

UNICAMP

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**As operações compromissadas, a dominância do curto prazo
e a nova dinâmica da Dívida Pública Brasileira**

**Campinas
2021**

Thiago Buranello Gualda Fernandes

**As operações compromissadas, a dominância do curto prazo
e a nova dinâmica da Dívida Pública Brasileira**

Monografia apresentada à
Graduação do Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas como
requisito para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas, sob
orientação do Prof.º Dr. Guilherme Santos
Mello.

**Campinas
2021**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

F391o Fernandes, Thiago Buranello Gualda, 1992-
As operações compromissadas, a dominância do curto prazo e a nova
dinâmica da dívida pública brasileira / Thiago Buranello Gualda Fernandes. –
Campinas, SP : [s.n.], 2021.

Orientador: Guilherme Santos Mello.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de
Campinas, Instituto de Economia.

1. Ativos financeiros de renda fixa. 2. Dívida pública. 3. Títulos públicos. 4.
Taxas de juros. I. Mello, Guilherme Santos, 1983-. II. Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Guilherme Santos Mello [Orientador]

Lucas Azeredo da Silva Teixeira

Data de entrega do trabalho definitivo: 06-07-2021

Agradecimentos

Gostaria de agradecer primeiramente ao Prof. Dr. Guilherme Santos Mello, por me orientar no mais importante desafio de minha graduação. Seus ensinamentos, reflexões e análises foram primordiais para que as ideias pudessem ser representadas no texto a seguir. Sem sua ajuda, nada disso seria possível.

Os agradecimentos também são destinados a todos os funcionários do Instituto de Economia (IE) da UNICAMP que, de certa forma, tiveram influência durante minha jornada e foram sempre solícitos quando necessário.

Por último, mas não menos importante, agradeço aos meus familiares que sempre me incentivaram na busca de ser alguém melhor e de valorizar a oportunidade de poder estudar em uma universidade de referência internacional. Ser a primeira pessoa da família a estudar em uma universidade pública é motivo de orgulho e satisfação para mim.

Resumo

As operações compromissadas, instrumento de manipulação da taxa de juros e controle da liquidez da moeda na economia apresentaram expressivo aumento no período 2006-2018, impondo novos desafios para a administração da Dívida Pública Federal. As raízes do curtoprazismo inerente dos agentes e instituições financeiras têm sua origem na década de 80, período marcado por uma inflação galopante e de difícil controle, resultando na criação de mecanismos cada vez mais sofisticados para o controle da liquidez na economia. Entretanto, mesmo décadas depois, a acentuação da utilização dos mecanismos de curto prazo acabou por perpetuar a lógica de curto prazo e dificultar as tentativas de alongamento da dívida.

Palavras-chave

Operações compromissadas; dívida pública; títulos públicos

Abstract

The repurchase agreement (repo), an instrument for manipulating interest rates and controlling currency liquidity in the economy showed a significant increase in the 2006-2018 period, imposing new challenges for the Federal Public Debt Administration. The roots of the short-termism inherent in financial agents and institutions have their origins in the 1980s, a period marked by a rampant inflation, resulting in the increasingly sophisticated mechanisms for controlling liquidity in the economy. However, even decades later, the increased use of short-term mechanisms ended up perpetuating the short-term logic and making it difficult to extend debt.

Key-words

Repurchase agreement (repo); public debt; treasury bonds

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1: Dívida Pública, Política Monetária e Tesouro Nacional.....	3
Dívida Pública: conceitos	6
Sustentabilidade da Dívida.....	12
Selic e CDI	15
Política Monetária e atuação do Banco Central	19
<i>Open-market</i> e os <i>Dealers</i> Primários	22
Tipos de títulos	24
Compromissadas, Prazo Médio e Plano Anual de Financiamento (PAF)	25
Relação entre o Banco Central e Tesouro Nacional	29
Fatores Condicionantes da composição da Dívida Pública.....	36
Conta Única e resultado do BC	39
Capítulo 2: Evolução do mercado de títulos e história da Dívida Pública.	44
Década de 80 e o aprofundamento da lógica de curto prazo	49
Capítulo 3: Experiência Internacional e os depósitos remunerados no Brasil	60
Experiência Internacional	60
Conclusão	65
Referências Bibliográficas	67

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: DBGG - % PIB.....	8
Gráfico 2: DPFMi em poder do Banco Central.....	9
Gráfico 3: Evolução da carteira de títulos públicos do BCB.....	10
Gráfico 4: DPFMi em poder do Banco Central – LFTs (%).....	12
Gráfico 5: DPMFi com vencimento em até 2 anos e Prazo médio.....	13
Gráfico 6: Dívida Pública a vencer em 12 meses por indexador.....	14
Gráfico 7: Operações compromissadas - % do PIB.....	21
Gráfico 8: Prazo Médio x Estoque Compromissadas.....	26
Gráfico 9: Títulos Públicos Federais na carteira do Banco Central.....	29
Gráfico 10: Trajetórias médias de DBGG – em %.....	33
Gráfico 11: Reservas Internacionais Brasil – em R\$.....	35
Gráfico 12: Impacto monetário das operações do Banco Central: dados acumulados (% PIB).....	37
Gráfico 13: DBGG x Operações Compromissadas – (% do PIB)	38
Gráfico 14: Conta Unica e Dívida Mobiliária no Banco Central - % PIB.....	40
Gráfico 15: Dívida Mobiliária Federal Interna em relação ao PIB.....	47
Gráfico 16: Composição da DPMFI em poder do público (1971 – 1979).....	49
Gráfico 17: Composição da DPMFI em poder do público (1980 – 1985).....	51
Gráfico 18: Dívida/PIB (%).....	51
Gráfico 19: Atuação Bancos Centrais ao redor do mundo: utilização de títulos públicos.....	61
Gráfico 20: Permissão para emissão de títulos públicos.....	61
Gráfico 21: Taxa de Juros Banco Central Europeu (BCE).....	63

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição das carteiras dos fundos de investimento.....	10
Tabela 2: Composição das carteiras dos investidores institucionais.....	11
Tabela 3: <i>Dealers</i> mercado primário.....	24
Tabela 4: Balanço Patrimonial de Banco Central.....	30
Tabela 5: Exposição da DPMFi em poder do público e mercado aberto.....	36
Tabela 6: Saldo Líquido das compromissadas – em R\$ bilhões.....	36
Tabela 7: Fatores determinantes do saldo das operações compromissadas.....	37
Tabela 8: Transferências do Tesouro para o BNDES.....	39
Tabela 9: Haveres Financeiros em poder do público não-bancário.....	46
Tabela 10: Haveres financeiros em poder do público não bancário.....	50
Tabela 11: Tipos de títulos públicos em poder do público não-bancário.....	52
Tabela 12: Composição da DPMFI em poder do Público.....	55
Tabela 13: Composição da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio.....	55
Tabela 14: Composição da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio.....	56
Tabela 15: Composição da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio.....	57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Setor Público.....3

Figura 2 : Mecanismos de transmissão da Taxa Selic.....17

Introdução

O presente trabalho buscará analisar o processo de aumento da utilização das operações compromissadas pelo Banco Central do Brasil no período de 2006-2018 no controle da política monetária e como resposta à elevação da base monetária no período citado.

A gestão da base monetária via operações compromissadas realizadas pelo Banco Central enquanto autoridade monetária responsável pela administração da quantidade de moeda em circulação na economia, perpassa a gestão da política fiscal realizada pelo Tesouro Nacional, uma vez que os custos envolvidos na compra e venda de títulos em tão curto espaço de tempo acaba por impactar os resultados fiscais do Governo Federal, além de serem feitas com títulos públicos emitidos pelo tesouro.

O estudo terá como ponto de partida a definição conceitual dos mecanismos utilizados pelas autoridades, em especial o Banco Central e o Tesouro Nacional, no âmbito da gestão da política monetária e fiscal, respectivamente. Além disso, será esmiuçada a estruturação e operacionalização do *open-market*, os motivos da utilização das operações compromissadas e sua inserção dentro da política monetária realizada pelo Banco Central.

Ainda dentro do primeiro capítulo, serão discutidos os tipos e conceitos da dívida pública, formação da taxa de juros, papel do Banco Central e seu relacionamento com o Tesouro Nacional. Na continuação do capítulo 1, dados referentes às operações compromissadas, como nível de estoque, prazo médio e percentual indexado a taxas flutuantes sustentarão a ideia de manutenção e aprofundamento do curtoprazismo intrínseco do sistema econômico brasileiro.

No segundo capítulo, serão apresentados os fatos históricos que alavancaram o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, com destaque para a década de 80, fase em que se deu o início destas operações. A lógica de curto prazo instaurada nesse período atingira tamanha profundidade na maturidade e rentabilidade dos títulos, que uma possível reversão das expectativas dos agentes e dificuldades de alteração do perfil da Dívida Pública Federal coloca-se como ponto central da discussão.

As explicações do crescimento contínuo das operações compromissadas no período 2006-2017, bem como o grau de rigidez imposto à atuação do Banco Central, cuja atividade fora restringida com a Lei de Responsabilidade Fiscal, mostram as dificuldades monetárias e fiscais que tanto o Banco Central quanto o Tesouro Nacional enfrentaram desde sua promulgação.

No final do capítulo, se discutem algumas experiências internacionais e a forma de condução da política monetária, seja por títulos do Banco Central ou pelos do Tesouro, além de informações sobre os depósitos remunerados.

Os desafios da atuação e administração do grande volume das operações de curto prazo com títulos públicos, além de alternativas para a reversão da lógica de curto prazo e alteração do perfil da dívida pública tentarão engrandecer o debate acerca do tema, o qual amplamente debatido pelos economistas nos dias de hoje.

Capítulo 1: Dívida Pública, Política Monetária e Tesouro Nacional

A Dívida Pública Federal (DPF) refere-se a dívida contraída pelo Tesouro Nacional para financiar o déficit nominal do Governo Federal. Entretanto, dada sua complexidade, cabe destacar as principais diferenças entre os principais grupos que englobam a Dívida Pública Federal.

Primeiramente, temos que entender que o setor público abrange a administração direta, as autarquias e as fundações das três esferas de governo (federal, estadual e municipal) e suas respectivas empresas estatais (excluindo-se o Grupo Petrobrás e Eletrobrás) o Banco Central e o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS¹).

Figura 1: Setor Público



Fonte: Tesouro Nacional

¹ Com a Resolução nº 3647 de 26/11/2008, a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) e suas subsidiárias foram excluídas das estatísticas fiscais a partir de maio de 2009. Em outubro de 2010, a Eletrobras deixou de ser computada nos dados fiscais também.

Dentro das possibilidades de consolidação dos dados fiscais, a Dívida Pública Federal também é classificada quanto à forma utilizada para o endividamento e a moeda no qual ocorrem os fluxos de recebimento e pagamento da dívida, como forma de separar as finanças para melhor compreensão do quadro fiscal brasileiro.

Quando a DPF é financiada pela emissão de títulos públicos, esta é denominada como mobiliária e, por outro lado, quando realizada com organismos multilaterais, como o Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento, agências governamentais e bancos privados, a dívida é classificada como contratual. No que concerne a esta última classificação, seu financiamento ocorre via assinatura de contratos, com a definição de volume, prazo, custos, estrutura de pagamento de juros e amortizações, abrangidos pela dívida externa e utilizados para o financiamento de projetos específicos.

Em relação aos fluxos de recebimento, quando estes são realizados em real, a dívida é interna. Quando os fluxos são realizados por moeda estrangeira, com predominância do dólar e, em seguida pelo euro, a dívida é externa.

Mais especificamente sobre o prazo, o planejamento estratégico da DPF é dividido em três fases:

- Estrutura desejada no longo prazo (*benchmark*)
- Planejamento de médio prazo (transição)
- Elaboração, divulgação e execução da estratégia de curto prazo, através do Plano Anual de Financiamento

Na consolidação de uma estrutura bem definida no que tange o planejamento estratégico da dívida, certos riscos são levados em consideração, uma vez que o objetivo estabelecido para a gestão da Dívida Pública Federal é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento a longo prazo.

O processo de planejamento estratégico também passa pela análise do conjunto de riscos envolvidos na execução das diretrizes e oscilações dos preços macroeconômicos (câmbio, juros e inflação), bem como das especificidades econômicas do país e da busca de aperfeiçoamento do mercado de títulos públicos.

Dentre os riscos monitorados, destacam-se cinco de maior relevância, segundo a Secretaria do Tesouro Nacional:

- **Risco de Refinanciamento:** caracterizado pela possibilidade de custos mais elevados no refinanciamento de curto prazo, ou mesmo de impossibilidade de refinanciamento, dado um perfil de maturação da dívida mais curtoprazista e que será abordado mais a frente em relação às operações compromissadas
- **Risco de Mercado:** relacionado a oscilações na taxa de juros, estrutura a termo da taxa de juros, câmbio e inflação
- **Risco Estratégico:** possibilidade de uma estratégia não atingir seus objetivos, como aqueles definidos no Plano Anual de Financiamento
- **Risco Operacional:** riscos relacionados a possibilidade de falhas causadas por pessoas, processos internos ou sistemas, como por exemplo uma interrupção no fornecimento de energia inviabilizando a venda de títulos públicos no leilão
- **Risco Legal:** decorre da possibilidade de que os limites legais para os indicadores da dívida não sejam respeitados.

Além de todos os riscos envolvidos e da governança estratégica, a transparência na divulgação dos dados é essencial para viabilizar a credibilidade do Tesouro Nacional, reduzir assimetrias de informações, balizar as expectativas dos agentes e assegurar o acompanhamento das informações e metas estabelecidas.

Dívida Pública: conceitos

Na busca de aproximação dos padrões internacionais de mensuração da dívida pública, buscou-se adotar o conceito de governo geral, aquele que abrange as administrações diretas federal, estaduais e municipais, bem como o sistema público de previdência social.

Dentro dessa abrangência mais ampla, algumas subdivisões são importantes para caracterizarmos melhor o perfil e evolução histórica da Dívida Pública Federal².

Dívida Líquida do Setor Público

Corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro (corresponde as empresas públicas, exceto bancos, distribuidoras de títulos e demais companhias com permissão para atuar no mercado brasileiro) e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado) e o resto do mundo. Nesse indicador, consideram-se os ativos e passivos do Banco Central, incluindo a base monetária. No comparativo internacional, o Brasil considera os ativos e passivos do Banco Central, bem como as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo).

Trata-se do indicador mais abrangente quando se busca avaliar o endividamento do setor público e sua necessidade de financiamento, pois considera em seu passivo as dívidas, interna e externa (mobiliária), em conjunto com a Dívida Pública Federal, a base monetária e as operações compromissadas que serão abordados mais adiante.

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)

Abrange todos os débitos de responsabilidade do Governo Federal, estaduais, municipais, junto ao setor privado, ao setor público não financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, levando em consideração seu impacto na dívida do Tesouro Nacional e garantindo maior realismo fiscal aos indicadores de endividamento do governo.

² SILVA, Anderson Caputo et al. **Dívida Pública: A experiência brasileira**. Brasília: Tesouro Nacional, 2009. 465 p.

A estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral é a seguinte:

- a -) Dívida Mobiliária do Governo Federal, em mercado:
 - 1. (-) Aplicações da Previdência em títulos públicos;
 - 2. (-) Aplicações de fundos federais em títulos públicos;
 - 3. (-) Aplicações dos estados e municípios em títulos públicos;
- b -) Operações compromissadas;
- c -) Dívida bancária do Governo Federal e dos governos estaduais e municipais;
- d -) Dívida assumida pela União – Lei nº 8.727/1993;
- e -) Dívida externa bruta do Governo Federal, dos estados e municípios.

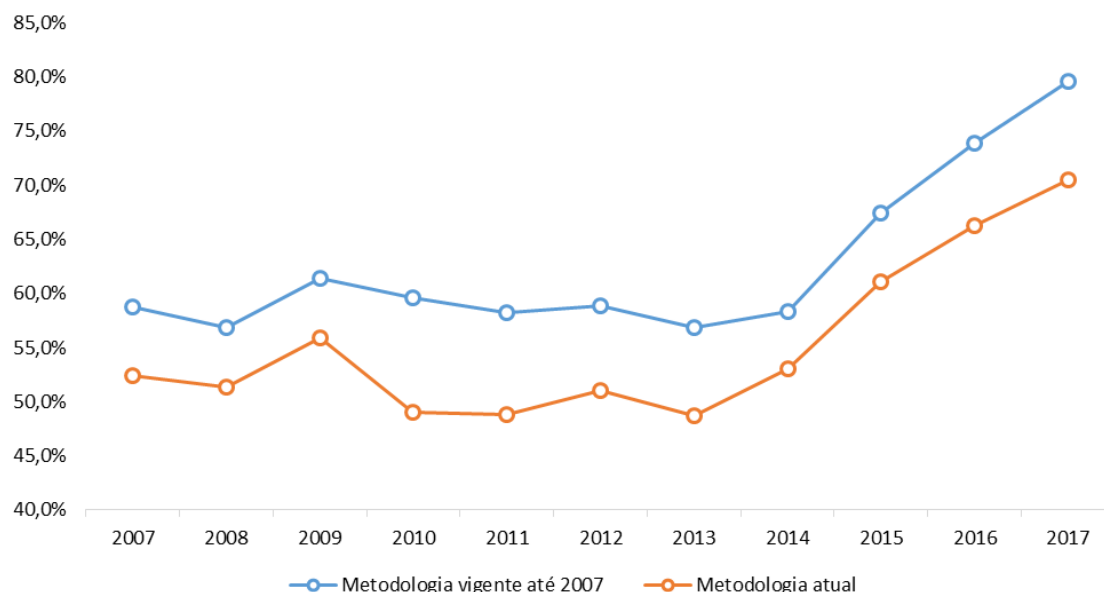
Entretanto, levando em consideração que o Banco Central (BCB) pode receber títulos diretamente do Tesouro Nacional para a execução da política monetária, a partir de 2008, o conceito de DBGG foi alterado. Anteriormente, considerava-se a totalidade dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e o total de títulos públicos existentes na carteira do BACEN no cômputo da dívida mobiliária. Com a alteração, passou-se a considerar, os títulos do Tesouro Nacional e os utilizados pelo BCB nas operações compromissadas, ou seja, os títulos na carteira do BACEN, mas não utilizados nas operações de política monetária deixaram de ser abrangidos pela nova metodologia. Entretanto, para efeitos de transparência, os dados de ambas as metodologias continuam a ser divulgados.

Segundo a Nota Técnica de fevereiro de 2008³, havia distinção entre os títulos utilizados para cobrir déficits fiscais e os que atuam via política monetária. A partir de 2001, com a Lei de Responsabilidade Fiscal, o Banco Central não pode mais emitir títulos. Com isso, a recomposição da carteira do BACEN deveria ser por títulos do Tesouro, o que fez com que entre 2000 e 2003, a DBGG aumenta-se 7,8 p.p. do PIB.

Com a exclusão dos títulos em carteira do Banco Central, a apuração do indicador da dívida pública melhora e, com a inclusão apenas das compromissadas, há uma maior aderência à real situação patrimonial do setor público, pois no conceito da dívida, considera-se apenas os títulos em poder do mercado.

3

Banco Central do Brasil (2008). *Nota para a imprensa: Anexo 1: Nota Técnica*.

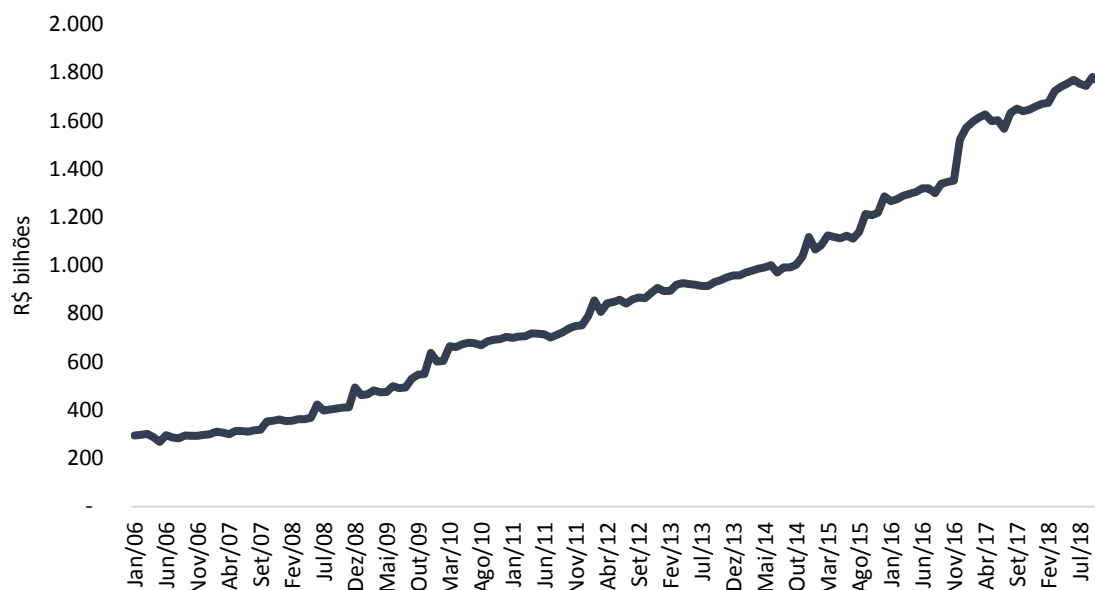
Gráfico 1: DBGG - % PIB

Fonte: Banco Central

A alteração da metodologia utilizada buscou melhorar o acompanhamento da situação fiscal do governo e, portanto, passou a incorporar os títulos em posse do mercado. Os títulos em posse do BACEN não denotam impacto fiscal imediato, ou seja, são contabilizados somente quando da sua utilização para o controle de liquidez.

A análise da relação DBGG/PIB apresentou trajetórias distintas no período em questão. Período este no qual ocorreu a mudança (2008) na forma de cálculo da DBGG, com a inclusão dos títulos em poder do mercado, e não mais aqueles que constavam também na carteira do BACEN. Pelo gráfico, verificamos estabilidade entre 2007-2013 e reversão do movimento estável a partir de 2014, fruto dos recorrentes resultados deficitários e do baixo crescimento do PIB, processo este acentuado pelo quadro recessivo iniciado em 2015. No período 2007-2012, a trajetória da DBGG/PIB foi favorecida por um menor custo financeiro da dívida e pelo crescimento nominal do PIB.

Como pode ser observado pelo gráfico abaixo, no período em análise, houve aumento de 600% no volume de títulos em posse do Banco Central, o que impacta profundamente qualquer tentativa de uma administração mais controlada no que se refere a obtenção de superávits.

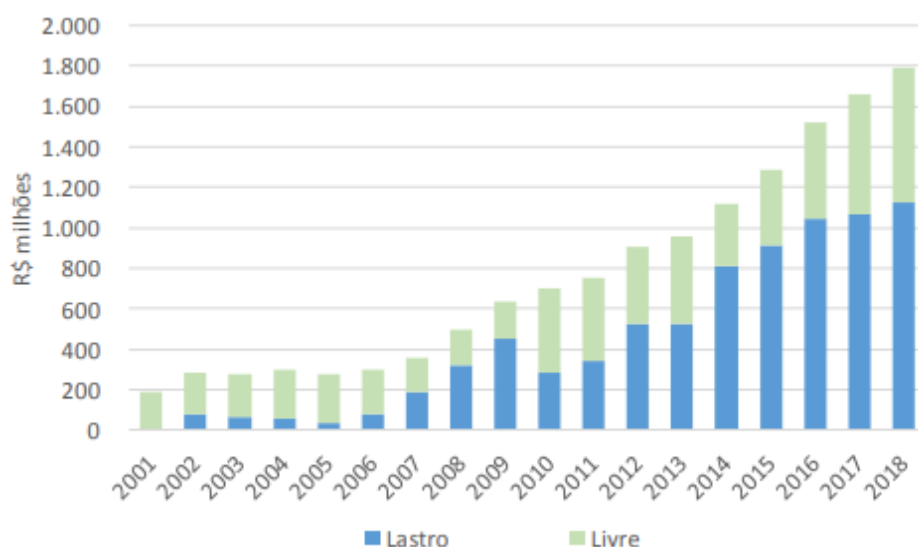
Gráfico 2: DPFMi em poder do Banco Central

Fonte: Banco Central

Tamanha emissão, entretanto, é fruto da atuação ativa do Banco Central em controlar a liquidez da economia, via venda de títulos aos bancos e instituições financeiras, com promessa de recompra no curto prazo. Outra forma que as compromissadas são utilizadas é quando o Banco Central apresenta resultado negativo na variação cambial das reservas. Neste caso, o Tesouro transfere títulos para a carteira do BC. Quando o resultado é positivo, o Banco Central utilizará este saldo para constituição de reservas, para que o restante seja repassado ao Tesouro Nacional (BRASIL, 2019)⁴.

Conforme gráfico abaixo, pode-se observar que a carteira do BACEN apresentou crescimento do total de títulos lastreados. Este resultado acompanha a evolução das reservas internacionais, o que sugere que o BC atuou na esterilização das divisas adquiridas.

⁴ BRASIL. Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13820.htm>. Acesso: 28 de julho de 2020

Gráfico 3: Evolução da carteira de títulos públicos do BCB

Fonte: Relatório Anual do Tesouro Nacional, 2019

No governo Lula, houve o incremento das reservas internacionais devido ao aumento do saldo das transações correntes com o mercado externo e a entrada de divisas pela conta capital e financeira do Balanço de Pagamentos. Além disso, dada as fragilidades cambiais vividas nos anos 90, o Banco Central e o Tesouro Nacional recorreram ao mercado de câmbio para fortalecerem as reservas e fazerem frente à amortização da dívida externa.

Portanto, a partir do ano de 2006, observa-se o início da atuação do BACEN para esterilizar parte desta liquidez. A acumulação de reservas foi, de certa forma, financiada pelas operações compromissadas, o que prejudicou os indicadores da relação Dívida/PIB no período mais recente.

O reflexo desta nova dinâmica pode ser observado na composição das carteiras dos fundos de investimentos desde então:

Tabela 1: Composição das carteiras dos fundos de investimento

	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	dez-09	dez-10	dez-11	dez-12	dez-13	jun-14
Ações	11,2%	15,3%	21,7%	14,4%	17,6%	18,0%	14,7%	14,1%	13,9%	12,9%
Títulos da Dívida Pública	60,6%	54,8%	47,0%	41,5%	40,7%	39,9%	40,3%	40,4%	36,8%	35,1%
Operações Compromissadas	9,4%	11,3%	13,6%	19,1%	19,9%	20,5%	19,6%	21,1%	24,2%	26,4%
Outros	18,8%	18,6%	17,7%	25,0%	21,8%	21,6%	25,4%	24,4%	25,1%	25,6%

Fonte: Codemec (Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais)

Os investidores institucionais também buscaram compor seu portfólio de investimentos em ativos que assegurassem liquidez, juros reais e segurança, com destaque para as operações compromissadas e títulos da dívida pública.

Tabela 2: Composição das carteiras dos investidores institucionais

	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	dez-09	dez-10	dez-11	dez-12	dez-13	jun-14
Ações	227.588	335.706	510.203	311.608	446.522	490.939	425.261	46.057	429.571	396.109
Títulos da Dívida Pública	795.761	880.163	936.576	812.334	918.013	986.981	1.041.836	1.146.281	1.020.065	996.945
Operações Compromissadas	111.703	164.521	236.833	311.454	380.398	431.266	438.924	514.917	592.674	648.162
Outros	257.255	307.639	348.287	458.200	470.667	509.931	627.658	1.058.969	670.402	678.433

Fonte: Codemec (Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais)

No governo Dilma, em meados de 2012 e 2013, houve um novo arranjo no mercado financeiro com a redução da taxa de juros real, ocasionada pela redução gradual da taxa Selic para 7,25%. Com isso, os agentes foram forçados a buscarem rentabilidade igual ou superior em títulos de maior risco. Essa tomada de risco, seja por títulos privados ou públicos pré-fixados, acentuou o descontentamento de setores financeiros, bem como dos industriais, tendo em vista que parte da composição de seu caixa fica alocado em aplicações financeiras de alta liquidez. Para Lopreato,

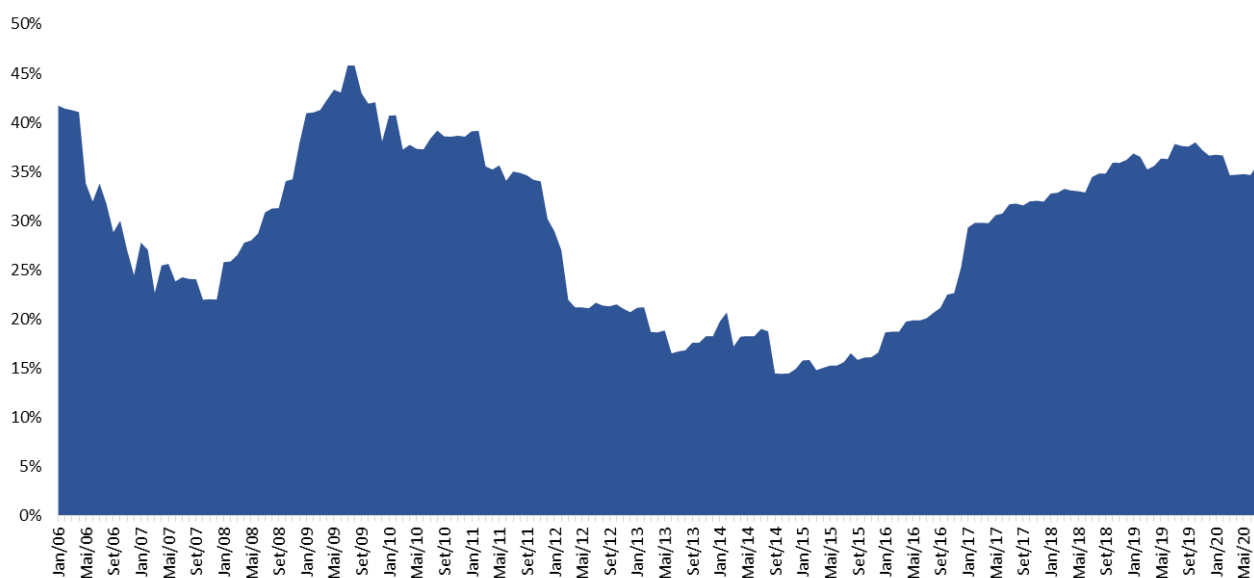
“A maior participação de títulos privados impactaria as condições de financiamento, mas, ao mesmo tempo, elevaria o risco de carregamento da carteira. O resultado possível estaria na maior aproximação do mercado brasileiro à realidade de outros países, cuja possibilidade de ganho está associada à assunção de risco, condição, em grande medida, ausente do cenário brasileiro.” (LOPREATO, 2018, p.28)

Portanto, a combinação de alta liquidez, rentabilidade e segurança dos títulos públicos, sofreu alterações profundas dentro da composição dos portfólios. Entretanto, mesmo diante desta nova dinâmica da dívida pública, as operações compromissadas continuaram ganhando força na posse das instituições financeiras e fundos de investimento.

Esta predominância dos títulos pós-fixados adiciona obstáculos para a convergência dos dados fiscais para o ideal definido nos planos estratégicos de gestão da dívida pública. Entretanto, como será abordado mais adiante, a especificidade do perfil da dívida possui raízes profundas e foi moldada nas últimas

décadas por diversos fatores, ocasionando em aprofundamento da capacidade de gestão e sustentabilidade no longo prazo.

Gráfico 4: DPFMi em poder do Banco Central – LFTs (%)



Fonte: Banco Central

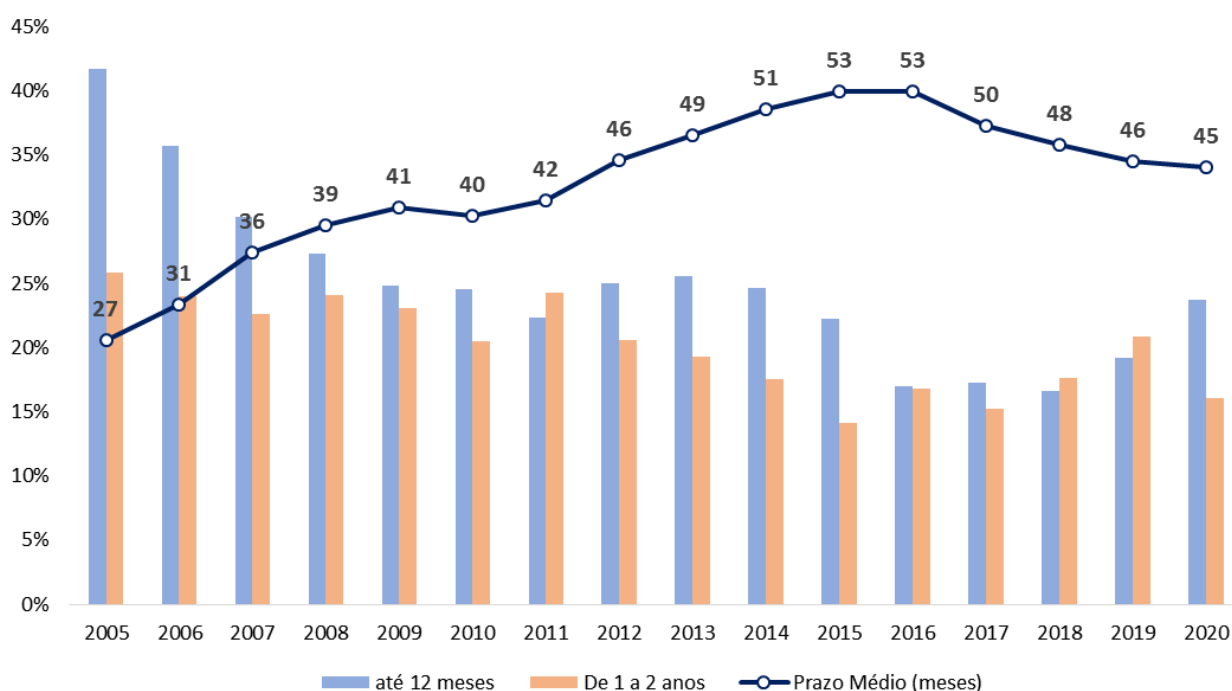
Sustentabilidade da Dívida

Os conceitos de sustentabilidade e solvência da dívida são muito importantes na ancoragem de expectativas com relação ao futuro econômico, pois determinam a forma de condução dos indicadores fiscais e monetários de tal forma que os preços macroeconômicos (juros, câmbio e inflação) sejam benignos ao processo de desenvolvimento da economia.

Com relação à solvência da dívida interna, considerando-se que o país emita sua própria moeda, sua situação torna-se mais “confortável”, pelo fato de que o pagamento é garantido pela emissão de moeda local. Entretanto, quando se trata da dívida externa, ou mesmo países dentro uma zona monetária específica, como a Zona do Euro, a solvência da dívida fica comprometida e pode acarretar em dificuldades de pagamento.

No que se refere à sustentabilidade, o horizonte é mais de longo prazo, caracterizado pela projeção da capacidade de pagamento futuro do governo. Uma vez que as projeções de crescimento da dívida se tornam inviáveis, a quebra das expectativas de solidez fiscal acarreta em revisão da carga tributária e, custos sociais, como congelamento de gastos, austeridade fiscal, necessidade de endividamento externo ou mesmo de expansão da base monetária e seus efeitos inflacionários.

Gráfico 5: DPMFi com vencimento em até 2 anos e Prazo médio



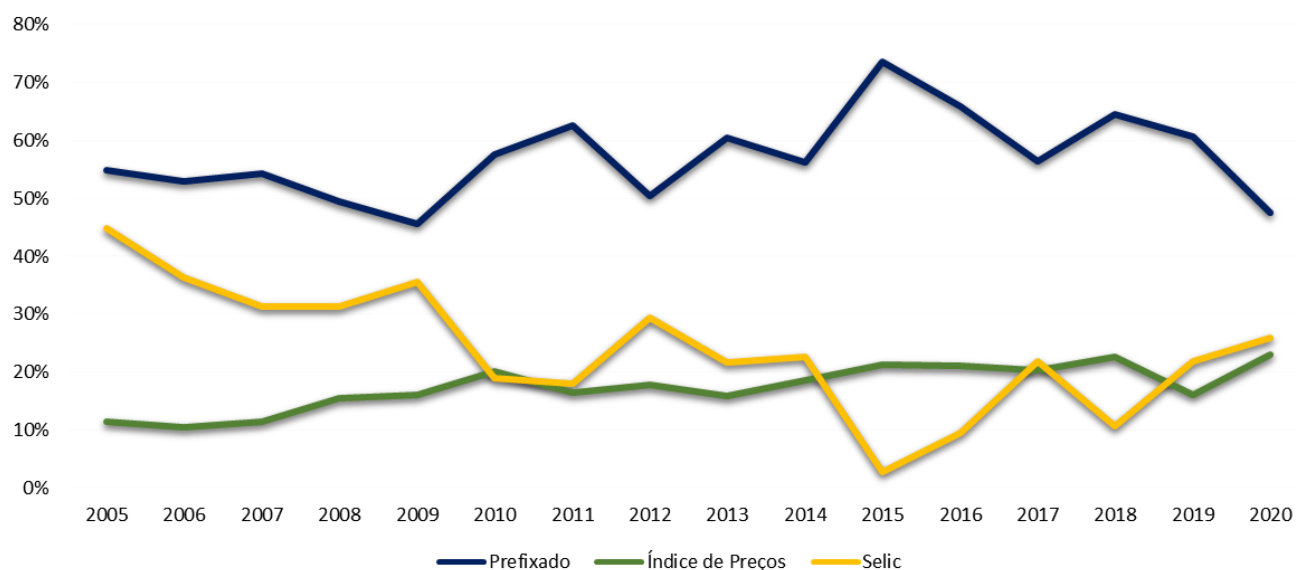
Fonte: Tesouro Nacional

Como observado no gráfico 5, a Dívida Pública Federal, segundo os dados históricos, possui período de vencimento mais expressivo nos próximos 2 anos. O peso de tamanha dívida, em torno de R\$ 1,6 trilhões, coloca muita pressão sobre a capacidade de pagamento do governo federal, com o prazo mais curto de maturação destes títulos. O cenário, portanto, deteriora as expectativas dos agentes com relação ao modelo adotado na gestão da dívida pública, a de juros altos com curto prazo de vencimento, cenário ideal para o capital especulativo.

Portanto, quanto maior for a participação da dívida de longo prazo na composição da Dívida Pública Federal, menor será o risco de refinanciamento da

mesma, diminuindo-se a necessidade de emissão de mais títulos para rolagem dos vencimentos. No gráfico seguinte, é apresentada a composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna por indexador para os títulos com vencimento nos próximos 12 meses.

Gráfico 6: Dívida Pública a vencer em 12 meses por indexador



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Conforme se observa no gráfico acima, a distribuição entre os indexadores dos títulos com vencimento em 12 meses apresentaram leve melhora nos últimos anos, com sua composição majoritária em títulos prefixados. Entretanto, o cenário de volatilidade das taxas de juros e o curtuprazismo dos títulos atrelados à Selic ainda impactam negativamente a rolagem da dívida. Segundo OLIVEIRA (2010), o fim do período de alta inflação não foi capaz de romper com a estrutura financeira instaurada em décadas passadas. Os agentes permaneceram com ativos altamente líquidos e rentáveis em seus portfólios, desestimulando a consolidação de um sistema financeiro voltado para o financiamento de longo prazo. Além disso, a tímida mudança no perfil dos títulos prefixados acaba por dificultar a melhora do perfil da dívida no médio e longo prazo.

Neste cenário de prazo de maturação mais curto, indexado à taxa de juros básica da economia, o papel do Banco Central em controlar os níveis de liquidez e manter a taxa de juros dentro da meta estabelecida é realizado junto aos *dealers* primários, ou seja, instituições que negociam direto com o Banco Central a compra e venda de títulos, chegando-se assim na taxa Selic.

Selic e CDI

No Sistema Financeiro Nacional, composto pelos órgãos normativos, supervisores e operacionais⁵, o papel do Banco Central é fundamental, considerando que o controle do nível de preços e da atividade econômica através da política monetária são essenciais para a manutenção do ritmo de crescimento econômico.

Segundo o Banco Central, “define-se a Taxa Selic⁶ como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais. Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação”. O Sistema Selic se refere à infraestrutura, administrada pelo Banco Central, destinada à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional (TN), além do registro e liquidação das operações com esses títulos. Esta infraestrutura do mercado financeiro brasileiro também engloba módulos complementares, como a Oferta Pública (Ofpub), Oferta a *Dealers*

⁵ Conselho Monetário como órgão normativo; Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (Susep) e Anbima como órgãos executivos; bancos comerciais, cooperativas de crédito, Caixas Econômicas, Bancos de investimento e Sociedades distribuidoras de títulos e valores imobiliários como órgãos operacionais.

⁶ “O Selic foi criado em 1979, destinando-se ao registro de títulos e de depósitos interfinanceiros. O Selic é o depositário dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e, além da responsabilidade pela custódia deles, processa as operações de emissão, resgate e o pagamento dos juros desses ativos. (...) O Selic é administrado pelo Banco Central do Brasil e é por ele operado em parceria com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais”. Mais informações podem ser encontradas em BERGER, Paulo Lamosa. Mercado de Renda Fixa no Brasil: Ênfase em Títulos Públicos. Rio de Janeiro: Interciência, 2015.

(Ofdealers), Lastro de Operações Compromissadas (Lastro) e Negociação eletrônica de títulos (Negociação).

Portanto, a Selic refere-se a taxa média ponderada das operações de financiamento de um dia (*overnight*), lastreadas em títulos públicos federais realizadas pelas instituições financeiras.

Os empréstimos interbancários são utilizados pelos bancos, como forma de evitarem que seu caixa chegue ao fim do dia com o nível de reservas inferior ao definido pelo Banco Central, nível este chamado de depósito compulsório.

O compulsório é um instrumento utilizado para garantir um mínimo de liquidez, diminuindo-se assim o risco de crédito (“calote”) ao ser transferido um percentual para o Banco Central de depósitos à vista, a prazo e de caderneta de poupança.

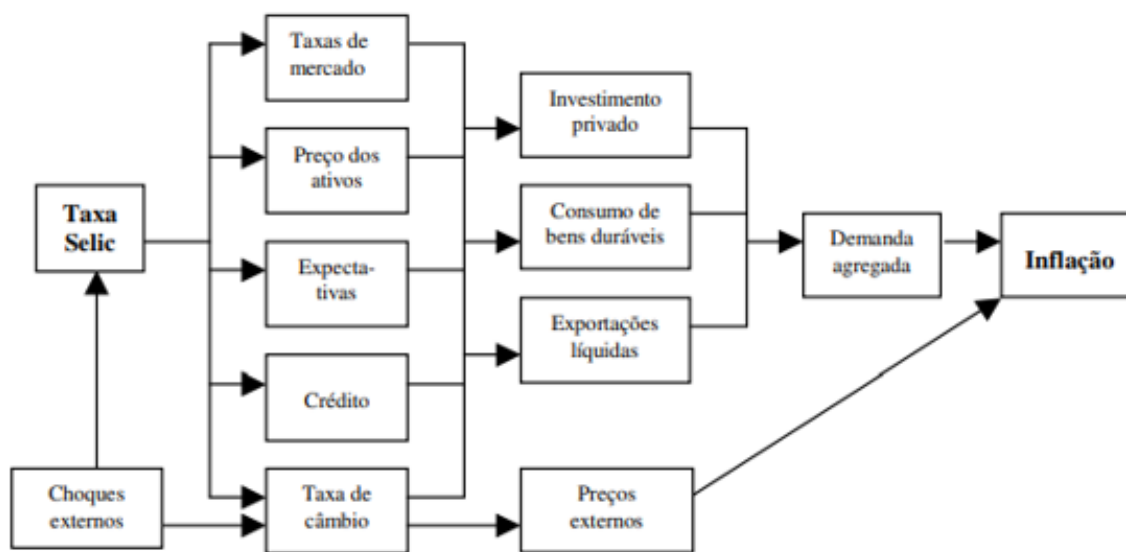
Para os depósitos à vista, o percentual passou de 60% em fevereiro de 2003, para 45% em agosto do mesmo ano. Em seguida, manteve-se certa estabilidade até atingir 25% em abril de 2018 e 21% em dezembro, permanecendo no mesmo nível desde então. Essa redução no período em questão tem o efeito expansionista sobre o multiplicador bancário. Portanto, os depósitos compulsórios atuam como uma reserva, com a finalidade de expandir ou arrefecer a quantidade de moeda escritural em circulação.

Logo, as operações interbancárias ocorrem entre duas instituições financeiras e, como forma de garantia, são utilizados títulos públicos, adquiridos pelos bancos junto ao Tesouro Nacional. Como o prazo destes empréstimos são normalmente de um dia (*overnight*), e lastreados em títulos públicos, tem-se, portanto, a formação da taxa de juros da economia, conhecido como Certificado de Depósito Interbancário (CDI).

A taxa Selic⁷ possui mecanismos de transmissão pela política monetária, conforme exemplificado no esquema a seguir.

⁷ O Selic (Sistema de Liquidação e Custódia) foi criado em 1979, destinando-se ao registro de títulos e de depósitos interfinanceiros. O Selic é o depositário dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e, além da responsabilidade pela custódia deles, processa as operações de emissão, resgate e o pagamento dos juros desses ativos. (...) O Selic é administrado pelo Banco Central do Brasil e é por ele operado em parceria com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais”. Mais informações podem ser encontradas em BERGER, Paulo Lamosa. **Mercado de Renda Fixa no Brasil: Ênfase em Títulos Públicos**. Rio de Janeiro: Interciência, 2015.

Figura 2 – Mecanismos de transmissão da Taxa Selic



Fonte: Banco Central (1999)

No que se refere as taxas de mercado, seus impactos sobre a economia real sob o viés keynesiano são o de contração ou expansão da demanda agregada, ou seja, o de que um aumento na preferência pela liquidez (procura por moeda), tende a elevar a taxa de curtíssimo prazo, tendo como consequência uma taxa de juros real superior à eficiência marginal do capital. Esta demanda pode ser do tipo precaução ou especulativa, ambas ligadas à incerteza. Como resultado, há uma redução do nível de investimento, produto e consequentemente, da inflação.

Para Keynes (1936, p.174), “Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo”. Esta taxa define o quanto líquido ou ilíquido o agente deseja ficar. Para o modelo criado pelo economista, haviam duas classes de ativos: moeda e títulos. Ao se remunerar os títulos com vencimento curto com prêmio de liquidez muito próximo da moeda, ocorreu um favorecimento do rentismo, já que os agentes preferem manter papéis do governo em detrimento da moeda, como forma de remuneração e perpetuação da riqueza financeira. Para Belluzzo e Almeida (1990), a “moeda indexada”, portanto, corresponderia aos passivos bancários de emissão por um dia que rendem a taxa *overnight* e cujo principal lastro é o título público, atualmente a LFT. Segundo os autores, a moeda indexada passa a se constituir na única forma de proteção do valor

da riqueza financeira. Ocorre que uma parcela expressiva do crescimento da dívida pública, em particular da DBGG, que será esmiuçada nos próximos tópicos, favoreceu o cenário de manutenção da dívida pública com curtíssimo prazo de vencimento, através das operações compromissadas realizadas pelo Banco Central junto aos bancos como forma de contrair a base monetária.

A taxa Selic-meta, definida pelo Copom, atua como balizador dos investimentos e das projeções dos empresários, equalizando os investimentos em títulos públicos ou em ativos financeiros. A elevada inflação das décadas de 80 e 90 levaram o Banco Central a manter as taxas de juros em níveis elevados, na comparação com outros países do mundo, favorecendo aqueles agentes que buscavam uma combinação de rentabilidade, segurança e elevada liquidez.

Segundo Lopreato:

“Os juros elevados e a alta liquidez do mercado monetário tornaram-se partes integrantes da dinâmica da economia brasileira e marcam as relações entre a política monetária, política fiscal e gestão da dívida pública, oferecendo aos investidores condições de conciliarem, sem risco, aplicações de curto prazo e alta rentabilidade.” (LOPREATO, 2018, Introdução).

O preço pelo dinheiro (taxa de juros) presente no Brasil, portanto, favoreceria o rentismo com todas as garantias que os investidores procuram. Esse comportamento nos remete às condições econômico-históricas presentes na década de 60, com o surgimento das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) e o desenvolvimento do mercado de dívida pública no Brasil⁸.

A manutenção do *status quo* de uma política de juros altos, favorecimento do capital financeiro-especulativo e perpetuação da riqueza financeira com os elevados níveis da taxa Selic e dos juros reais, são traços com diversas fontes de origem. Seja pela necessidade de financiamento do setor público, política cambial mais rígida ou mesmo controle inflacionário. Os juros reais elevados foram a alternativa para manter a atratividade dos títulos públicos ao longo das décadas.

Com relação aos preços dos ativos, as elevações na taxa de juros desvalorizam o preço dos títulos públicos, enquanto que a queda nos juros aumenta o preço dos

⁸ Inicialmente as ORTNs eram negociadas com prazo de 1 ano e subscritas nas agências do Banco do Brasil. Além de correção monetária também havia possibilidade de correção cambial. Na busca por maior racionalidade de uso dos recursos, dava-se preferência para títulos com vencimento em 120 dias.

mesmos. Com relação ao mercado acionário, juros elevados tendem a desestimular o apetite por risco.

Política Monetária e atuação do Banco Central

Por se tratar de uma variável que não é meramente fiscal, a Dívida Pública apresenta características monetário-financeiras, ou seja, ela também é fruto e consequência da atuação do Banco Central e do papel dos investidores estrangeiros, agências de *rating* e organismos multilaterais, que atuam de forma especulativa no cenário doméstico, exigindo prêmios de risco mais elevados para casos em que vislumbrem riscos de liquidez ou solvência⁹.

Logo, a atuação da autoridade monetária em utilizar os juros para combater o risco de insolvência fiscal possui características práticas pois, sua forma de atuar busca teoricamente manter isolamento do cenário fiscal, ou seja, a utilização de todo o instrumental disponível é voltada para a manutenção do poder de compra da moeda e estabilidade do sistema financeiro apenas. A relação entre a política fiscal e a monetária é chave para a sustentabilidade da dívida pública. Reduzir a Selic implica em menores gastos, entretanto, há uma pressão política para a manutenção dos juros elevados, mesmo diante de um quadro fiscal que apresente resiliência quando considerado um crescimento potencial do PIB e pagamento de juros da dívida. Para Bresser (1990), “Para cortar a despesa pública é necessária a colaboração de ministros e governadores; para aumentar impostos é essencial a participação do legislativo. Além disso, enquanto a política monetária é pelo menos aparentemente indiscriminada, a política fiscal geralmente atende ou prejudica interesses muito específicos. Em consequência, seus patrocinadores ou seus opositores são muito mais vocais, organizam-se em grupos de pressão de todos os tipos com muito maior facilidade”. Para o economista, os grupos de pressão atuam junto ao Estado para fazer valer seus interesses. Além disso, para Bresser, quando a dívida interna é financiada via emissão de moeda e resulta em inflação, tem-se a ideia de que a

⁹ Enquanto que a solvência representa a capacidade do governo de honrar com seus compromissos de forma integral, principalmente com relação a condição corrente de pagamento de um país, o risco de liquidez está associado ao cenário futuro da dívida, ou seja, como a dívida impactará a sociedade em cenários futuros. O texto completo está disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/tesouro-publica-analise-sobre-solvencia-e-sustentabilidade-da-divida-publica>

emissão de títulos públicos reduziria seu estoque. Entretanto, dada a lógica do *overnight*, tanto a emissão de moedas quanto a de títulos rebatem na inflação, agravando a falta de crédito do Estado, no que o autor chamou de “a dimensão psicossocial”, ou seja, a incapacidade de financiamento em prazos maiores do que o *overnight*¹⁰.

Dentro deste instrumental, além das compromissadas, dos depósitos compulsórios e da Selic, também podemos considerar os depósitos remunerados e a taxa de redesconto como forma de controle da base monetária. No caso da taxa de redesconto, quando utilizada a taxa de mercado mais uma taxa adicional, os bancos terão maiores dificuldades em realizar empréstimos, reduzindo a quantidade de moeda em circulação. Isso significa que dada a taxa Selic, o Banco Central controla, através das compromissadas, seu preço, não estoque. A demanda dos agentes que definirá o estoque e, o excesso ou falta é controlado pelos mecanismos de política monetária.

Segundo Bastos (2016, p.1), “a existência da dívida pública é um fato normal e legítimo, frequentemente positivo nas economias modernas”. “A relação dívida pública/PIB pode oscilar ao longo do ciclo econômico sem que, em si, isso seja motivo de alarme, a não ser que o alarmismo esconda uma agenda política, travestida como uma questão meramente técnica”.

No caso dos títulos públicos, estes são utilizados para a realização da política monetária, voltada para regular a liquidez no mercado financeiro com a venda ou recompra de títulos públicos e, assim, manter a taxa Selic na meta.

As ações do Banco Central tem como objetivo orientar os empréstimos interbancários para um custo próximo da Selic – meta para que a taxa de juros seja definida como ótima para manter os níveis de produto e inflação satisfatórios, através da atuação na liquidez dos bancos via política monetária. Entretanto, com o fim da emissão de títulos pelo BACEN com a Lei de Responsabilidade Fiscal¹¹ (LRF), sancionada em 2000, sua atuação ficou restrita à emissão pelo Tesouro Nacional, impactando diretamente na saúde fiscal do governo. Como haviam dois emissores

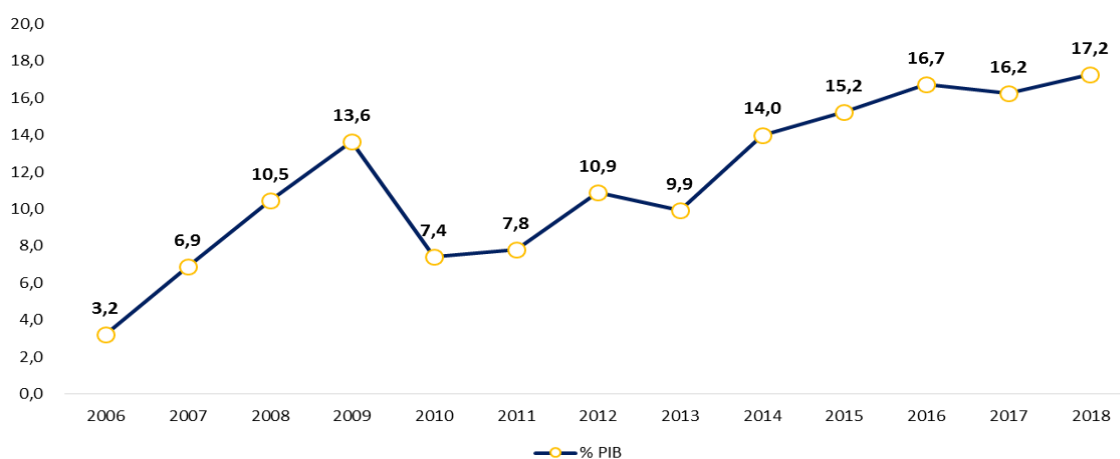
¹⁰ Para o autor, há uma dimensão de fluxo (déficit), estoque (dívida interna e externa) e psicossocial (prazo). In João Paulo dos Reis Velloso, org. *Dívida Externa e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990. Trabalho apresentado ao *Fórum Nacional: Ideias para a modernização do Brasil*, Rio de Janeiro, novembro 1988, p.29.

¹¹ A LRF buscou estabelecer normas para a gestão das finanças públicas e preservação da situação fiscal, temas que serão abordados mais a frente.

soberanos (Banco Central e Tesouro Nacional), a participação na cálculo da dívida era compartilhado. Com a promulgação da LRF, o ônus das emissões recai sobre o Tesouro Nacional, com o cômputo dos títulos em posse do mercado apenas, desconsiderando-se os títulos em custódia do Banco Central com a finalidade de execução da política monetária e que ainda não estão em posse do mercado.

As operações compromissadas, instrumento de controle da liquidez da economia através da venda (ou compra) de títulos do governo federal com garantia de recompra (ou revenda) em uma data futura, apresentaram expressivo aumento desde o ano de 2006. Foi neste ano que o Banco Central, através da Resolução Nº 3.339¹² (BRASIL, 2006), que regulamenta as normas que disciplinam as operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa, passou a ser o responsável direto pelo gerenciamento do sistema de negociação de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional com as operações compromissadas, utilizando-se, portanto, de sua carteira de títulos para reduzir ou expandir a base monetária através das operações de *open-market*.

Gráfico 7: Operações compromissadas - % do PIB



Fonte: Banco Central

¹²

BRASIL. (jan de 2006). Resolução n. 3.339, de 26 de jan. de 2006. Operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa.

Open-market e os Dealers Primários

O *open-market* caracteriza-se pela negociação de títulos entre o Banco Central e os bancos comerciais para controle do volume da oferta de moeda em circulação no país. O Tesouro Nacional é o responsável por realizar os leilões de oferta pública destes títulos, segundo o cronograma previamente divulgado, sendo que os principais títulos públicos são negociados aproximadamente 7 vezes ao mês com os *dealers* primários.

Para isso, foi selecionado um subgrupo exclusivo e credenciado a operar diretamente com o BACEN, que representaria as instituições mais importantes no mercado de títulos públicos, conhecidos como *market makers* (formadores de mercado). Em função de sua eficácia em repassar os impulsos monetários através dos leilões, o Banco Central intensificou sua atuação sobre os níveis de liquidez do sistema através das operações de *open market*.

As operações de mercado aberto são o principal instrumento na condução da política monetária. Isto ocorre pela eficiência limitada tanto do compulsório quanto do redesconto. O cálculo dos depósitos compulsórios e seu recolhimento apresentam uma defasagem, o que dificultaria a atuação do Banco Central. Com relação ao redesconto, são utilizados quando se trata de excesso de demanda, sendo o BACEN a entidade passiva nesta operação¹³.

O Banco Central, portanto, busca acompanhar a evolução diária da taxa de juros, oscilação esta que depende do saldo das “Reservas Bancárias”, componente do passivo do BACEN, de caráter obrigatório para: bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas. O passivo indica a liquidez do sistema e tem comportamento atrelado à:

- Demanda por moeda
- Operações cambiais
- Recolhimentos compulsórios e redesconto
- Operações do Tesouro Nacional.

¹³ Segundo a Norma Técnica nº 12 do Banco Central do Brasil, a defasagem entre o período do cálculo e recolhimento alteraria, de maneira retardada, o comportamento das taxas de juros. Além disso, os compulsórios e as operações de redesconto possuem efeitos apenas sobre instituições com carteira comercial.

Estas Reservas são similares às contas-correntes dos bancos junto ao Banco Central. A atuação do BACEN é intensificada quando ocorrem oscilações de curtíssimo prazo. Quando o mercado apresenta elevação do estoque (mercado líquido), a taxa de juros cai. Por outro lado, quando ocorre a redução do estoque e o mercado torna-se ilíquido, a taxa de juros sobe.

Além dos leilões formais, existem também os informais ou “go-around”. Dentro deste campo de atuação, ocorrem as intervenções defensivas, caracterizadas por manter o equilíbrio do mercado de reservas bancárias no curto e curtíssimo prazo. Dados os fenômenos sazonais ou de comportamento dos agentes, o Banco Central atua sobre o nível das Reservas Bancárias, neutralizando seus efeitos sobre a economia. Por outro lado, com relação aos leilões formais, apenas as instituições autorizadas podem atuar.

Este seleto grupo de instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional possuem o objetivo de promover o mercado de títulos públicos. O grupo é composto atualmente por 9 bancos e 3 corretoras ou distribuidoras independentes, sendo que a vigência desta categoria é de 6 meses e, aqueles com pior desempenho, segundo avaliação do Tesouro Nacional, são substituídas. Dentro dos pré-requisitos para a participação dentro desse grupo, destacam-se o de patrimônio de, pelo menos, R\$ 26.250.000,00 (vinte e seis milhões e duzentos e cinquenta mil reais) e a inexistência de restrições junto ao Banco Central ou Tesouro Nacional ¹⁴.

Atualmente, a lista de *dealers* primários é composta pelas seguintes instituições financeiras, grupo este com vigência até a data de 31/07/2020:

¹⁴ http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Portaria_90.pdf

Tabela 3: *Dealers* mercado primário

Instituições Financeiras	Classificação
Banco do Brasil S/A	Bancos
Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S A	
Banco Bradesco S A	
Banco BTG Pactual S A	
Banco Inv. Credit Suisse (Brasil)	
Banco Santander (Brasil) S A	
Caixa Econômica Federal/Mercado	
Goldman Sachs do BR Bco Múltiplo S A	
Itau Unibanco S A	
Renascença DTVM Ltda CL	
BGC Kiquidez DTVM Ltda	Corretoras ou Distribuidoras
XP Investimentos CCTVM S/A	

Fonte: Tesouro Nacional

Após a identificação dos participantes da negociação de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, vamos analisar de maneira mais detalhada os principais títulos negociados¹⁵.

Tipos de títulos

Títulos Prefixados

- Prefixado (**LTN**): rentabilidade definida na contratação.
- Prefixado com Juros Semestrais (**NTN-F**): rentabilidade definida na contratação, com o pagamento de juros a cada seis meses.

Títulos Pós-fixados

- Selic (**LFT**): taxa flutuante
- IPCA+ (**NTN-B Principal**): proporciona rentabilidade real, ou seja, a manutenção do poder de compra através da indexação do Índice de Preços ao Consumidor acrescido de uma taxa

¹⁵ <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tipos-de-tesouro.htm>

- IPCA+ com Juros Semestrais **(NTN-B)**: semelhante ao IPCA+, entretanto com a diferença de pagar juros a cada seis meses.

No tocante aos títulos públicos, sua emissão é regida pela Lei Nº 10.179¹⁶ do ano de 2001 e, destaca que o Tesouro Nacional fica autorizado a emitir títulos para prover os recursos necessários para a cobertura de seus déficits, custear programas e projetos em diversas áreas e auxiliar o Banco Central na execução da política monetária.

“IX – Assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária.” (BRASIL, 2001)

O que se infere da Lei é que o Banco Central do Brasil atua como agente passivo no processo de emissão de títulos, sendo auxiliado pelo Tesouro Nacional na execução de sua política.

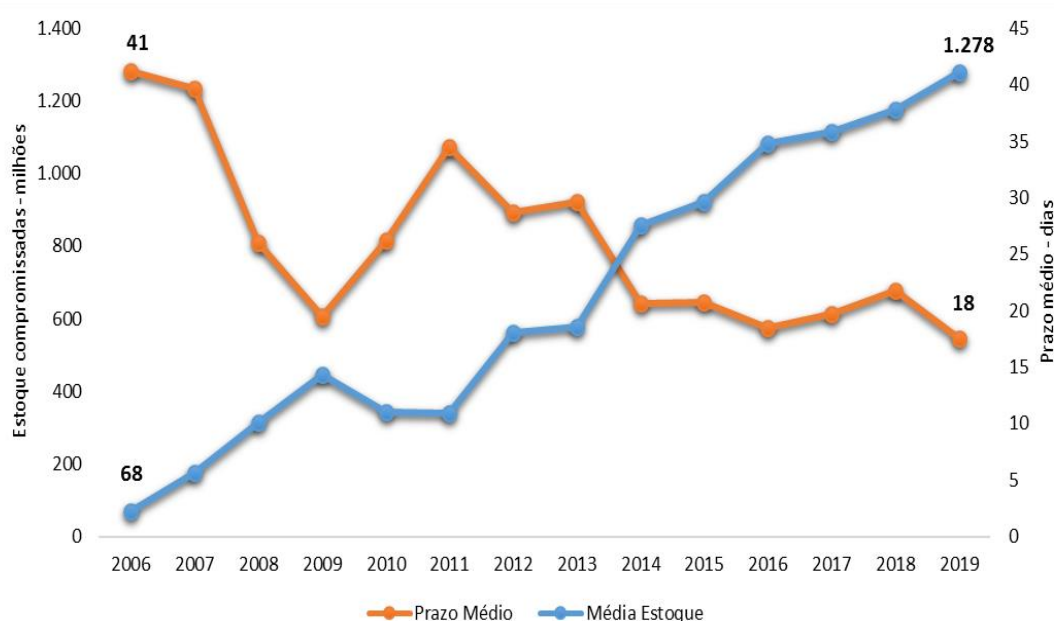
Portanto, em situações de ciclos de liquidez, o Banco Central deve utilizar-se de seus títulos disponíveis em carteira para realizar as operações com os *dealers*, e convergir a Selic para a meta.

Ocorre que a utilização das operações compromissadas nesse sentido, de controle do volume de moeda, intensificaram-se na última década, dado o expressivo aumento das reservas internacionais e consequentes impactos sobre a base monetária.

Compromissadas, Prazo Médio e Plano Anual de Financiamento (PAF)

O aumento do saldo das operações compromissadas teve início em 2006 e percorreu uma trajetória ascendente desde então, mostrando que a tendência de alta não teria reversão nos anos seguintes e que, nem uma política de reestruturação da maturidade dos títulos, nem alteração do perfil da dívida, baseada principalmente em títulos atrelado à taxa flutuante (Selic) seriam implementadas no curto e médio prazo.

¹⁶ BRASIL. (fev de 2001). Lei nº. 3.339, de 06 de fev. de 2001. títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional.

Gráfico 8: Prazo médio x Estoque Compromissadas

Fonte: Banco Central

Além disso, fatores estruturais e conjunturais, como a volatilidade econômica nacional e a grande elasticidade dos ciclos de liquidez internacional (dada nossa abertura financeira) mantêm os investidores distantes das dívidas de longo prazo, acentuando-se ainda mais o curtoprazismo inerente à uma nação em subdesenvolvimento, apoiado majoritariamente em títulos pós-fixados, diminuindo a previsibilidade das autoridades monetárias caso os títulos prefixados fossem maioria. Os eventos que culminaram na lógica do curto prazo serão discutidos no capítulo 2, com a apresentação do desenvolvimento do mercado de títulos e os fatores responsáveis pelas dificuldades de alongamento da dívida, em especial na década de 80.

O Tesouro reforça, através de seu “Plano Anual de Financiamento” (PAF), principal documento de comunicação com a sociedade e os agentes do mercado, o qual encontra-se em sua 20ª edição (2020¹⁷), os objetivos e diretrizes da gestão da Dívida Pública, com destaque para os seguintes pontos:

¹⁷ O Plano Anual de Financiamento (PAF) busca apresentar as diretrizes, objetivos, metas e números referentes ao perfil da dívida, necessidade de financiamento do setor público e ações do Tesouro Nacional frente aos desafios fiscais. O PAF pode ser acessado em: <http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/31541:1047266:inline:5040891138940>

- Substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índices de preços;
- Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- Aumento do prazo médio dos estoques;
- Desenvolvimento da estrutura a termo de taxa de juros;
- Incentivo à liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- Diversificação e ampliação da base de investidores.

Portanto, este documento tem como principal objetivo delinear um plano estratégico sobre a dívida pública e as limitações impostas à atuação do Estado no que concerne suas fontes de financiamento via emissões de títulos públicos. O PAF visa delinear os objetivos do Tesouro Nacional junto ao público. Sua relação com o Banco Central se dá pela manutenção da carteira de títulos, tanto livres quanto utilizados para lastro, para a realização da política monetária, não entrando diretamente no mérito do Plano Anual de Financiamento vigente.

Uma vez constatada a continuidade da emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, ocorre a perpetuação da dinâmica curtoprazista dos agentes no que se refere à necessidade de garantias de liquidez no curto prazo e da indexação via títulos públicos do capital financeiro.

Como ressaltado por Francisco Lopreato (2015), a lógica de curto prazo é resultado dos tempos de hiperinflação, restringindo:

“Certamente, a atual situação da dívida pública não pode ser comparada à existente na década de 1980 nem mesmo a que prevaleceu na primeira década pós-estabilização, mas persistem sintomas do tempo em que o elevado risco e volatilidade da taxa de juros restringiam a maturidade da dívida e sustentavam a alta participação dos títulos indexados à taxa de juros flutuante”

De certa forma, os agentes ajustam suas necessidades de preferência pela liquidez através das LFTs. Estes títulos conseguem entregar a liquidez, segurança e rentabilidade, em função da ausência de risco de preço aos que procuram por ativos líquidos em momentos de incerteza.

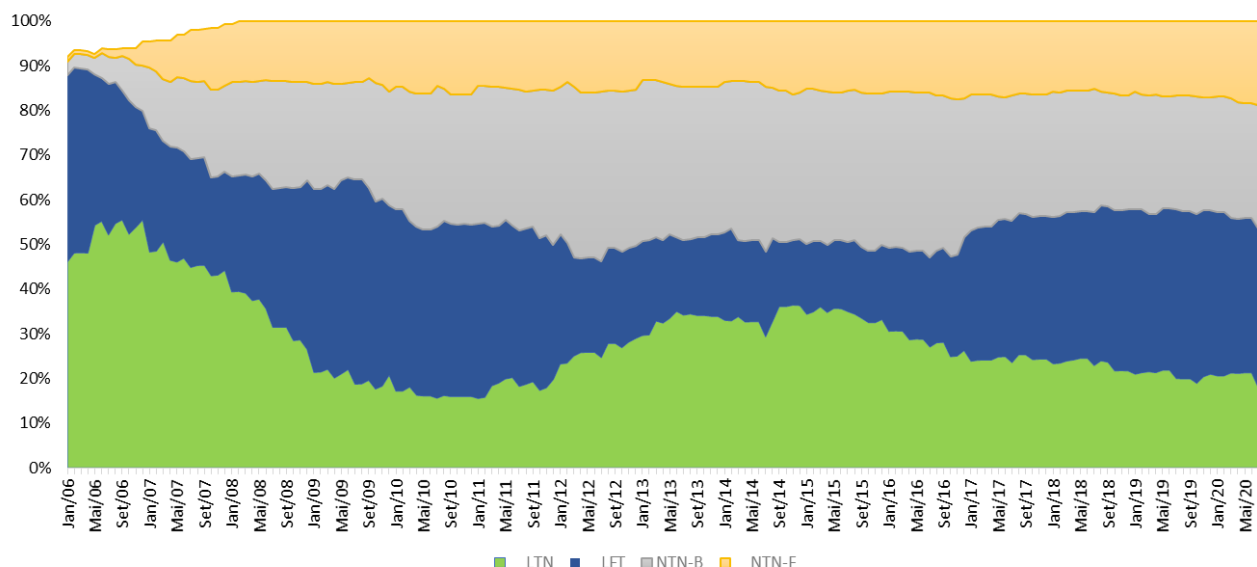
No caso das operações compromissadas, uma vez utilizadas, há a necessidade de que os títulos dos empréstimos entre o BACEN e os bancos sejam de curtíssimo prazo, para que os custos operacionais envolvidos não impactem de maneira expressiva em seu caixa. Além disso, as diferentes urgências de liquidez do sistema bancário não permitem uma maturação da dívida de perfil muito alongado.

No Sistema Financeiro Nacional¹⁸, para que não ocorra excesso ou falta de liquidez ao sistema, é necessário que haja uma instituição como tomador ou prestador de última instância. Caso estas operações fossem deixadas para ser reguladas pelas leis do mercado, a taxa básica de juros flutuaria em demasia, resultando em problemas de formação das expectativas dos agentes e instabilidade macroeconômica. Este papel de regulador e mantenedor da estabilidade cabe ao Banco Central.

Além de ser destaque a quantidade de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para a utilização pelo Banco Central, a forma de rentabilidade destes títulos ganha relevância, uma vez que, apesar de ter apresentado movimento de queda, os títulos indexados à Selic voltaram a aumentar sua participação. Os prefixados compõem importante parte dos títulos, o que auxilia no processo de previsibilidade da dívida. Apesar da aparente redução das LFTs, o processo de substituição destes títulos pelas compromissadas fez com que o passivo fosse transferido para o Banco Central. Como se parte da dívida atual não estivesse mais sob controle da Secretaria do Tesouro, e sim apartada através das compromissadas, de responsabilidade do BACEN.

No gráfico a seguir, é importante destacar a variação da composição da dívida pública, com a oscilação da participação dos títulos indexados à Selic (aproximadamente 37%). Entretanto, os títulos indexados à Selic apresentaram performance de alongamento da dívida até 2014, momento em que sua participação era de aproximadamente 20%, para os atuais 37%, o que implica em dificuldades em manter a dívida à juros flutuantes em níveis mais baixos.

¹⁸ O Sistema Financeiro Nacional é formado pelas instituições financeiras ou não, voltadas para a gestão da política monetária do governo federal. Atualmente constitui-se por órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores.

Gráfico 9: Títulos Públicos Federais na carteira do Banco Central

Fonte: Banco Central

Relação entre o Banco Central e Tesouro Nacional

A relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, ou seja, entre política fiscal e monetária, é de vital importância para a estabilização dos preços macroeconômicos do país, como a taxa de juros, câmbio e inflação. Logo, a emissão à revelia de títulos pelo Tesouro Nacional para fins de ação discricionária do Banco Central deve ser de alguma forma regulado legalmente. É neste sentido que a Lei Nº 10.179 e a Lei Nº 11.803¹⁹ de 2008 buscaram regulamentar a atuação do BACEN no âmbito da política monetária.

Na contabilidade do Balanço Patrimonial do Banco Central, sua constituição se dá na seguinte formatação:

¹⁹ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11803.htm#art2

Tabela 4: Balanço Patrimonial de Banco central

Ativo	Passivo
Títulos Públicos	Base Monetária
Reservas Internacionais	Caixa do Tesouro Nacional
Crédito junto aos bancos	Depósitos de bancos
	Patrimônio Líquido

Fonte: Instituto Fiscal Independente (2017)

Considerando o caráter temporal, a Lei Nº 10.179 estabelece a relação entre Tesouro Nacional e Banco Central, em especial com relação à emissão de títulos para fins de cobertura de déficits orçamentários e da manutenção da carteira de títulos do Bacen para fins de política monetária. A Lei Nº 11.803 regula a transferência de lucros das operações cambiais do Banco Central para o Tesouro Nacional. Dada a volatilidade histórica do real em relação ao dólar, estas transferências gerariam um financiamento do Bacen ao Tesouro. Com isso, além dos efeitos sobre a dívida pública, a elevação da inflação também seria um fator relevante. Portanto, apesar da possibilidade de o Bacen regular a liquidez, este financiamento poderia reduzir a transparência das contas públicas além de limitar a autonomia do Banco Central. Esse processo ocorreria uma vez que tanto os lucros quanto as perdas não são de fato realizadas, sendo apenas contabilizadas como tal. Com a Lei Nº 13.820, ocorreu a resolução dessa inconsistência entre Bacen e Tesouro.

Logo, segundo consta na Lei nº 13.820²⁰, de maio de 2019, o resultado do balanço semestral do Banco Central do Brasil após a constituição de reservas:

I- se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil para com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

II- se negativo, obrigação da União para com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

²⁰ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13820.htm

Quando o resultado for positivo, em decorrência das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, o valor será utilizado para a constituição de reserva de resultado. Isso significa que, caso apresente algum resultado negativo no futuro, essa reserva poderá ser utilizada para compensação, não necessitando de financiamento do Tesouro Nacional. Entretanto, no art. 5º da referida lei, o Conselho Monetário Nacional poderá utilizar estas reservas para pagamento da DPMFi, quando ocorrerem severas restrições nas condições de liquidez, afetando o refinanciamento da dívida. Esta Lei ainda determinou que, sempre que a carteira de títulos livres do Banco Central atingir percentual igual ou inferior a 4% da carteira total, o Tesouro deverá emitir títulos para recomposição deste portfólio.

A relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no que se refere aos títulos públicos ocorre de maneira direta, com a compra e venda de títulos públicos no mercado secundário. Quando o banco central compra papéis, ocorre o aumento da base monetária nacional. Quando ele vende papéis, o resultado é a redução da liquidez, dado que os agentes pagam por estes títulos.

Ocorre que a livre utilização dos títulos pelo Banco central poderia ser financiada com a emissão de moeda, o que traria efeitos inflacionários indesejáveis no futuro. E é neste ponto que as leis e medidas provisórias atuam para evitar o descontrole da carteira de títulos do BACEN.

Com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o BACEN ficou proibido de manter a emissão de títulos públicos, em especial das Letras do Banco Central (LBCs), títulos pós-fixados e com rentabilidade atrelada à taxa Selic de um dia, as quais foram regulamentadas pela Lei Nº 4595 de 1964, a qual estabelecia:

“Art.11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil;
V- Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. ”

Segundo a LRF, de 2001:

“Art.34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar. ”

O que se caracterizou, portanto, foi a proibição de qualquer emissão do Banco Central a partir de 2002, passando para o Tesouro Nacional a manutenção do nível exigido de títulos para a condução da política monetária.

Dado a utilização de títulos públicos pelo BACEN, fica destinado ao Tesouro Nacional a emissão de títulos públicos para a cobertura dos prejuízos do Banco Central, entretanto, como mencionado anteriormente, quando tem lucro, estes devem constituir reserva de resultado e posteriormente ser repassado com um depósito monetário na Conta Única do Tesouro.

E foi dentro deste contexto que a Lei nº 13.820 de 2019 mostrou um avanço importante, pois restringe o fluxo de emissões do Tesouro e dá maior equilíbrio para a gestão da dívida pública.

Conflitos de interesses entre Banco Central e Tesouro Nacional

Em uma retrospectiva histórica, com a Lei Complementar nº 12 de 1971²¹, o Banco Central ficaria responsável pela gestão da dívida pública interna e pelo papel de emissor dos títulos para execução da política monetária.

“Art. 2º - Compete ao Banco Central do Brasil a administração da dívida mobiliária interna da União, com expressa atribuição de assegurar o pagamento, nos respectivos vencimentos, do principal e acessórios dos títulos do Tesouro Nacional referidos nesta lei complementar.

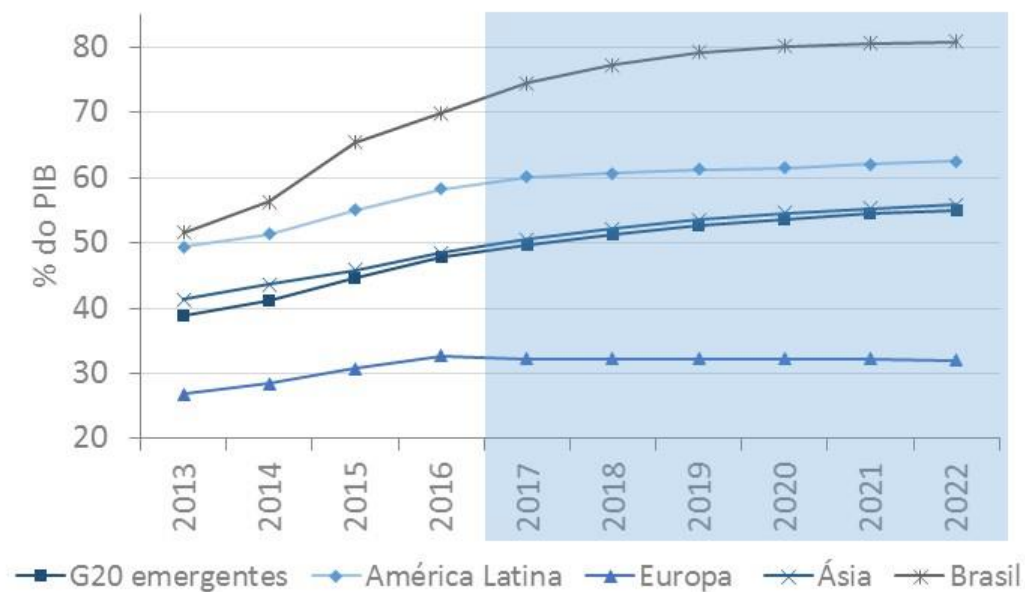
Portanto, a função do Banco Central tomou grande importância desde então. Por outro lado, o duplo papel colocava em conflito a forma de condução da dívida e da política monetária.

Um dos principais entraves estava relacionado com o obstáculo em se ter uma dívida sustentável sem comprometer a gestão da liquidez no sistema. Segundo a análise do Tesouro Nacional (2017), na qual trata sobre o tema da sustentabilidade da dívida pública, as reformas econômicas são importantes para projeções no campo fiscal e de trajetória da dívida. A reversão da tendência de alta visa melhorar a percepção de solvência do país, atenuando os choques adversos. Enquanto que na América Latina a DBGG em relação ao PIB saltou de 49% em 2013 para aproximadamente 49% em 2016, no Brasil, a elevação foi de 52% para 70% no mesmo período.

²¹ <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/leicom/1970-1979/leicomplementar-12-8-novembro-1971-365205-publicacaooriginal-1-pl.html>

Na Europa é possível observar um ritmo de crescimento menos volátil e com tendência de estabilização. Já os países do G20 emergentes, apesar de terem uma relação DBGG/PIB intermediária, também apresentam viés de desaceleração.

Gráfico 10: Trajetórias médias de DBGG – em %



Fonte: FMI, BCB e STN (Secretaria do Tesouro Nacional)

Com a criação da Secretaria do Tesouro Nacional em 1986, houve o início do processo de avanço institucional em relação a gestão da dívida pública. A atribuição de administrador da dívida mobiliária da União passou para o Ministério da Fazenda em janeiro de 1988, fruto do Decreto Nº 94.443 de 1987.

Além disso, outros avanços ocorridos com a Lei de Responsabilidade Fiscal permitiram que o Banco Central tivesse autonomia operacional para adquirir títulos do Tesouro.

Esta autonomia é benéfica para que o BACEN consiga atuar na ponta curta da curva de juros, remanejando a liquidez de tal forma que ocorra uma redução do custo da dívida. Em complementariedade a isso, independentemente se os títulos são emitidos pelo BACEN ou pelo Tesouro, estes devem conter características que permitam que o mercado absorva estes papéis e que haja um desenvolvimento do mercado de títulos. Dentre estas características, as principais são:

- Deve estar disponível em montante e maturidades suficientes;
- Possibilitar o fomento aos mecanismos de transmissão da política monetária;
- Ser líquido;
- Possuir risco de crédito mínimo.

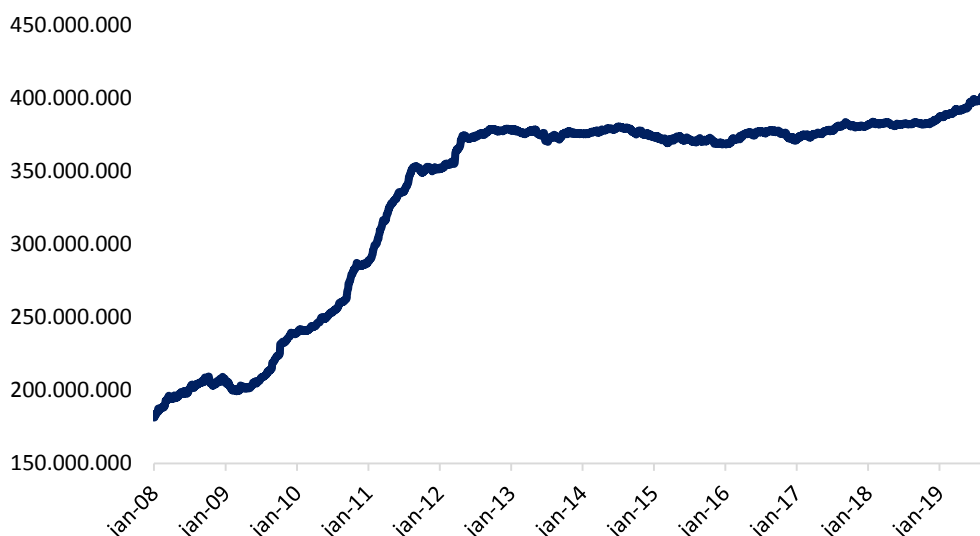
Por outro lado, quando ocorre a participação de dois emissores soberanos, distorções podem ser observadas no mercado de títulos, tais como:

- Conflito com o gerenciamento da dívida;
- Enfraquecimento do balanço do BACEN devido ao pagamento de juros;
- Conflito de interesses do Banco Central;
- Menor percepção dos agentes com relação ao financiamento público

Com a mudança da metodologia de mensuração da dívida bruta, a partir de 2008, houve um incremento da importância das operações que de fato forem realizadas, desprezando a composição passiva dos títulos na carteira do BACEN.

Portanto pode ser constatado no período em estudo, a contínua elevação das operações compromissadas, impondo novos desafios à dinâmica da Dívida Pública no curto prazo.

O ano de 2008 foi especial no arcabouço institucional entre o BACEN e o Tesouro Nacional, pois com a elevação das reservas internacionais nesta década, o aumento da base monetária impunha novos condicionantes sobre o aumento da liquidez no sistema, pelo fato dos dólares serem convertidos em reais e aumentarem a quantidade de moeda em circulação, causando efeitos sobre os preços e determinantes do consumo.

Gráfico 11: Reservas Internacionais Brasil – em R\$

Fonte: Banco Central

Essa forma de relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, garante autonomia da autoridade monetária na execução de suas políticas, dado que os títulos utilizados impactam o lado fiscal, sem que o balanço do BACEN sofra interferência dos efeitos da negociação dos títulos no mercado.

Segundo dados do Instituto Fiscal Independente (2017), no período de 2008-2015, houve o resgate de títulos pelo Tesouro Nacional, o que requereu a ação do Banco Central. Esta operação de resgate foi possível graças aos superávits obtidos, o que facilitou o acompanhamento das diretrizes definidas nos Planos Anuais de Financiamento. A resposta do Banco Central foi a de utilizar-se das operações compromissadas, as quais quase 80% detinham um prazo inferior a 3 meses, totalizando R\$ 1.1 trilhão em títulos com o intuito de enxugar liquidez. Considerando-se que o prazo médio dos títulos do Tesouro é de 4,5 anos, houve uma mudança muito relevante no perfil e maturação da dívida.

Abaixo podemos observar a exposição da DPMFi, com destaque para as operações de *open-market*. Quando observados os prazos e o volume de exposição, os títulos prefixados de até 13 dias corridos mostram-se expressivos pois apresentam prazo médio de 1 dia. Por outro lado, os títulos prefixados de 2 semanas a 2 meses têm prazo médio de 28 dias.

Tabela 5: Exposição da DPMFi em poder do público e mercado aberto

						OPEN MARKET	
	Prefixados	Taxa Selic	Índice de Preços	Câmbio	TR	% até 1 mês	% + de 1 mês
out/2020	25,52%	22,69%	19,71%	6,09%	0,09%	12,24%	13,65%

Fonte: Banco Central

Tabela 6: Saldo Líquido das compromissadas – em R\$ bilhões

	Prefixadas de prazo até 13 dias corridos	Prefixadas de 2 semanas a 2 meses	Prefixadas de 2 meses	Prefixadas de 3 meses	Pós Fixadas de 3 a 9 meses
Saldo	724,6	600,0	21,0	71,2	116,0

Fonte: Banco Central

Fatores Condicionantes da composição da Dívida Pública

Com a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal, o que se observou, em especial no período 2006-2017, foi uma participação cada vez mais expressiva das operações do Banco Central na aquisição de reservas internacionais. Conforme o gráfico abaixo, os depósitos compulsórios perderam relevância no período analisado e o cenário de aumento das exportações de commodities e atuação do BACEN em fortalecer suas reservas internacionais acabaram por elevar a liquidez na economia e exigiram cada vez mais a colocação de títulos públicos no mercado.

Gráfico 12: Impacto monetário das operações do Banco Central: dados acumulados (% PIB)

Fonte: Banco Central

No caso das operações compromissadas, alguns fatores tiveram maior peso e participação percentual no aumento do saldo destes títulos de curtíssimo prazo. Conforme estudo realizado pelo Instituto Fiscal Independente (2017), os maiores responsáveis pela elevação da atuação do Banco Central foram os títulos públicos no mercado primário (63,4%), seguido por Juros (57,9%) e Reservas Internacionais (45,1%).

Tabela 7: Fatores determinantes do saldo das operações compromissadas

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

Fonte: Instituto Fiscal Independente (2017)

Com relação às reservas internacionais, ocorreu um aumento das divisas, resultado dos recorrentes superávits, tanto em transações correntes (com déficit a partir de 2007) quanto na conta capital. O Banco Central atuou de maneira mais ativa,

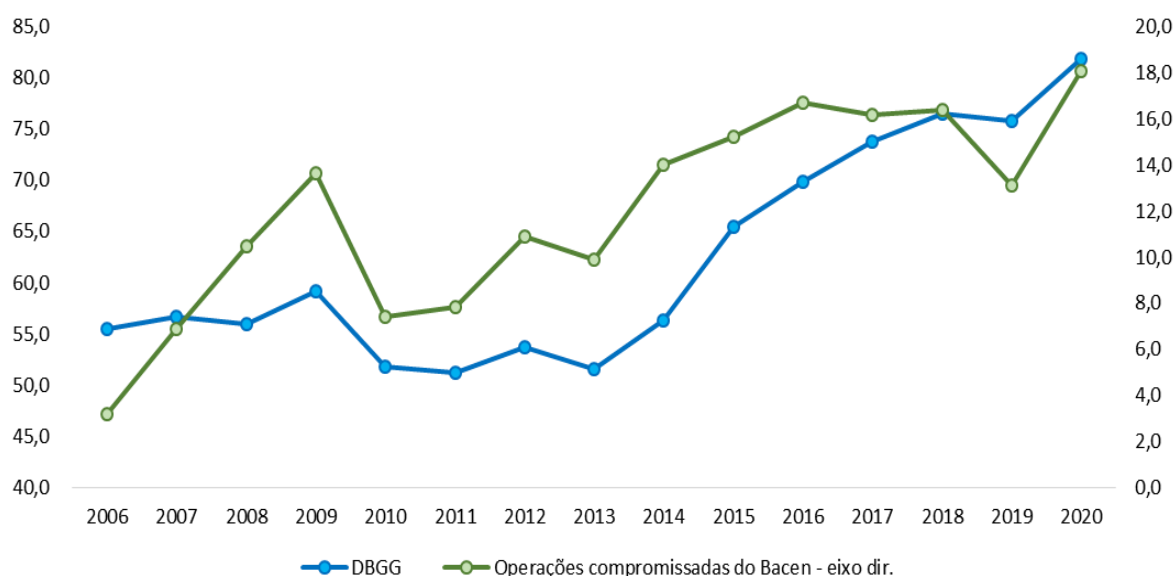
com o objetivo de fortalecimento de seu caixa e posterior quitação da dívida pública externa. A injeção de liquidez foi compensada com as compromissadas e, enquanto as reservas aumentaram em 594%, as compromissadas tiveram elevação de 472% no período de 2005-2012.

Os juros, fator também importante no período analisado, refere-se aos juros que incidem sobre o saldo das compromissadas. Tem como base taxas prefixadas, mas, por terem prazo muito curto, acabam se assemelhando à Selic. Além disso, possuem efeito indireto pois acompanham o aumento do estoque destes títulos.

Outro componente muito importante diz respeito aos títulos públicos no mercado primário. A operação que ocorreu até 2014 foi de resgate em termos líquidos (resgate maior que emissão). O Tesouro utilizou os superávits para recomprar os títulos e melhorar os indicadores fiscais. Entretanto, a partir de 2014, com os recorrentes déficits apresentados, as emissões voltaram a superar os resgates. O que ocorreu foi a troca dos títulos do Tesouro negociados diretamente no mercado primário, pelos títulos do Tesouro, utilizados pelo Banco Central para realizar as compromissadas.

A opção por resgatar os títulos ao invés de rolar a dívida gerou aumento da liquidez bancária. Como medida, utilizou-se as compromissadas para minimizar os efeitos sobre esse aumento.

Gráfico 13: DBGG x Operações Compromissadas – (% do PIB)



Fonte: Banco Central

Esta elevada participação dos títulos públicos também foi influenciada pelos expressivos créditos concedidos pelo Tesouro ao BNDES. Esta operação correspondeu a R\$ 416 bilhões no período de 2008-2014. A maior parte destes títulos foi vendida diretamente ao mercado, com a consequência de elevação da liquidez via multiplicador bancário.

Tabela 8: Transferências do Tesouro para o BNDES

Ano	Repasse (R\$ bilhões)	
2008	R\$	22,5
2009	R\$	105,0
2010	R\$	82,3
2011	R\$	50,3
2012	R\$	55,0
2013	R\$	41,0
2014	R\$	60,0
Total	R\$	416,1

Fonte: Instituto Fiscal Independente (2017)

Com a troca dos títulos, sendo os do Tesouro para aumentar a liquidez e os do Banco Central para enxugá-la, o perfil e prazos sofreram alterações, encurtando-os e deixando uma parte considerável da dívida pública, sob o viés do BACEN

Conta Única e resultado do BC

Quando observados os resultados financeiros do Banco Central, estes podem ocorrer por 2 motivos: equalização cambial ou “demais contas”.

A equalização cambial diz respeito ao resultado financeiro das operações com reservas cambiais e derivativos cambiais. A maior parte do resultado do BC que é repassado ao Tesouro diz respeito à equalização cambial. Já o resultado dos demais itens do balanço são englobados em “demais contas”, TESOURO (2019).

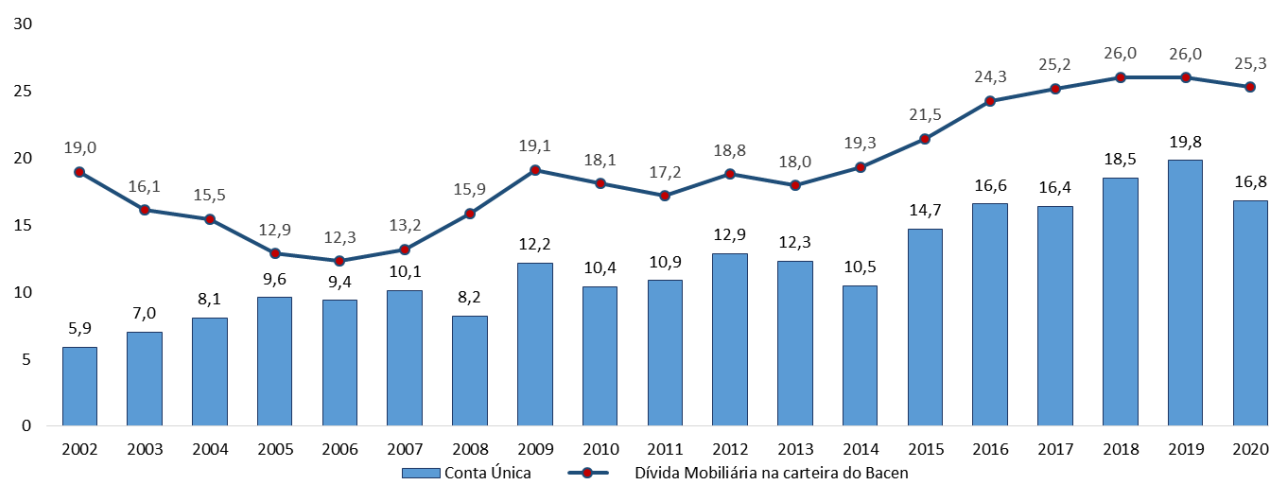
Com relação à Conta Única, esta se refere ao Tesouro Nacional e é mantida no Banco Central. Com a promulgação da Constituição de 1988, todas as disponibilidades da União foram centralizadas nesta conta e, o Banco Central exerce o papel de agente financeiro do Tesouro. Existem 3 subcontas contábeis:

- Tesouro Nacional – recebimentos e pagamentos do Governo Geral
- Dívida Pública – pagamentos da DPF e às receitas com os leilões
- INSS – pagamentos e recebimentos do INSS

A utilização do Banco Central para a manutenção da Conta Única se deve pela maior facilidade de controle, custos menores de manutenção, neutralidade competitiva entre os agentes privados e facilidade de gestão da liquidez.

Conforme explicado anteriormente, se o resultado do BACEN for negativo, o Tesouro emite títulos para cobrir este saldo. Logo, apesar do aparente “distanciamento” entre a gestão da dívida e o executor das políticas monetárias, há uma interdependência entre as autoridades. Pelo fato de o Banco Central não emitir mais títulos, isto não comprometeria seu balanço. Mas, uma vez que este necessita de financiamento, é o Tesouro que irá resgatá-lo, elevando-se a dívida mobiliária.

Gráfico 14: Conta Única e Dívida Mobiliária no Banco Central - % PIB



Fonte: Banco Central

Conforme o gráfico, tanto a dívida mobiliária na carteira do BACEN quanto a Conta Única apresentaram alta em relação ao PIB. Esse processo foi favorecido pelo resultado da variação cambial, o qual foi repassado para a CUT. Além do repasse da

desvalorização cambial, existem outras duas formas que a Conta Unica pode variar: resultado primário, quando não utilizado para abater a dívida e a emissão líquida de títulos do Tesouro Nacional, movimento que aumenta CUT dado que os recursos não são utilizados para despesas orçamentárias. O volume de emissão supera o volume dos títulos que estão para vencer, elevando-se o saldo na conta junto ao Banco Central.

Diante do impasse entre emitir títulos para enxugar a liquidez e assim comprometer a dívida pública, em 2017 foi encaminhado o projeto de lei nº 9.248/2017 para que fosse implementada a remuneração de depósitos voluntários dos bancos. Segundo o texto, esta medida estaria em linha com as práticas adotadas pelo Banco da Reserva Federal (EUA), Banco da Inglaterra e Banco Central Europeu. Além disso, seus benefícios seriam os seguintes:

- Capacidade de propagação das decisões de política monetária pelo sistema financeiro
- Efetividade como instrumento de absorção de recursos livres no sistema bancário
- Simplicidade e reduzido custo operacional
- Fácil entendimento pelos agentes financeiros

Estas medidas estão em linha com a agenda econômica de implementação de políticas de melhoria da confiança dos agentes com relação à administração da máquina pública. Segundo o texto, esta captação independe de lastro e corresponde ao passivo do BACEN. Não ocorreria a transferência de posições de títulos públicos entre os agentes do mercado e a autoridade monetária. Seria uma forma de controle da liquidez apenas com a remuneração e mais uma ferramenta disponível para o Banco Central atuar sobre a quantidade de dinheiro em circulação. Ainda de acordo com o texto, a captação independe de lastro, ou seja, não tem uma contrapartida em títulos públicos.

Dada a não aprovação do projeto, uma nova tentativa de criação destes depósitos remunerados está contida no projeto de autonomia do Banco Central de 2019²². Segundo o texto, competiria ao BACEN:

²² PLP 112/2019

“Art. 10º inciso IV: receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso III e, ainda, os depósitos voluntários à vista ou a das instituições financeiras, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos prazo em regulamentação por ele editada”.

O texto está em tramitação na Câmara e aguarda o parecer do relator. A intenção é que o Banco Central passe a atuar com os depósitos voluntários a prazo também. Com esta proposta, estima-se que ocorra uma redução da utilização das operações compromissadas, trazendo uma alternativa para que o BACEN possa atuar sobre a liquidez da economia.

Em 2020, foi aprovado pelo Senado, o projeto de lei que autoriza o Banco Central a receber depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras. Segundo a PL 3.877/2020, o Bacen deverá divulgar semestralmente a prestação de contas com os depósitos voluntários remunerados. Além disso, alguns artigos preveem a regulamentação da remuneração, prazos, limites e formas de negociação.

Esta possibilidade poderia enfraquecer e dificultar alterações no perfil da dívida pública, mantendo o caráter de curto prazo, agora com os grandes conglomerados financeiros aproveitando-se desta rentabilidade garantida pela autoridade monetária.

Uma forma de contornar isto seria estabelecer prazos longos para retirada dos recursos, o que poderia amenizar os impactos financeiros sobre o volume depositado e dar um perfil parecido com as operações compromissadas. O mecanismo seria o mesmo utilizado pelas compromissadas, entretanto com o lançamento no passivo do Banco Central e a gestão destes recursos pela autoridade monetária. Outra alternativa seria a venda definitiva dos títulos ao mercado. Esta proposta foi mencionada pelo Instituto Fiscal Independente (2017) como forma de disciplinar os agentes a não considerarem o compromisso de recompra e revenda como parte do processo das compromissadas.

O fato é que as dificuldades enfrentadas tanto pelo Banco Central quanto pelo Tesouro Nacional parecem não reduzir. As características intrínsecas exigidas pelos credores da dívida nas décadas passadas mantiveram-se inalteradas e continuam exigindo a busca por mecanismos diferenciados para controlar a liquidez sem impactar a dívida pública.

O mercado de títulos públicos mostrou uma rigidez considerável no que diz respeito tanto ao perfil da demanda por títulos a separação entre autoridade monetária

e gestor da dívida pública. Entretanto, as raízes do prêmio exigido pelos investidores é mais profunda e necessita ser esmiuçada, como será feito no próximo capítulo.

Capítulo 2: Evolução do mercado de títulos e história da Dívida Pública

A dinâmica curtoprazista dos agentes econômicos tem origem na década de 60, período no qual o mercado de títulos públicos ainda era incipiente. Apesar dos constantes aumentos de preços, não havia o mecanismo de correção monetária, o que limitava a atratividade dos papéis. Além disso, havia baixa aceitação pelos títulos devido à atrasos nos pagamentos, o que era potencializado pela perda real do valor dos títulos. A perda do poder aquisitivo era proveniente da ausência da atualização do valor nominal, em um ambiente no qual a inflação corroía os ganhos financeiros, segundo Barbosa e Loureiro (2003). Para Lopretato (2018), os investidores não aceitariam trocar a atratividade dos títulos públicos e, conseqüentemente alongar a dívida, dado que o prêmio de risco não compensaria tal troca. Além disso, o Banco Central assumiu o compromisso informal de mitigar as perdas das instituições bancárias ao carregarem títulos públicos na carteira, assegurando rentabilidade superior à taxa de captação no mercado, indexado ao *overnight*. O Bacen atuaria na troca dos papéis da carteira destas instituições, viabilizando rentabilidade aderente a nova taxa *over*.

Com a reformulação institucional do Sistema Financeiro em 1964, no qual ocorreu a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central, órgãos, normativo e executivo, respectivamente, o início de um sistema mais estruturado estava se desenhando. O CMN substituiu a SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) e foi criado o Banco do Brasil.

O início do desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública deu-se com a criação das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) no ano de 1964, como forma de financiar o primeiro plano econômico do governo militar, o PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo). Através da Lei 4.357 (julho de 1964), as ORTNs saltaram de Cr\$ 41 milhões em 1964 para Cr\$ 5 bilhões em 1969. Estes títulos tinham correção monetária e também havia a possibilidade de ter correção cambial²³.

“§ 1º O valor nominal das Obrigações será atualizado periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, de acordo com o que estabelece o § 1º do art. 7º da Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964 (BRASIL, 1964)”

²³ Araujo (2002)

§ 2º O valor nominal unitário, em moeda corrente, resultante da atualização referida no parágrafo anterior, será declarado trimestralmente, mediante portaria do Ministro da Fazenda, de acordo com a Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964 (BRASIL, 1964)

Inicialmente eram negociadas ORTNs com prazo de 1 ano. Entretanto, devido a necessidade de se desenvolver uma mentalidade de uso racional de recursos de curtíssimo prazo, dava-se preferência aos títulos com vencimento em 120 dias (Araujo, 2002).

Com objetivos definidos de combate a inflação de demanda (Lopreato 2018), que chegou aos 92,1% em 1964, aumento dos investimentos estatais e atração dos investimentos estrangeiros, o PAEG colocou na balança o poder do governo em aumentar os gastos do Estado, via financiamento por títulos, interrompendo a necessidade de financiamento monetário que possuía um viés inflacionário. O governo adotou medidas de combate a uma inflação de demanda e, portanto, utilizou-se da restrição de crédito e da diminuição da emissão de papel-moeda para combatê-la.

As ORTNs foram o início do processo de acumulação da riqueza por ativos financeiros públicos. O desenvolvimento do mercado financeiro só foi consolidado com a criação das Letras do Tesouro Nacional, o que aumentou as ferramentas à disposição do Banco Central na gestão da base monetária.

A composição dos ativos monetários e não-monetários em poder do público não-bancário mostrou relevante alteração. Com o desenvolvimento do mercado da dívida pública, os agentes buscaram alocar sua riqueza em ativos não-monetários, os quais apresentavam correção pela taxa de juros diária e tinham boa liquidez. Pela tabela a seguir, podemos observar um expressivo crescimento da participação dos títulos da dívida pública federal.

O Banco Central adotou medidas que aumentavam a segurança dos investidores neste novo tipo de ativo, como a carta de recompra, que garantia o compromisso de recompra dos títulos no final do prazo determinado. Além disso, foi criado o mecanismo de zeragem automática, que permitia a recompra ou venda dos títulos da carteira das instituições financeiras, eliminando o risco de carregamento dos papéis (Lopreato 2018).

Tabela 9: Haveres Financeiros em poder do público não-bancário

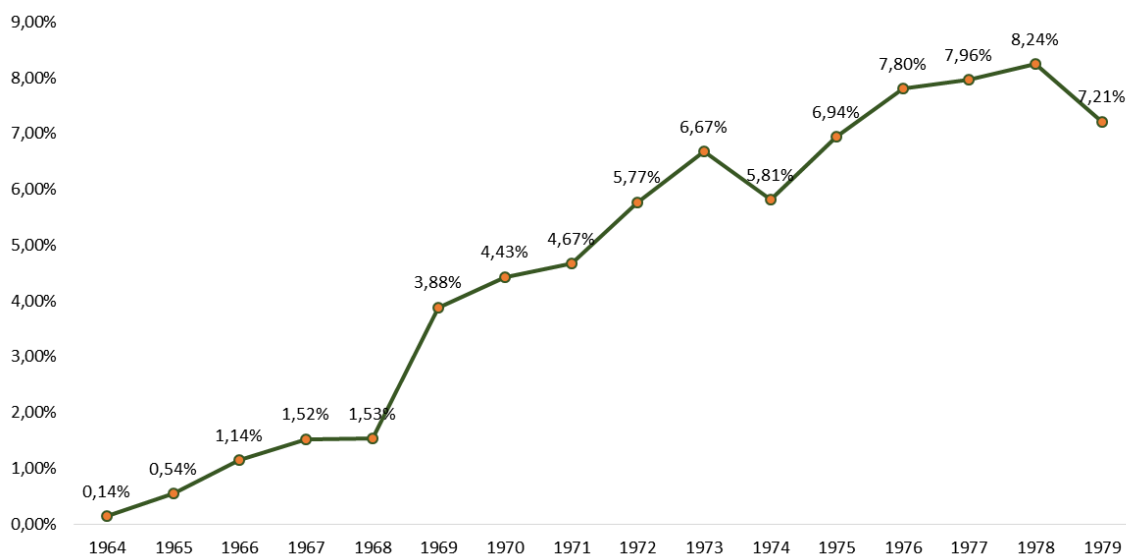
	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Ativos Monetários	88,4%	86,0%	81,3%	75,4%	70,8%	67,8%	56,8%	49,6%	45,0%	43,6%	43,2%	39,3%
Papel Moeda	18,8%	15,7%	17,2%	13,9%	12,7%	12,1%	10,8%	9,2%	8,1%	7,6%	7,2%	6,8%
Depósitos à vista	69,6%	70,4%	64,1%	61,4%	58,1%	55,7%	46,0%	40,4%	36,9%	36,0%	36,0%	32,5%
Ativos não monetários	11,6%	14,0%	18,7%	24,6%	29,2%	32,2%	43,2%	50,4%	55,0%	56,4%	56,8%	60,7%
Depósitos de poupança	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,1%	2,0%	3,3%	4,0%	5,4%	6,6%	10,0%	12,1%
Depósitos à prazo	2,7%	2,7%	2,9%	3,8%	4,8%	4,7%	7,1%	10,2%	12,0%	12,0%	11,5%	12,0%
Títulos D.P. Federal	0,7%	3,9%	9,1%	9,7%	7,5%	9,2%	16,2%	16,6%	18,5%	17,8%	16,5%	21,4%
ORTN	0,7%	3,9%	9,1%	9,7%	7,5%	9,2%	15,1%	12,4%	11,3%	9,7%	11,4%	13,2%
LTN	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	4,2%	7,2%	8,1%	5,1%	8,2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Lopreato (2018)

O fato do Banco Central ser capaz de emitir títulos para atuação junto a liquidez e financiamento do setor público, desvinculou seus títulos dentro da composição da dívida pública. Pelo fato de não existir um órgão diretamente responsável pela administração da dívida pública, como a Secretaria do Tesouro Nacional, que seria criada em 1986, BACEN atuava como fomentador dos planos econômicos junto ao Tesouro.

Com o crescimento da dívida no final dos anos 60, além das dificuldades de alavancar a popularidade das ORTNs, devido à complexidade de cálculo (correção monetária, ágio e deságio), a saída foi a criação de outro título capaz de simplificar os cálculos para os investidores e permitir uma melhor gestão da dívida pelo Banco Central.

Segundo Barros (2016), as ORTNs só eram demandados pelos agentes econômicos para atender compromissos de natureza compulsória, como no caso dos bancos comerciais e das companhias seguradoras (reservas técnicas). Segundo o autor, com o mercado de títulos públicos ainda incipiente, foram os títulos prefixados (LTNs) os mais transacionados no período.

Gráfico 15: Dívida Mobiliária Federal Interna em relação ao PIB

Fonte: Banco Central.

O Decreto-Lei 1.079/70 permitiu a criação da Letra do Tesouro Nacional (LTN). Este título conseguiu dar maior previsibilidade aos investidores e foi mais apropriado para as operações de mercado aberto demonstrar com mais clareza o consenso de mercado com relação à taxa de juros futura. As LTNs eram títulos com taxas prefixadas, diferentemente das ORTNs, que tinham correção monetária ou cambial. Pelo fato de terem seu valor de resgate fixo, facilitavam os cálculos, além de revelarem um consenso quanto à taxa de juros esperada em uma data definida (Araujo, 2002).

O que parecia ser o estágio inicial de desenvolvimento do perfil da dívida e da capacidade de o Banco Central indexar esta dívida a taxas fixas, acabou tendo um adicional de instabilidade devido a mudanças contratuais.

Com o choque do petróleo em 1973/1974 e seus efeitos inflacionários, o governo decidiu excluir a correção monetária do cálculo das ORTNs. Esta “quebra contratual” afetou sobremaneira a confiança dos investidores e introduziu o “prêmio de risco” no mercado de títulos brasileiros.

Apesar dos fatos referentes aos títulos em si, algumas mudanças nos sistemas de negociação foram incorporados e ajudaram no desenvolvimento do mercado primário e secundário. Em 1974, ocorreu a celebração de um convênio entre o BACEN e a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima), cujo objetivo era atualizar em tempo real (on line) as informações relativas à custódia dos títulos. A Andima, instituição que junto com a Anbid (Associação Nacional dos Bancos de

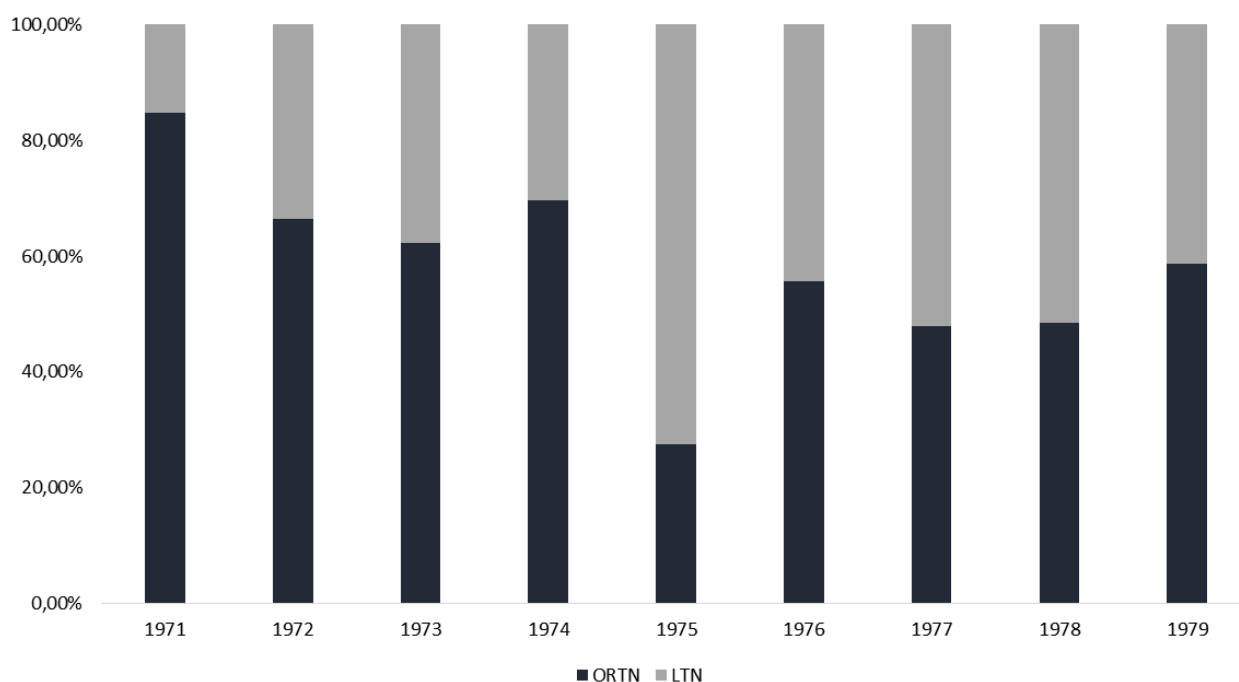
Investimento) deram origem à ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) foram responsáveis por fornecer mão de obra e alugar um computador de grande porte para armazenar as informações na Gedip (Gerência da Dívida Pública). Com o Sistema Gedip controlando a custódia, o controle escritural e das transferências relativas às compras e vendas da LTNs foi aperfeiçoado.

O fato de no início as emissões serem físicas, abriu caminho para fraudes e falsificações, além de adicionar elevado risco aos portadores dos títulos. Algumas corretoras chegavam a contratar carros-fortes para transportar os papéis. Em 1978, surgiu o Sistema Escritural de Emissão das Letras do Tesouro Nacional, o que permitiu o abandono das emissões físicas das LTNs. No ano seguinte, com a implantação da Selic, a liquidação ocorria por meio eletrônico. Este foi um importante avanço pois, anteriormente eram necessárias 24 horas para que a liquidação ocorresse, sendo este o tempo para compensação dos cheques, os quais muitas vezes eram sem fundos.

Ainda na década de 70, especialmente em 1976, através da Resolução 336²⁴ do Banco Central, ocorreu a possibilidade da participação das LTNs nas carteiras privadas. A resolução permitia a recompra dos títulos públicos, ou seja, o BACEN teria como atuar na ponta curta da curva de juros e os agentes teriam as garantias de término da operação. Esta resolução, através do inciso 1º do artigo 4º, autoriza as instituições financeiras, como banco comercial, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, que atendam aos requisitos de capital social, departamento técnico e auditoria, a realizar operações com as LTNs com entidades não financeiras, pessoas físicas ou jurídicas. Além disso, com o Decreto-Lei 1.079, o Banco Central poderia emitir as LTNs, o que reforçou sua atuação com títulos prefixados na gestão da política monetária.

O resultado tanto das mudanças nas ORTNs quanto do desenvolvimento do mercado de títulos foi um aumento percentual da participação dos títulos prefixados que, apesar de serem mais simples e previsível de calcular, contavam com a desvantagem de prefixarem uma taxa de juros em meio à um cenário de instabilidade macroeconômica, que se refletia no viés inflacionário.

²⁴ https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0366_v2_L.pdf

Gráfico 16: Composição da DPMFI em poder do público (1971 - 1979)

Fonte: Banco Central

Década de 80 e o aprofundamento da lógica de curto prazo

Na década de 80, período marcado por crise da dívida (externa e interna) e a alta inflação, novos fatores promoveram a ampliação da acumulação de riqueza em ativos não-monetários. Em 1968, o Brasil registrava uma dívida externa líquida de US\$ 3,8 bilhões. Em 1973, o endividamento já era na ordem de US\$ 12,6 bilhões, atingindo US\$ 100 bilhões em 1984 (CRUZ,1984). A herança dos altos índices de endividamento, fruto dos planos de desenvolvimento econômico, como o Plano Trienal (1962), PAEG (1964), Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED) em 1968 e o Plano Nacional de Desenvolvimento I e II (1972 e 1975), acabaram por aprofundar a dependência do Estado em financiar-se por títulos da dívida.

Tabela 10: Haveres financeiros em poder do público não bancário

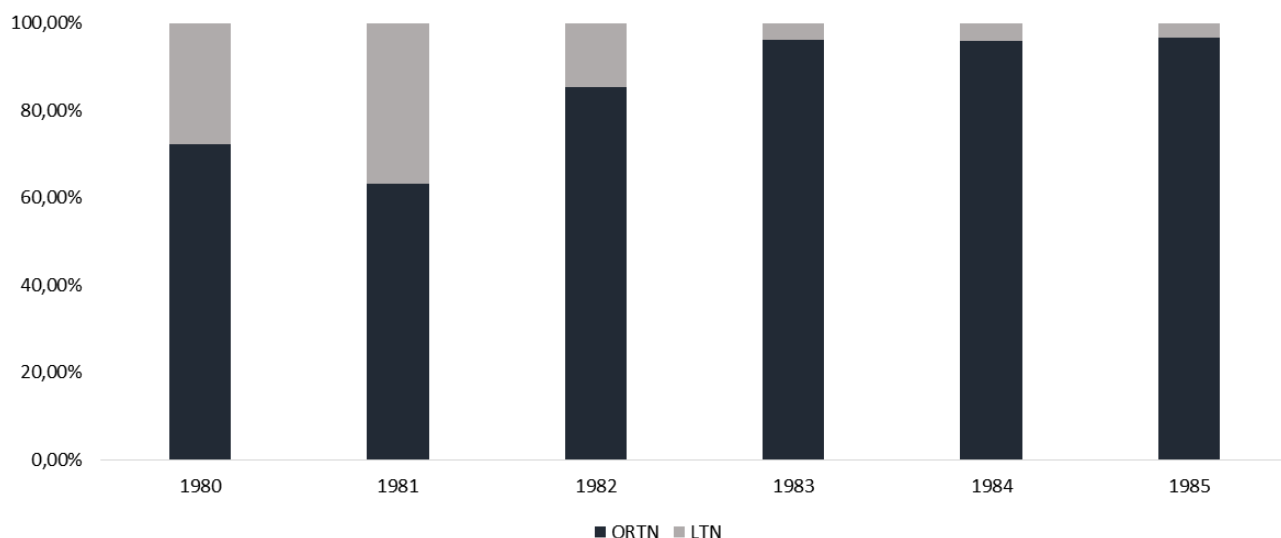
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Ativos Monetários	32,8%	23,7%	18,2%	12,5%	13,8%	13,9%	29,5%	14,9%	9,0%
Papel Moeda	6,7%	4,8%	20,0%	2,7%	3,0%	2,9%	5,4%	3,6%	2,7%
Depósitos à vista	26,1%	18,9%	14,0%	9,8%	10,7%	11,0%	24,1%	11,3%	6,4%
Ativos não monetários	67,2%	76,3%	81,8%	87,5%	86,2%	86,1%	70,5%	85,1%	91,0%
Depósitos de poupança	22,7%	23,6%	23,6%	26,2%	31,1%	27,1%	21,4%	31,7%	32,5%
Depósitos à prazo	14,7%	14,3%	14,0%	13,9%	19,5%	18,6%	18,9%	13,8%	12,1%
Títulos D.P. Federal	19,6%	29,6%	32,4%	36,7%	26,4%	32,2%	23,3%	32,9%	41,0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Relatório Anual do Banco Central

Os esforços do Governo Federal em manter atrativos os papéis da dívida, garantindo a segurança e alta rentabilidade, permitiram a rolagem da dívida. Conforme a tabela acima, os títulos da dívida ganharam maior adesão na sociedade e tiveram participação expressiva no público não-bancário.

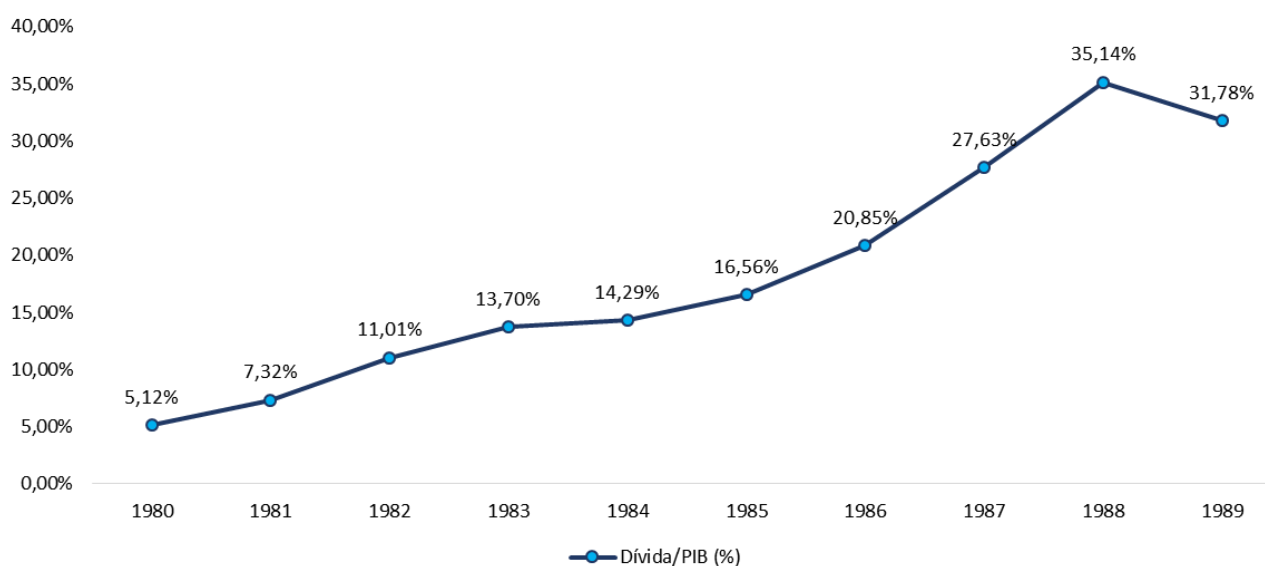
Dado o cenário de inflação e a maxidesvalorização cambial, o governo alterou o critério de cálculo da correção monetária. Anteriormente era utilizado o IPA (Índice de Preços por Atacado) e agora seria utilizado o INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor), dando maior aderência à volatilidade dos bens de consumo da população.

A composição dos títulos públicos sofreu alteração ao longo da década de 80. A volatilidade dos preços macroeconômicos, em conjunto com as incertezas com relação a capacidade de se manter a inflação controlada, acabaram por prejudicar a abrangência das LTNs e as ORTNs voltaram a ganhar destaque conforme o gráfico abaixo.

Gráfico 17: Composição da DPMFI em poder do público (1980–1985)

Fonte: Banco Central

No cenário econômico, destaque para a deterioração da Balança Comercial e a impossibilidade de pagamento dos serviços da dívida. O resultado disso foi o aumento da necessidade de financiamento da esfera pública e elevação da taxa de juros. Na década de 80, a relação Dívida/PIB apresentou aumento expressivo e comprometeu a capacidade de gestão da dívida pública.

Gráfico 18: Dívida/PIB (%)

Fonte: Banco Central

Após diversas alterações dos índices de correção monetária, o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) foi definido como novo indexador. O efeito imediato de tantas mudanças foi a perda de credibilidade dos agentes e redução do prazo da dívida, característica marcante do perfil de endividamento brasileiro. Em 1980, o prazo médio da dívida era de 24 meses e 21 dias. Já em 1985, o prazo apresentou forte redução, para 10 meses e 11 dias.

Tabela 11: Tipos de títulos públicos em poder do público não-bancário

ANO	Tipos de títulos da dívida em poder do público	Prazo Médio
1980	LTN, ORTN	24m, 21d
1981	LTN, ORTN	24m, 16d
1982	LTN, ORTN	29m, 20d
1983	LTN, ORTN	25m, 29d
1984	LTN, ORTN	19m, 1d
1985	LTN, ORTN	10m, 11d
1986	LTN, OTN, LBC	8m, 12d
1987	LTN, OTN, LBC	11m, 10d
1988	OTN, LFT	4m, 23d
1989	BTN, LFT	18m, 8d

Fonte: Banco Central

As consequências negativas do fracasso do Plano Cruzado (1986), como a escassez de produtos devido ao congelamento de preços, desenvolvimento de mercados paralelos, queda das exportações, elevação das importações e esgotamento das reservas cambiais, mostraram que o governo necessitaria de medidas mais drásticas para conter a retomada inflacionária e o quadro de instabilidade e incerteza sistêmica. Neste mesmo ano, ocorreu a extinção da correção monetária para as ORTNs. Essa nova mudança voltou a desagradar os agentes e rompeu com a confiança da sociedade sobre os títulos. Os títulos e obrigações com correção monetária foram atualizadas, segundo o critério da ORTN *pro rata* e, as antigas ORTNs passaram a ser chamadas OTNs (Obrigações do Tesouro Nacional), além disso, os valores nominais foram congelados por 1 ano.

Diante de todo este cenário, foi criada a Letra do Banco Central, com o intuito de atuar de forma mais específica no mercado de curto prazo e priorizar uma política

monetária mais eficaz, separando assim as operações de *open-market* e da dívida pública. Este título tinha prazo máximo de 1 ano e sua rentabilidade estava atrelada à taxa *overnight* (Selic). Outra característica diferente deste título era seu indexador no IPC (Índice de Preços ao Consumidor).

A resolução nº 1.124 do Conselho Monetário Nacional, do ano de 1986, autorizou o Banco Central a emitir títulos de sua responsabilidade para fins de política monetária. O resumo de suas características é o seguinte:

- Denominação: Letra do Banco Central do Brasil;
- Prazo máximo: 1 ano;
- Registro no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), bem como sua negociação se dará no “mercado aberto”, através de instituições autorizadas;
- Rendimento: definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos públicos.

A criação desta nova modalidade de título, com características de tão curto prazo, dentro do contexto da dívida pública brasileira, representou o início do processo de curtoprazismo inerente aos investidores, bem como especuladores, que buscam rentabilidade, liquidez e segurança em seus investimentos. A possibilidade de estruturar um sistema financeiro de longo prazo, significou uma metamorfose do processo de indexação. Para Belluzo e Almeida (2002), os títulos passaram a cumprir papel de “quase-moeda”. Essa foi uma tentativa de o Estado retomar o controle da política monetária, em um contexto inflacionário e no anseio de preservar a riqueza. Entretanto, trata-se de uma anomalia do sistema financeiro, pois seu propósito não passa mais a ser o de financiar a produção, e sim permitir portfólios líquidos e rentáveis. Logo, ao se retirar o custo da emissão dos títulos do Tesouro Nacional para o Banco Central, há a tentativa de alongamento do perfil da dívida pública emitida pelo Tesouro.

Essa importante alteração no emissor dos títulos acabou por dar mais autonomia e liberdade para a autoridade monetária poder exercer a política monetária. Com relação aos investidores, houve a proteção da riqueza financeira, com a garantia de juros reais positivos, dada a correção pelo *overnight*, e redução das incertezas com relação à manutenção da riqueza.

Esse novo cenário, de correção no *overnight*, bem como de alta liquidez e segurança, acabou por desenvolver defensores da manutenção da taxa de juros em níveis elevados, tendo como plano de fundo o combate à inflação.

Segundo Lopreato:

“A dinâmica do mercado monetário centrada no *overnight*, lastreada por operações com títulos da dívida pública sem risco e de alta rentabilidade, impregnou o conjunto das relações econômicas e transformou-se no *modus operandi* da economia brasileira. A defesa de taxa de juros elevadas, apresentada como meio de conter a inflação, converteu-se em benesse aos donos do dinheiro, em detrimento do Estado, responsável por pagar a conta dos juros, alçada à situação de principal gasto do orçamento público.” (LOPREATO, 2018, p.11)

Toda a dinâmica foi reestruturada em torno da taxa *overnight*, ou seja, tanto instituições financeiras como agentes privados e famílias, beneficiaram-se da correção monetária e do processo inflacionário como forma de garantia real de rentabilidade. O que se viu foi a segmentação daqueles que se beneficiam dos juros e a exclusão dos não participantes da dinâmica dos mercados financeiros.

Em 1987, com a implementação do Plano Bresser, além do congelamento de preços, houve também a aplicação de um deflator sobre as operações financeiras. Esse deflator era definido pelo Conselho Monetário Nacional e aplicava-se diariamente sobre o investimento.

A partir de 1988, o BACEN parou de emitir seus títulos e o Tesouro iniciou as emissões das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), com as mesmas características das LBCs, entretanto, dando mais espaço para a Secretaria do Tesouro Nacional, recém-criada em 1986, administrar a gestão da dívida e controlar as emissões. A composição dos títulos em poder do público teve novamente alteração, dado que o Banco Central atuou na recompra das LBCs que estavam em posse do mercado.

Tabela 12: Composição da DPMFI em poder do Público

ANO	OTN	LTN	LBC	LFT
1986	41,4%	2,3%	53,4%	0,0%
1987	26,9%	1,8%	71,3%	0,0%
1988	31,5%	0,0%	0,0%	68,5%
1989	0,1%	0,0%	0,0%	97,9%

Fonte: Banco Central

Em 1989, com o anúncio do Plano Verão, que contava com a adoção de um novo padrão monetário (Cruzado Novo), além da total desindexação da economia, congelamento de preços e salários e a substituição das OTNs pelas LFTs. As Obrigações do Tesouro Nacional tinham seu valor atualizado mensalmente pelo IPC (Índice de Preços ao Consumidor). Por outro lado, enquanto as LTNs tinham taxas prefixadas e poderia ser calculado seu valor no recebimento, as LFTs eram pós-fixadas e tinham o valor atualizado diariamente. Como já ocorrido em planos anteriores, a inflação não foi controlada e ocorreu o retorno da correção monetária com o início das operações com os Bônus do Tesouro Nacional (BTNs), títulos indexados pelo IPC, taxa de juros de 6% a.a. e correção monetária aplicada ao valor nominal, sendo possível também ter a correção na variação da cotação do dólar de venda dos Estados Unidos. A emissão de títulos com correção monetária ajudou a alongar o prazo médio de vencimento da dívida. Além disso, pelo fato de estar em paridade com o Cruzeiro Novo, os BTNs tinham função de moeda também, pois facilitavam os cálculos de correção monetária. O governo precisou manter uma política de juros reais elevados para manter a atratividade dos títulos.

Tabela 13: Composição da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio

ANO	Tipos de títulos da dívida em poder do público	Prazo Médio
1980	LTN, ORTN	24m, 21d
1981	LTN, ORTN	24m, 16d
1982	LTN, ORTN	29m, 20d
1983	LTN, ORTN	25m, 29d
1984	LTN, ORTN	19m, 1d
1985	LTN, ORTN	10m, 11d
1986	LTN, OTN, LBC	8m, 12d
1987	LTN, OTN, LBC	11m, 10d
1988	OTN, LFT	4m, 23d
1989	BTN, LFT	18m, 8d

Fonte: Banco Central

Com o anúncio do Plano Collor em março de 1990, ocorreu o confisco, por 18 meses, de 80% das aplicações financeiras, os quais ficariam congelados no Banco Central, rendendo BTN mais uma taxa de 6% a.a. Apesar de coercitiva, esta medida permitiu o alongamento da dívida e a redução dos encargos, dado que a rentabilidade das LFTs era superior às BTNs.

Durante a década de 90 foi possível observar-se novamente a redução do prazo médio de vencimento dos títulos, uma vez que os efeitos do congelamento dos haveres financeiros não permitiam que os investidores ficassem alocados por um longo período de tempo. Com o Plano Collor 2 em 1991, devido à alta inflação registrada no ano trouxe condicionantes importantes para o mercado financeiro, dentre eles a extinção novamente da correção monetária, proibição de participação de pessoas física e jurídicas não financeiras nas operações de overnight, congelamento de preços e salários e a criação da Taxa Referencial (TR), utilizada como juros de referência para aplicações financeiras, com o objetivo de desindexação e combate à hiperinflação.

Além do desinteresse pelas LTNs, o governo teve que lidar com as dificuldades de rolagem da dívida com o fim do *overnight*. As expectativas com relação ao descongelamento dos preços e o viés inflacionário contaminaram o mercado. Diante disso, ocorreu a criação das Notas do Tesouro Nacional (NTNs), títulos pós-fixados, com rentabilidade indexada ao IGP-M, correção cambial ou TR em diferentes séries.

Tabela 14: Composição da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio

ANO	Tipos de títulos da dívida em poder do	Prazo Médio
1990	LTN, BTN, LFT	43m, 21d
1991	OTN, LFT, BTN, BBC, NTN, LBC	30m, 4d
1992	LFT, BTN, BBC, NTN, LBC	22m, 4d
1993	LFT, BTN, NTN, LTN, BBC	7m, 22d
1994	LFT, BTN, NTN, LTN, LBC, BBC	4m, 1d*

Fonte: Banco Central

Em 1992 ocorre o impeachment do presidente Fernando Collor de Mello e o mercado voltava a exigir prêmios de risco cada vez maiores. Com a vultuosa entrada de capitais estrangeiros devido à abertura da economia somada às devoluções dos investimentos congelados, houve um aumento da base monetária. Esse cenário forçou que o Banco Central realizasse grandes leilões de títulos com prazos menores.

Com o anúncio do Plano Real em 1994, o governo buscou desacelerar a inflação e interromper seu viés. Na prática, foi adotada uma política de juros reais elevados, câmbio semifixo em patamar valorizado e de esterilização dos fluxos financeiros que adentraram o país (houve um aumento de 2,5% do PIB das reservas entre 1992 e 1994).

No cenário internacional, destaque para a crise mexicana e a expressiva fuga de capitais em 1994. O governo buscou a manutenção dos juros elevados com o intuito de evitar que o excesso de liquidez pressionasse a demanda agregada e a inflação, além de manter o capital estrangeiro no território nacional. No período entre 1994 e 1998, a dívida líquida do setor público saltou de 30% para 40% do PIB. Esse aumento foi resultado da esterilização das operações externas, dado o diferencial de juros no Brasil em relação ao restante do mundo e do déficit nominal.

Tabela 15: Indexadores da DPMFI em poder do Público e Prazo Médio

ANO	Indexador			Prazo Médio (meses)
	Câmbio	Over/Selic	Prefixado	
1994	8%	16%	40%	4,10
1995	5%	38%	43%	6,63
1996	9%	19%	61%	7,43
1997	15%	35%	41%	11,50
1998	21%	69%	4%	16,50

Fonte: Banco Central

Os títulos de certa forma apresentavam componentes favoráveis para que houvessem desindexação e aumento dos prazos. Houve expressiva elevação da participação dos prefixados, além de aumento do prazo médio dos títulos. Entretanto, em 1997, apesar de o Tesouro lançar alguns títulos inéditos, como as LTNs de 730 dias e as NTN-s de 60 meses, título este cuja atualização do valor nominal acompanhava a cotação do dólar dos EUA, além de ter pagamento de juros semestrais e taxa de juros definida pelo Ministro da Fazenda, a qual era aplicada sobre o valor nominal, segundo Barbosa e Loureiro (2003, p.23).

O cenário externo, devido à crise asiática em 1997 significou a interrupção do alongamento da dívida e predominância dos prefixados. O Comitê de Política Monetária (Copom) fixou duas importantes taxas em níveis muito elevados para o

passado recente delas. A Taxa Básica do Banco Central (TBC²⁵), a qual estava em 20,6% subiu para 43,4% em poucos meses. Esta taxa foi criada para alterar a condução dos juros no mercado aberto e sinaliza o patamar mínimo de juros mensal. A Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN²⁶) saltou de 23,5% para 46,4%. A TBAN por outro lado é utilizada como teto para as referências do mercado e como limite sobre o redesconto concedido aos bancos. A criação de ambas as taxas no segundo semestre de 1996 teve como meta estabelecer maior transparência nos objetivos do Banco Central. As mudanças buscavam alterar a forma de fornecimento de linhas de assistência de liquidez. As operações de redesconto deixaram de ser uma ferramenta utilizada apenas quando haviam esgotado outras fontes de financiamento, como a captação por meio de títulos públicos. Os objetivos eram de fornecer crédito em duas situações distintas. A primeira era quando as taxas eram inferiores à taxa Selic e serviam ao propósito de captação dos bancos. No segundo caso, os custos eram superiores à taxa Selic, dada a situação de iliquidez e desequilíbrios nos fluxos de caixa dos bancos²⁷.

A dinâmica da dívida, portanto, voltou a ser pós-fixada e também cambial, dada a expectativa de mudanças no regime de câmbio. Os juros de curto prazo voltaram a ser o conforto dos agentes e, com a crise da Rússia em 1998, houve aumento expressivo do custo da dívida, uma vez que os juros reais elevados era fonte de manutenção das divisas no Brasil.

Na década de 90, o que se viu foi a ampliação dos anseios do capital financeiro, com a perpetuidade do processo de correção monetária e da elevação das taxas de juros no final da década. Estes fatores, determinados pela crise da Ásia e da Rússia,

²⁵ Taxa Básica do Banco Central (TBC), criada para mudar a forma de controle dos juros no mercado aberto adotando a estratégia de apenas sinalizar o patamar mínimo de juros, deixando que os bancos ajustem entre si as taxas do dia em função da liquidez do mercado. Serve de parâmetro para as intervenções diárias das Autoridades Monetárias (AM) no mercado, além de corrigir todos os empréstimos de redesconto concedidos às instituições financeiras dentro do valor-base e desde que com garantias em títulos públicos federais livres, e, desta forma, ajuda a balizar o custo do financiamento diário das carteiras de títulos públicos. Seu valor é mensal e determinado pelo COPOM ao final do mês anterior ao de sua vigência.

²⁶ Criada para estabelecer, junto com a TBC, os limites de custo dos recursos concedidos aos bancos no sistema de redesconto. A Tban será o parâmetro de juros sempre que forem sacados no redesconto valores acima do valor-base, ou então, forem dadas, pelas instituições financeiras, garantias diferentes dos títulos públicos federais livres.

²⁷ <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpec%2Fboletim%2FBanual96%2FBanualc2.asp>

ampliariam a instabilidade e incertezas macroeconômicas e comprometeriam o déficit em conta corrente. Além disso, o processo de privatizações e de venda de empresas privadas, elevou o fluxo de capital estrangeiro, aumentando a liquidez de moeda na economia, com a entrada de dólares.

O cenário de elevada necessidade de financiamento do setor público e incertezas quanto à piora do quadro inflacionário levaram à adoção do regime de metas inflacionárias. Na tentativa de superar entraves fiscais e melhorar o perfil da dívida, foi promulgada em 2000 a Lei de Responsabilidade Fiscal, pautada no planejamento, controle, responsabilidade e transparência.

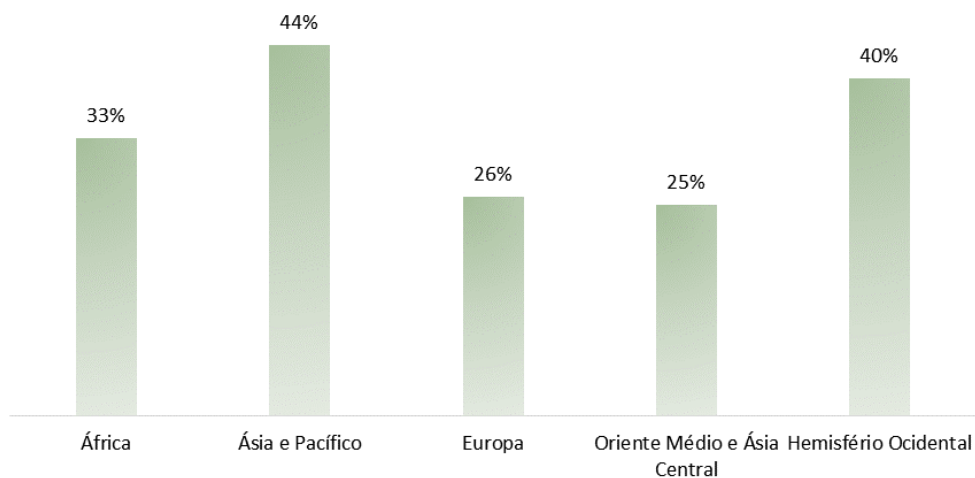
Capítulo 3: Experiência Internacional e os depósitos remunerados no Brasil

Experiência Internacional

No cenário internacional, segundo a pesquisa *Information System for Instruments of Monetary Policy (ISIMP, 2013)*, da qual 125 países participaram, percebe-se um menor uso de títulos do Banco Central no continente europeu (26%). A região da Ásia e Pacífico apresentaram o maior percentual de utilização de títulos dos bancos centrais (44%). A região do Hemisfério Ocidental utiliza 40%, enquanto a região do Oriente Médio e Ásia Central tem números parecidos com a Europa. No gráfico a seguir, com base em uma amostra de 57 países, 41% dos bancos centrais tem permissão para emitir títulos e utilizam dessa forma para operacionalizar a política monetária. Já os bancos centrais que têm a permissão, mas não emitem corresponde a 33%, seguido por 26% dos bancos centrais que não tem permissão para emitir títulos nas economias avançadas. Apenas na Dinamarca, Islândia e Coreia do Sul o Banco Central emite títulos próprios. Por outro lado, Austrália, Canadá, República Tcheca, Israel, Japão, Letônia, Nova Zelândia, Noruega, Singapura, Suécia, Suíça, Reino Unido, EUA e Zona do Euro utilizam títulos do Tesouro Nacional.

Um ponto importante é que a maturação dos títulos nos países que permitem que o BC emita títulos tende a ser de um ano. Portanto, na existência de dois emissores soberanos, os agentes prefeririam os títulos do Banco Central para movimentações de curto prazo. Além disso, pode-se inferir que os países desenvolvidos adotam a política de maior utilização dos títulos do Tesouro.

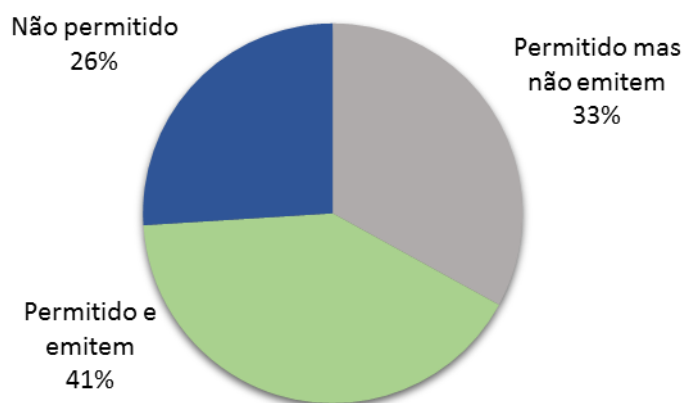
Gráfico 19: Atuação Bancos Centrais ao redor do mundo: utilização de títulos públicos



Fonte: ISIMP; elaboração própria

Gráfico 20: Permissão para emissão de títulos públicos

Bancos Centrais e emissão de títulos públicos



Fonte: ISIMP; elaboração própria

Em outro estudo realizado por Nyawata (2012), com 84 países, um total de 56 utilizavam títulos do Tesouro Nacional e 55, títulos do Banco Central. Apesar do aparente empate, a pesquisa agrega importante contribuição na distribuição destes países.

Quando considerados os países em desenvolvimento, como Afeganistão, Arábia Saudita, Nigéria, Tanzânia, Etiópia, dentre outros, o uso de títulos do Tesouro são mais recorrentes. Com relação aos emergentes, como Brasil, Índia, China, México, Rússia, dentre outros, o uso de títulos do Banco Central e de ambos (BC e Tesouro) é mais comum. Com relação aos países industrializados, os mais utilizados são os títulos do Tesouro, ou seja, segundo o autor, quanto mais industrializada uma economia, maior a propensão ao uso de títulos do Tesouro Nacional.

Para Nyawata (2012), tanto os títulos do Banco Central quanto os do Tesouro, apresentam características semelhantes. Entretanto, a diferença primordial reside no conflito do uso dos títulos do Banco Central, como a questão da gestão da dívida pública, baixa externalidade para o mercado monetário (dada a participação quase apenas dos bancos), fragilização da credibilidade do Banco Central devido ao enfraquecimento de seu balanço, com o pagamento dos juros dos títulos, além da possibilidade de segmentação do mercado, pelo fato das características semelhantes entre os títulos do Banco Central e Tesouro.

A centralização em títulos do Tesouro seria mais benéfica para o mercado como um todo, dado que não prejudicaria o balanço do BACEN, além de dar maior previsibilidade sobre a gestão tanto da política fiscal como da monetária.

Para o autor, alguns fatores são responsáveis pela preferência por títulos do Tesouro, como:

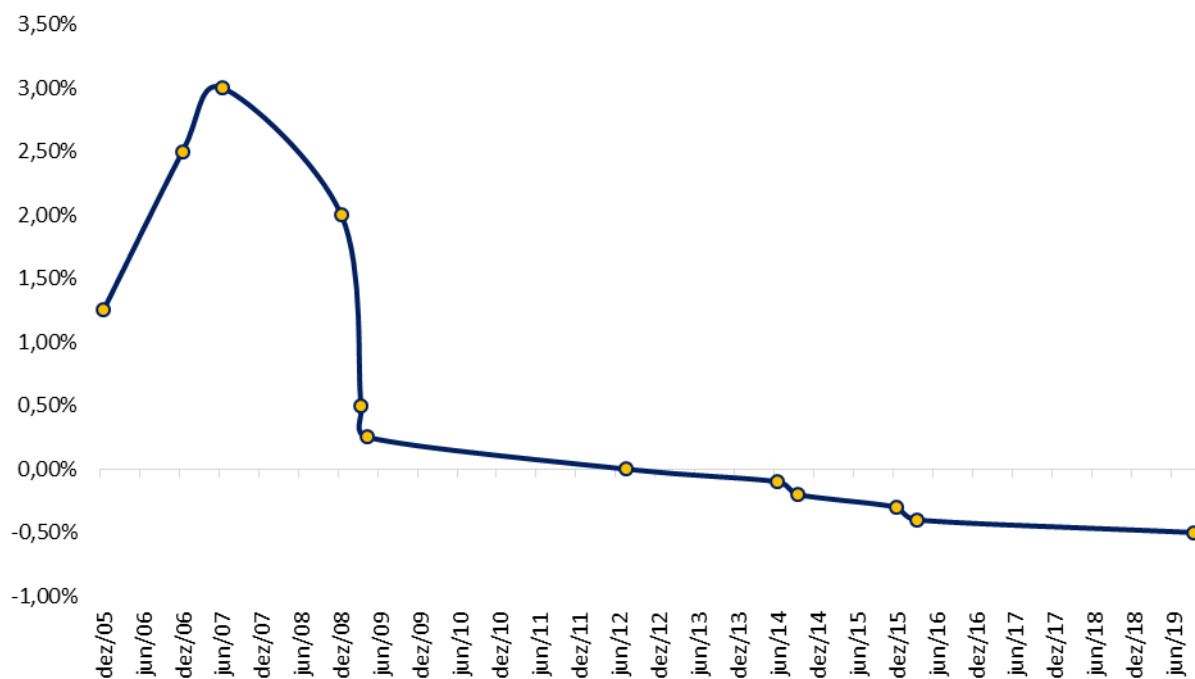
- Uma visão integrada do setor público, abrangendo a situação financeira do Banco Central e do governo;
- O desenvolvimento dos mercados monetários;
- A busca por externalidades positivas para toda a economia;

Os depósitos remunerados também se tornaram um importante instrumento de controle da liquidez. Conforme mencionado, esta política é adotada pelo Banco Central Europeu, *Federal Reserve* e pelo Banco Central da Inglaterra.

A utilização dos depósitos remunerados (*deposit facility*) pelo Banco Central Europeu tem a finalidade de remunerar os depósitos realizados pelos bancos no *overnight*. As taxas de remuneração eram de 2% em 2008, chegando a 0,25% em

2009. A partir de junho de 2014, a remuneração atingiu os 0,10% negativo, se estabilizando em -0,50% desde setembro de 2019²⁸.

Gráfico 21: Taxa de Juros Banco Central Europeu (BCE)



Fonte: BCE

No caso dos Estados Unidos, são realizados leilões sem o caráter competitivo, para determinação das taxas efetivas. Esta taxa é formada pela soma da taxa de referência do dia mais um *spread*²⁹. Os prazos de vencimento destes depósitos têm a duração de sete dias.

Nos leilões mais recentes³⁰, ocorridos em maio e agosto de 2019, as taxas utilizadas foram as pagas sobre o excesso de reservas (*IOER – Interest rate on excess reserves*), que atualmente é de 0,10%, somadas a um ponto-base (0,01%). No leilão de maio, um total de 21 participantes foram responsáveis por depositar \$2,7 bilhões. Já em agosto, um total de 18 participantes depositaram \$1,66 bilhões. A adoção de

²⁸ Maiores informações disponíveis em: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.htm

²⁹ Maiores informações disponíveis em: <https://www.frb services.org/central-bank/reserves-central/term-deposit-facility/index.html>

³⁰ Os dados dos leilões são divulgados pelo *Federal Reserve* em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tdf.htm>

taxas nominais de juros negativas ocorreu devido às reservas voluntárias, cujo excesso passou a render taxas negativas. Segundo Mello et al. (2019), “com o colapso do sistema financeiro em 2008 e as consequências na economia real, o *Federal Reserve* (Fed) iniciou a implementação de uma série de políticas monetárias não-convencionais para criar liquidez financiada pelo governo, auxiliando os mercados com um extenso programa de compras de ativos públicos e privados no chamado *Quantitative Easing* (QE). Para os autores, houve uma transferência do mercado para dentro do balanço do Fed, processo este iniciado após a falência do Lehman Brothers.

O mecanismo de compra de ativos buscou reestabelecer o funcionamento do mercado imobiliário, além de reduzir as taxas de curto e longo prazo, “forçar” a migração para outros ativos, uma vez que os títulos estavam escassos. Por fim, também estabelecer um direcionamento (*forward guidance*) para o mercado. Com esta política de compras, a base monetária saltou de aproximadamente US\$ 837 bilhões em agosto de 2007 para mais de US\$ 4 trilhões em 2015 (Mello et al., 2019).

No Brasil, o Projeto de Lei (PL) nº 3.877/2020 foi aprovado pelo Senado e segue no aguardo da votação na Câmara dos Deputados.

O Projeto de Lei buscou trazer à tona os desafios enfrentados pela equipe econômica no combate à pandemia do coronavírus (Covid-19) e suas consequências para a geração de empregos, além das dificuldades fiscais, seja no financiamento da máquina pública ou na contabilidade da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Segundo o autor do PL, existem diferenças contábeis que impedem a criação de uma base comparativa que de fato expresse a situação do Brasil em relação aos outros países. Para o senador, é importante a segregação da atuação do Tesouro e do Banco Central, o que reduziria o impacto da emissão de títulos nos dados fiscais. Além disso, com a possibilidade de utilizar-se dos depósitos voluntários remunerados, o Banco Central teria mais um instrumento de gestão da liquidez, similar ao que ocorre nos países desenvolvidos.

Conclusão

Diante do exposto, pode-se observar que as operações compromissadas se tornaram parte relevante da Dívida Pública, especialmente a partir de 2005, início do processo de fortalecimento das reservas internacionais. Outros fatores também tiveram grande influência sobre estas operações, em especial a substituição dos títulos públicos do Tesouro, pelos que compõem a carteira do Banco Central.

Com esta política, o que ocorre é a transferência do passivo para o BACEN e redução dos prazos, dado que é indiferente quando o Tesouro resgata títulos no mercado e “força” o Banco Central a atuar na esterilização desta liquidez, pois os custos são os mesmos, uma vez que a remuneração das compromissadas é similar as LFTs.

A superação deste circuito seria a venda definitiva de títulos públicos, sem a garantia de recompra em tão curto prazo. Entretanto, segundo Lopreato (2015) “(...) a barreira para se atingir esse objetivo depende da superação da lógica das aplicações financeiras de curto prazo presente na cultura financeira brasileira”. Portanto, as raízes de tal comportamento dos agentes de mercado foram forjadas nas últimas décadas por períodos de alta inflação, elevado risco político e grande volatilidade nos juros. Isso se refletiu na maior participação das LFTs e na indexação à taxa de juros flutuantes. Rentabilidade, liquidez e baixo risco são traços marcantes da dívida pública brasileira.

O papel de fomentador do crescimento econômico, bem como do uso da dívida para financiamento do gasto público apresentou mudanças com a criação da Secretaria do Tesouro Nacional e gestão da dívida pública pelo Tesouro Nacional. Anteriormente, a administração da dívida pública era um mero instrumento para a finalidade de se atingir os objetivos econômicos. Não havia uma clara separação entre política fiscal e monetária.

Com desenvolvimento do mercado de títulos públicos, bem como da separação entre o papel da autoridade fiscal e monetária, foi possível aumentar a participação dos títulos indexados à inflação ou prefixados, o que permitiu que os objetivos dos Planos Anuais de Financiamento fossem próximos do proposto. Entretanto, quando se consideram as compromissadas, algumas distorções ocorrem nos números e fazem com que o prazo médio da dívida fique abaixo do mínimo estabelecido, além de que a parcela da dívida pública corrigida pela Selic fique acima do máximo.

Há um descompasso entre as estratégias do Tesouro Nacional e do Banco Central pois, enquanto há redução das LFTs, as compromissadas acabam reproduzindo as mesmas características. Caso não ocorram mudanças mais profundas, que ajudariam a superar os entraves da cultura de curto prazo, o passivo continuará existindo, entretanto, mantendo o mesmo perfil de rentabilidade com um prazo de vencimento menor. Mudanças como: alterações nos resgates dos títulos privados e fundos atrelados ao CDI; aumento dos impostos sobre resgates diários; mudanças na estrutura dos passivos de curto prazo das instituições financeiras; separação entre categorias de fundos, beneficiando aqueles investidores que permanecerem por prazos mais longos ou mesmo alterações na rentabilidade dos títulos de curtíssimo prazo, não mais com rentabilidade semelhante aos títulos de longo prazo, são alguns dos exemplos. Estas são algumas medidas que poderão auxiliar na mudança de perfil dos agentes. Todavia, tais mudanças devem ser feitas de maneira gradual e não punitiva, permitindo que as melhorias beneficiem o mercado como um todo, além de garantir uma melhor gestão da dívida.

Junto à toda esta mudança no mercado de títulos públicos, o ambiente político e econômico deve contribuir com o alongamento e indexação da dívida. Como foi mostrado, diversas intervenções foram feitas nos títulos em negociação nas últimas décadas, o que acarretou em uma visão negativa da capacidade do Estado em contribuir com o mercado financeiro e permitir que ele fosse financiado de um modo mais previsível e com prazos mais longos. Toda a volatilidade observada é fruto deste passado e que ainda marca a memória dos tempos do *overnight*.

Os caminhos para a superação são muito desafiadores e passam por questões não meramente fiscais, mas sim de um ambiente propício para que as melhorias no perfil da dívida ocorram de fato.

O cenário internacional no início do segundo decênio dos anos 2000 é de juros próximo à zero ou mesmo negativo. Talvez esta seja uma oportunidade de mudanças na rentabilidade de curto prazo, para que, em seguida, ocorram a venda (compra) de títulos de forma definitiva, sem permitir a recompra (revenda) e estabelecer critérios mais rígidos para os que buscam rentabilidade, liquidez e segurança.

Referências Bibliográficas

ARAUJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**: mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto - aspectos históricos e operacionais. 12. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.

BACHA, Edmar; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo de. **Mercado de Capitais e Dívida Pública - tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. 6. ed. Brasília, 1999.

BARROS, L. C. M. A moeda indexada: Uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, SP, v. 2, n. 1, p. 3–24, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643297>. Acesso em: 20 dez. 2020.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014)**. Campinas: Ie Unicamp, 2016

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, L. S. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BRASIL. Lei nº 10.179, de 06 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10179.htm. Acesso em: 07 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 11.803, de 05 de novembro de 2008. Altera a Lei no 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/l11803.htm. Acesso em: 07 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 09 de jun. 2021.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Da crise fiscal à redução da dívida, In João Paulo dos Reis Velloso, org. *Dívida Externa e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990: 16-46. Trabalho apresentado ao Fórum Nacional: Idéias para a Modernização do Brasil, Rio de Janeiro, novembro 1988.

_____. Crise e reforma monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v.4, n.1, p.63- 75, jan./mar. 1990.

CRUZ, Paulo Davidoff. As origens da dívida. **Lua Nova**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 41-46, set.1984 .

DECRETO 94.443 - http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1980-1989/1985-1987/D94443.htm

Divisão de Finanças Públicas (Difin). **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil 47**: fatores condicionantes da evolução da dívida pública nota metodológica. Brasília: Banco Central do Brasil, 2018.

GRAY, S. e PONGSAPARN, R. **Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines**. IMF Working Paper; 2015.

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE. **Relatório de acompanhamento fiscal**: considerações sobre o relacionamento entre o tesouro nacional e o banco central. Brasília: Instituto Fiscal Independente, 2017.

International Monetary Fund, 2013. Information System for instruments of Monetary Policy (ISIMP).

KEYNES, John Maynard. **Os economistas**: a teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultura, 1996.

LOUREIRO, André Soares *et al.* **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**: dívida pública e prêmio de risco dos títulos públicos no Brasil. 42. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

LEISTER, Mauricio Dias. **Textos para discussão**: o banco central deveria emitir títulos públicos? 26. ed. Brasília: Tesouro Nacional, 2016.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **DÍVIDA PÚBLICA: O LIMAR DE MUDANÇAS?** Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (ipea), 2015.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil**. Campinas: Instituto de Economia (Unicamp), 2018

NYAWATA, O. **Treasury Bills and/or Central Bank Bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations**, International Monetary Fund working Paper, jan/2012.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia (Mg), p. 7-26, jul. 2010.

Relatório Anual do Tesouro Nacional: relacionamento entre o tesouro nacional e o banco central. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019.

Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública**. Brasília: Ministério da Economia, 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/tesouro-publica-analise-sobre-solvencia-e-sustentabilidade-da-divida-publica>. Acesso em: 09 de jun. 2021.

Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Composição Ótima da Dívida Pública Federal:** Definição de uma Referência de Longo Prazo. Brasília: Tesouro Nacional, 2011.