11 692	14 788	18 760	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700	23 700
<b>Dívida externa (E)</b>	<b>150 587</b>	<b>154 051</b>	<b>206 904</b>	<b>208 765</b>	<b>276 168</b>	<b>294 180</b>	<b>358 826</b>	<b>458 220</b>	<b>581 028</b>	<b>732 763</b>	<b>631 308</b>												
Governo federal	136 108	141 719	188 349	192 318	254 275	265 854	317 237	398 619	498 699	606 892	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974	522 974
Títulos de div. negociados no mercado doméstico <sup>(K)</sup>	0	37 286	61 893	97 325	166 771	185 795	229 765	308 561	391 734	470 352	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172	403 172
Demais	136 108	104 433	126 456	94 993	87 503	80 059	87 471	90 058	106 965	136 540	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802	119 802
Governos estaduais	12 545	10 641	16 054	14 440	18 904	23 724	36 147	52 623	74 174	113 749	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603	97 603
Governos municipais	1 934	1 691	2 500	2 007	2 989	4 601	5 442	6 978	8 156	12 122	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732	10 732
<b>Créditos do governo geral (F=G+H)</b>	<b>- 465 221</b>	<b>- 533 018</b>	<b>- 563 425</b>	<b>- 830 612</b>	<b>- 979 408</b>	<b>- 1 128 444</b>	<b>- 1 395 198</b>	<b>- 1 512 226</b>	<b>- 1 579 880</b>	<b>- 1 917 603</b>	<b>- 2 014 787</b>												
<b>Créditos internos (G)</b>	<b>- 465 221</b>	<b>- 533 018</b>	<b>- 563 425</b>	<b>- 830 612</b>	<b>- 979 408</b>	<b>- 1 127 901</b>	<b>- 1 394 242</b>	<b>- 1 511 717</b>	<b>- 1 579 502</b>	<b>- 1 917 498</b>	<b>- 2 014 714</b>												
Disponibilidades do governo geral	- 247 406	- 305 568	- 292 507	- 445 177	- 451 320	- 529 644	- 683 387	- 727 586	- 674 269	- 944 828	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344	- 1 096 344
Aplic da Previdência Social	- 231	- 284	- 1 307	- 58	- 1 579	- 642	- 448	- 206	- 216	- 245	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261	- 261
Arrecadação a recolher	- 1 204	- 1 011	- 1 639	- 1 767	- 2 035	- 1 940	- 2 612	- 3 802	- 2 384	- 5 416	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612	- 3 612
Depósitos à vista (inclui ag descentral)	- 5 528	- 7 072	- 8 351	- 7 746	- 7 517	- 8 349	- 9 664	- 8 145	- 10 869	- 9 853	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498	- 9 498
Disponibilidades do governo federal no Bacen	- 226 047	- 275 843	- 256 217	- 406 354	- 404 516	- 475 622	- 620 401	- 655 965	- 605 921	- 881 932	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822	- 1 039 822
Aplicações na rede bancária (estadual)	- 14 396	- 21 358	- 25 993	- 29 252	- 35 673	- 43 091	- 50 262	- 59 468	- 54 880	- 47 383	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151	- 43 151
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	- 12 343	- 14 150	- 43 067	- 144 787	- 256 602	- 319 147	- 406 933	- 466 925	- 545 610	- 567 434	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565	- 476 565
Instrumentos híbridos de capital e dívida	- 2 389	- 7 504	- 7 633	- 15 550	- 19 879	- 16 922	- 35 260	- 53 912	- 57 748	- 52 920	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907	- 46 907
Créditos junto ao BNDES	- 9 953	- 6 645	- 35 454	- 129 237	- 236 723	- 302 225	- 371 673	- 413 012	- 487 862	- 514 515	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658	- 429 658
Aplicações em fundos e programas	- 50 294	- 54 790	- 61 700	- 73 851	- 95 910	- 99 658	- 113 313	- 116 190	- 136 312	- 154 216	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402	- 178 402
Créditos junto às estatais	- 20 041	- 18 805	- 18 977	- 16 518	- 15 274	- 11 824	- 9 927	- 8 121	- 7 454	- 7 769	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202	- 7 202
Demais créditos do governo federal	- 12 487	- 11 289	- 10 974	- 10 249	- 13 634	- 10 119	- 9 728	- 9 230	- 13 679	- 16 573	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689	- 16 689
Recursos do FAT na rede bancária	- 122 650	- 128 417	- 136 181	- 140 030	- 146 360	- 157 509	- 170 954	- 183 665	- 202 178	- 226 677	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512	- 239 512
<b>Créditos externos (H)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<																		

**QUADRO B - Dívida Bruta do Governo Geral (%PIB) – 2006 a 2016/Dez**

DBGG	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida do Governo Federal	31.85	38.07	34.03	31.16	30.42	30.19	29.71	24.45	29.15	26.88	24.26	22.05	20.45	22.02	25.03	35.86
Dívida do Governo Estadual	15.46	17.33	16.18	15.63	14.08	13.15	11.91	11.56	10.51	9.97	9.25	9.16	9.06	9.54	11.01	10.95
Dívida do Governo Municipal	1.99	2.35	2.25	2.3	2.04	1.95	1.81	1.78	1.68	1.63	1.59	1.63	1.62	1.59	1.86	0.98
Operações Compromissadas						3.21	6.9	10.46	13.66	7.43	7.81	11.12	10.25	14.65	15.14	16.67

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

**QUADRO C - Operações Compromissadas em (%) na Composição da DBGG – 2006 a 2016.**

Operações Compromissadas em % na composição da DBGG	
Ano	( %)
2006	5.79
2007	12.15
2008	18.68
2009	23.04
2010	14.35
2011	15.24
2012	20.28
2013	19.24
2014	24.88
2015	23.25
2016	23.92

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaboração: Pelo autor.

### QUADRO D – Evolução das Reservas Internacionais e das Operações Compromissadas do BC (em milhões).

Evolução das reservas internacionais e das operações compromissadas do BC (em milhões)		
Ano	RI	OC
2006	85,839	32,122,589
2007	180,334	42,529,053
2008	193,783	60,087,187
2009	238,520	108,436,458
2010	288,575	70,571,027
2011	352,012	86,479,173
2012	373,147	153,542,176
2013	358,808	130,057,455
2014	363,551	193,888,763
2015	356,464	195,771,089
2016	365,016	174,991,822

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

### QUADRO E – Reservas acumuladas e dívidas assumidas para adquiri-las em milhões

Reservas acumuladas e Dívida assumida para adquiri-las em milhões		
Ano	RI	DBGG*
2006	85,839	1,336,644.90
2007	180,334	1,542,851.83
2008	193,783	1,740,887.81
2009	238,520	1,973,423.68
2010	288,575	2,011,521.66
2011	352,012	2,243,603.72
2012	373,147	2,583,946.35
2013	358,808	2,747,996.71
2014	363,551	3,252,448.55
2015	356,464	3,992,779.14
2016	365,016	4,378,486.39

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

-- DBGG\*: Dívida Bruta do Governo Geral - saldos em milhões - metodologia utilizada a partir de 2008.

### QUADRO F – Média geométrica das operações compromissadas nos últimos 12 meses

Média geométrica das operações compromissadas nos últimos 12 meses		
Mês/Ano	Média dos últimos 12 meses	No mês
dez/06	R\$ 28,773,474.78	R\$ 32,122,589.00
dez/07	R\$ 24,595,666.28	R\$ 42,529,053.00
dez/08	R\$ 59,302,704.03	R\$ 60,087,187.00
dez/09	R\$ 85,779,211.69	R\$ 108,436,458.00
dez/10	R\$ 88,913,516.62	R\$ 70,571,027.00
dez/11	R\$ 66,339,032.49	R\$ 86,479,173.00
dez/12	R\$ 142,046,772.90	R\$ 153,542,176.00
dez/13	R\$ 157,181,523.87	R\$ 130,057,455.00
dez/14	R\$ 158,079,521.82	R\$ 193,888,763.00
dez/15	R\$ 176,553,980.64	R\$ 195,771,089.00
31/12/2016	R\$ 207,107,930.69	R\$ 174,991,822.00

Fonte: Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

### QUADRO G – Composição da DBGG em % do PIB - Dez

Composição da DBGG em % do PIB - Dez			
Data	Dívida Interna	Operações Compromissadas	Dívida Externa
2006	46.0	3.2	6.2
2007	44.2	6.9	5.7
2008	38.8	10.5	6.7
2009	39.3	13.6	6.3
2010	37.3	7.4	7.1
2011	44.5	7.8	6.7
2012	35.3	10.9	7.5
2013	33	9.9	8.6
2014	32.2	14.0	10.1
2015	38.1	15.2	12.2
2016	43.1	16.7	10.1

Fonte: Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

**QUADRO H – Evolução da DBGG e DLSP (em % do PIB)**

Evolução da DBGG e da DLSP (em % do PIB)			
Data	DBGG	DLSP	Diferença
2006	55.5	46.5	9.0
2007	56.7	44.5	12.2
2008	56.0	37.6	18.4
2009	59.2	40.9	18.3
2010	51.8	38.0	13.8
2011	51.3	34.5	16.8
2012	53.7	32.2	21.5
2013	51.5	30.5	21.0
2014	56.3	32.6	23.7
2015	65.5	35.6	29.9
2016	69.9	46.2	23.7

**Fonte:** Banco Central do Brasil, 2019. Elaborado pelo autor.

**QUADRO I – Mercados emergentes e economias de renda média - Dívida Bruta do Governo Geral**

Mercados emergentes e economias de renda média: Dívida Bruta do Governo Geral, 2006 - 2016				
Data	DBGG - Brasil	Média das economias emergentes	Média das economias avançadas	América Latina
2006	65.8	38.6	74.7	47.9
2007	63.8	37.0	72.1	46.4
2008	61.9	35.1	78.9	46.5
2009	65.0	39.8	92.2	49.2
2010	63.0	39.1	98.6	48.3
2011	61.2	38.1	102.5	48
2012	63.5	38.4	106.8	48.3
2013	62.2	39.8	105.6	49.2
2014	65.2	41.9	105.4	52.6
2015	69.9	44.6	105.2	55.6
2016	74.5	46.3	105.4	57.2

**Fonte:** Fundo Monetário Internacional - FMI, 2015. Elaborado pelo autor.

### QUADRO J – Juros nominais – Detalhamento por item

Juros Nominais - Detalhamento por Item	R\$ milhões										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Dez										
<b>Dívida bruta do Governo Geral</b>	<b>15 488</b>	<b>15 895</b>	<b>17 680</b>	<b>17 282</b>	<b>21 519</b>	<b>22 904</b>	<b>23 319</b>	<b>21 948</b>	<b>31 580</b>	<b>43 054</b>	<b>43 310</b>
<b>Dívida interna</b>	<b>14 417</b>	<b>14 327</b>	<b>15 860</b>	<b>15 586</b>	<b>18 954</b>	<b>20 359</b>	<b>20 176</b>	<b>18 629</b>	<b>27 088</b>	<b>37 403</b>	<b>38 406</b>
Dívida mobiliária em mercado <sup>1/</sup>	12 619	12 204	11 606	11 435	15 606	14 999	16 244	15 417	17 586	25 329	24 549
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	12 666	12 251	11 813	11 566	15 849	15 265	16 785	15 777	17 343	25 788	25 147
Títulos sob custódia do FGE	0	0	0	0	- 29	- 35	- 60	- 44	- 47	- 41	- 55
Dívidas securitizadas e TDA	177	125	114	77	80	71	47	47	50	63	207
Aplic. de entidades da adm. Federal <sup>2/</sup>	- 136	- 115	- 250	- 174	- 260	- 289	- 524	- 359	243	- 480	- 750
Aplicações dos gov. subnacionais	- 89	- 57	- 71	- 35	- 34	- 14	- 4	- 4	- 3	- 1	0
Operações compromissadas do Bacen	1 305	1 687	3 765	3 656	2 822	3 465	3 324	2 411	8 514	10 579	12 315
Dívida bancária do Governo Federal	24	19	24	16	43	61	52	83	107	107	129
Dívida assumida pela União Lei nº 8.727	391	349	375	365	305	1 620	301	272	158	219	136
Dívida mobiliária dos governos estaduais <sup>3/</sup>	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida bancária dos governos estaduais	53	45	57	78	135	158	193	367	628	1 030	1 096
Outras dívidas estaduais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida mobiliária dos governos municipais <sup>4/</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dívida bancária dos governos municipais	24	23	33	36	44	56	62	78	94	139	180
<b>Dívida externa</b>	<b>1 071</b>	<b>1 568</b>	<b>1 820</b>	<b>1 696</b>	<b>2 565</b>	<b>2 545</b>	<b>3 143</b>	<b>3 319</b>	<b>4 492</b>	<b>5 651</b>	<b>4 904</b>
Governo federal	1 035	1 520	1 748	1 651	2 530	2 508	3 093	3 244	4 295	5 438	4 702
Tít. de div. negociados no merc. doméstico	0	374	606	940	1 787	1 796	2 373	2 834	3 731	4 337	4 290
Demais	1 035	1 146	1 142	710	743	712	720	410	564	1 101	411
Governos estaduais	32	43	65	40	30	31	41	64	183	191	180
Governos municipais	4	5	7	5	5	6	9	12	13	22	22

Fonte: Fundo Monetário Internacional-FMI, 2015. Elaborado pelo autor.