

# Política monetária e dívida pública federal no Brasil, de 2004 a 2015\*

Bruno Paim\*\*

Mestre em Economia, Pesquisador em Economia da  
Fundação de Economia e Estatística (FEE)

## Resumo

A condução da política monetária pelos bancos centrais condensa parte importante das discussões teóricas na Ciência Econômica. Outro aspecto relevante é a gestão da dívida pública por parte das autoridades fiscais. Este artigo analisa o período entre 2004 e 2015, no Brasil, para apresentar como a operacionalização da política monetária do Banco Central conjuga-se com a administração da dívida pública federal (DPF) por parte do Tesouro Nacional. Para tanto, será importante compreender que o comportamento das instituições financeiras condiciona o resultado obtido pelas autoridades. Questiona-se se a aparente melhora no perfil da dívida pública federal pode ter sido frustrada pela condução da política monetária, que ofereceu às instituições financeiras, através das operações compromissadas, uma rentabilidade similar à presente nos títulos pós-fixados do Tesouro Nacional.

**Palavras-chave:** política monetária; dívida pública; operações compromissadas

## Abstract

*The monetary policy implementation by central banks condenses much of the theoretical discussions in Economics. Another important aspect is the government debt management by fiscal authorities. This article analyzes the period between 2004 and 2015 in Brazil to show how the monetary policy implementation by the Central Bank is combined with the management of the Federal Public Debt (FPD) by the National Treasury. For this purpose, it will be important to understand how the behavior of financial institutions affects the results obtained by the authorities. It was examined whether the apparent improvement in the profile of the FPD may have been frustrated by the monetary policy implementation, which offered to financial institutions, through repurchase agreements, a return similar to that of the floating rate notes of the National Treasury.*

**Keywords:** monetary policy; public debt; repurchase agreements

## 1 Introdução

---

A política monetária condensa parte importante das discussões teóricas na Ciência Econômica. Dada a necessidade de gerar modelos para prescrever a condução dos bancos centrais, a política monetária é tida como representação explícita da coevolução entre teoria e prática. Nesse sentido, tanto a definição da taxa de juros como a determinação da oferta de moeda são pontos longamente discutidos na teoria econômica, com potenciais reflexos sobre a economia.

Outro aspecto relevante para a condução da política monetária é a gestão da dívida pública por parte do governo. Normalmente, a literatura restringe sua importância às avaliações de risco soberano (*default*), responsáveis por indicar a fragilidade ou a credibilidade de um país. Nessa perspectiva, a dívida é comumente vista como refle-

---

\* Artigo recebido em 19 jan. 2016.  
Revisora de Língua Portuguesa: Elen Azambuja

\*\* E-mail: bpaim@fee.tche.br  
O autor agradece aos pareceristas e aos colegas do Núcleo de Estudos de Política Econômica da FEE pelas contribuições ao artigo, isentando-os de quaisquer imprecisões ainda remanescentes.

xo das políticas fiscais promovidas pelo governo. No entanto, neste artigo, pretende-se abordar outra função da dívida soberana: seu papel na condução da política monetária por parte do banco central, que utiliza a taxa de juros, e não a oferta monetária, como principal instrumento de operação.

O objetivo deste artigo é levantar alguns aspectos teóricos, contrapô-los com o discurso utilizado pela autoridade monetária e pelos mercados financeiros, para, então, expandir a análise sobre a operacionalização da política monetária no Brasil durante a última década. A justificativa para tal esforço deriva do diagnóstico de que a forma como a oferta de moeda é compreendida pelos modelos reduz a capacidade de prever a reação das instituições financeiras, condicionando os resultados da política monetária. Como indícios, analisa-se o perfil da dívida pública federal, gerida pelo Tesouro Nacional, em paralelo à operacionalização da política monetária, efetuada pelo Banco Central do Brasil.

Além desta **Introdução**, apresenta-se um segundo capítulo com a discussão acerca da utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária. Na terceira seção, mostram-se a estrutura e a situação recente da dívida pública federal. Na seção seguinte, há o enlace entre a condução da política monetária, a gestão da dívida pública e o comportamento das instituições financeiras. A quinta seção reúne uma análise sobre os principais componentes que explicam o desempenho recente das operações compromissadas. Por fim, propõem-se breves considerações finais, com uma perspectiva crítica para a análise do tema em questão.

## 2 Política monetária e determinação da taxa de juros

---

O fato de os bancos centrais predominantemente utilizarem a taxa de juros para conduzir a política monetária aparenta a existência de um consenso entre os economistas e os formuladores de política monetária quanto ao melhor instrumento a ser utilizado para controlar a inflação. Ainda, poder-se-ia afastar questionamentos quanto ao caráter endógeno da oferta monetária. Isto porque o mecanismo utilizado para manter a taxa de juros no nível definido pela autoridade monetária (AM) é prover a quantidade de moeda demandada pelo sistema financeiro ao preço previamente definido (taxa básica de juros). Dessa forma, a AM determina a taxa de juros, mas não a quantidade de moeda.

Contudo, conforme Rochon e Setterfield (2007)<sup>1</sup> apresentam, esse aparente consenso esconde uma diferença teórica mais profunda, quando se consideram os motivos que conduzem a AM a essa prática: para a teoria dominante, representada pelo Novo Consenso Macroeconômico<sup>2</sup> (NCM), a taxa de juros é o instrumento de política monetária por **opção** dos bancos centrais; para outras vertentes, como a teoria pós-keynesiana, **não há outra opção**.

Atualmente, a determinação da taxa de juros pelo Banco Central do Brasil (BC) é guiada com base no Sistema de Metas de Inflação. Tal proposta deriva do arcabouço maior contido no NCM, segundo o qual as metas de inflação, quando críveis, representam a âncora nominal, e a taxa de juros é a única ferramenta legítima para conduzir à estabilidade de preços. Além das metas de inflação, o NCM prescreve a independência do banco central, a utilização de metas fiscais (de superávit primário) e o câmbio flexível.<sup>3</sup>

Pode-se considerar que a principal contribuição do NCM repousa sobre a mudança no instrumento de política monetária sob ingerência da AM: abandonou-se a tentativa de controle sobre a quantidade de moeda, para se reconhecer a taxa de juros como mecanismo predominante de controle da inflação. A partir daí, é necessário explicitar como é considerada a oferta de moeda endógena: se é determinada pela própria dinâmica das variações da produção e de suas relações com o sistema financeiro ou se é simplesmente um resíduo decorrente da opção da AM de utilizar a taxa de juros como instrumento de política monetária.

Entende-se que basta resgatar os alicerces sobre os quais o NCM foi construído para observar a profunda influência do monetarismo e demonstrar o quão distante essa abordagem ainda está de construir uma teoria para explicar a endogenia da moeda. Isto porque, no monetarismo, estão as bases de uma teoria que considera a moeda como passível de ser controlada exogenamente pela AM. Não por outro motivo, o NCM adverte que se **optou**

<sup>1</sup> Tal diferenciação também pode ser encontrada em Serrano e Summa (2013).

<sup>2</sup> O Novo Consenso Macroeconômico é compreendido como o modelo que se torna predominante nos livros-textos de macroeconomia. O modelo, cuja base pode ser encontrada em Clarida, Gali e Gertler (1999), é apresentado por meio de um sistema de três equações: a primeira estabelece a relação entre o Produto Interno Bruto (PIB) e a taxa real de juros (Curva IS, do inglês *investment-saving*), a segunda representa a relação entre a inflação e a taxa de desemprego (Curva de Phillips), e a terceira representa a relação entre a taxa de juros nominal e a taxa de juros de equilíbrio (Regra de Taylor).

<sup>3</sup> Afora a independência do Banco Central, os demais pontos formam o que, no debate brasileiro, denominou-se “tripé econômico”.

por utilizar a taxa de juros como instrumento de política monetária, como se a AM tivesse renunciado ao controle sobre o agregado monetário para passar a utilizar a taxa de juros.<sup>4</sup>

Indicar a existência de uma opção para a AM mascara uma diferença mais profunda entre o NCM e os pós-keynesianos. Para esses, uma teoria na qual a endogeneidade é entendida de forma “profunda” defende a **impossibilidade** de a AM controlar plenamente o agregado monetário, restando à sua alçada o controle da taxa de juros, ou seja, diferentemente da justificativa apresentada pelo NCM, a opção de controlar o agregado monetário nunca existiu. A utilização da taxa de juros — e não da quantidade de moeda — como instrumento de política monetária não é uma opção, mas uma necessidade. Os teóricos parecem estar afastados dos *policymakers*, que reconhecem essa dificuldade de forma mais explícita, como se percebe, por exemplo, pela fala do Presidente do Banco Central do Canadá, ainda na década de 80, Gerald Bouey: “We didn’t abandon monetary aggregates, they abandoned us” (Gerald Bouey *apud* Serrano; Summa, 2013, p. 392).

Por esse motivo, afirma-se que o NCM não tem uma teoria para explicar a endogeneidade da moeda. Em última instância, a moeda só é endógena porque a AM renunciou ao seu controle: a oferta monetária é endógena por opção. As origens dessa visão estão no monetarismo da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), segundo a qual a oferta de moeda é exógena, e basta o controle da quantidade de moeda para estabilizar os preços. Alterações nominais não impactam o produto real (e vice-versa), e, nesse caso, a moeda é um véu a ser controlado exogenamente.

Além disso, apesar de a TQM já não ser mais utilizada como modelo para prescrição de política monetária, pois a quantidade de moeda já não é mais o instrumento utilizado pelos bancos centrais, alguns resquícios se mantêm nos livros-textos de economia. Um deles é a ordem de causalidade utilizada para explicar o funcionamento do sistema bancário. Conforme Paula (2014) apresenta, nessa visão, o banco possui reservas que liberam depósitos para gerar empréstimos (reservas-depósitos-empréstimos). Assim, as instituições financeiras simplesmente são agentes neutros que promovem a alocação eficiente dos recursos entre tomadores e emprestadores. Na sua versão mais antiga, os bancos emprestavam uma proporção fixa das reservas e, a partir daí, gerava-se um multiplicador monetário, facilitando o controle da oferta monetária pelo banco central, que simplesmente poderia alterar a quantidade de reservas compulsórias. Já em modelos mais recentes, há o reconhecimento de que os bancos administram seus ativos de forma a otimizar a alocação e reduzir a fragilidade da sua carteira ante o passivo, cuja composição resulta da escolha dos depositantes.

Por outro lado, a teoria pós-keynesiana apresenta a oferta monetária como sendo endógena e percebe, em seu fundamento, que alterações na renda e no emprego determinam a demanda por empréstimos e, por conseguinte, o estoque de moeda. Essa visão entende que as instituições financeiras são agentes ativos no processo de criação de moeda. Portanto, a ordem de causalidade inverte-se: os bancos expandem os empréstimos, o que resulta em depósitos que passarão a constituir as suas próprias reservas (empréstimos-depósitos-reservas). Nesse caso, a criação de moeda é guiada pelo crédito. Além disso, uma vez definida a taxa de juros, os bancos aprovarão qualquer demanda por empréstimos, o que os faz serem liderados pela demanda.<sup>5</sup>

Além disso, em momentos de crise, nos quais se expõe a fragilidade dos bancos, recorre-se à função de prestador de última instância da autoridade monetária, ou seja, temendo a geração de uma crise financeira, a AM se vê obrigada a também oferecer suas reservas para as instituições financeiras, que, assim, têm a criação de moeda avalizada. Dessa forma, garantir a estabilidade econômica implica expandir ou retraindo as reservas conforme necessidade do sistema financeiro, limitando as tentativas de controle do agregado monetário.

Neste artigo, assume-se a posição defendida pela teoria pós-keynesiana. Reconhece-se que existem limitações na condução da política monetária, pois os bancos centrais operam com regras fixas e previsíveis e também são submetidos a restrições externas, ou seja, apesar de a taxa de juros ser definida pelo banco central, essa decisão leva em consideração os objetivos da AM e as restrições a ela submetidas. Por outro lado, há elevada autonomia das instituições financeiras para decidir como alocar tanto ativos como passivos, mesmo com a recente evolução nos Acordos de Basileia, após a crise financeira de 2008. Além disso, compreende-se que o comportamento das instituições financeiras é guiado visando ao lucro, e a liberdade na administração de ativos e passivos pode gerar instabilidade na economia. Dessa forma, a utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária pelo banco central relega a quantidade e a composição da moeda em circulação aos anseios das instituições financeiras.

<sup>4</sup> Sargent e Wallace (1975), por exemplo, apresentam artigo que testa duas opções para a condução da política monetária, indicando ser possível a autoridade monetária escolher qual o instrumento a ser utilizado.

<sup>5</sup> Ver Moore (1988).

Nesses termos, serão analisadas situações nas quais o comportamento das instituições financeiras trouxe consequências para a operação da política monetária no Brasil, no período recente. Para tanto, agrega-se, na análise, a administração da dívida pública, a qual se confunde com o próprio surgimento histórico da moeda.

### 3 Administração da dívida pública federal

A existência da dívida pública tem intrincada relação com a constituição do Estado, bem como com o surgimento da moeda. Diferentemente do que a teoria convencional supõe, há evidências que mostram que a moeda surgiu mais como meio de representação de uma dívida do que como um mero facilitador de trocas com vistas a reduzir o custo de transação presente no escambo.<sup>6</sup> Já a abordagem cartalista adiciona que a cobrança de impostos por parte do Estado é responsável por definir a unidade de conta, dessa forma, determinando a moeda de ampla circulação.<sup>7</sup> Juntando-se essas duas perspectivas, tem-se que o Estado passou a reconhecer um título de sua própria dívida como moeda de ampla circulação.<sup>8</sup>

O poder derivado dessa relação implica que um governo pode simplesmente emitir dívida para criar moeda e financiar suas despesas. Convencionalmente, a dívida pública é um dos indicadores monitorados para analisar a credibilidade de um país, exprimir seu risco de inadimplência, além de impor restrições aos possíveis gastos demasiados de um governo. Isso tornaria a dívida importante para coordenar as expectativas dos agentes em torno da manutenção do seu financiamento. Contudo, mesmo se assim considerado, não há clareza de qual nível de endividamento é seguro ou crível para cada país. Nem mesmo há certeza sobre qual indicador deve ser considerado para determinar sua solvência ou não. Em livro publicado pelo Tesouro Nacional, atribuíram-se os parâmetros a um sistema de crenças:

[...] discutiremos formas práticas de “avaliar” sustentabilidade. As aspas são necessárias já que, em geral, nenhuma medida será uma forma definitiva de determinação de sustentabilidade, mas simplesmente um indicador útil para a formação de um sistema de crenças sobre a situação fiscal (Costa, 2009, p. 81).

Por outro lado, pode-se demonstrar a impossibilidade de um país tornar-se inadimplente em moeda própria, devido justamente à capacidade de imprimir moeda para pagamento das obrigações.<sup>9</sup> Dessa forma, ao apresentar-se como um sistema de crenças, o nível sustentável de dívida pública coloca-se como uma limitação convencional para a condução da política econômica.

No presente artigo, independentemente de se considerar fundamentada ou não a importância dada ao nível da dívida pública, o fato de ela ser convencionalmente considerada nos modelos que condicionam a ação dos agentes já é suficiente para que se atente com maior detalhe à sua evolução. Ressalta-se que convenções, mesmo aquelas que, como essa, são construídas sobre bases frágeis, têm impactos sobre a expectativa e o comportamento dos indivíduos.

Analisando o perfil da dívida pública nacional recente, percebe-se que o Brasil passou por uma relevante transformação desde 2002, quando a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) passou a monopolizar a emissão de dívida no País. A partir daquele ano, o Banco Central não pôde mais emitir dívida diretamente, e a política monetária passou a ser exercida via títulos emitidos pelo TN diretamente ao BC. Como será visto, a operacionalização da política monetária implica que essa restrição não gera diferença relevante no funcionamento, mas pode afetar o perfil da dívida.

Atualmente, a dívida pública federal (DPF) é composta pela parcela interna (DPFi) e externa (DPFe). Além disso, há os títulos em custódia do Banco Central, que, normalmente, não são contabilizados nas estatísticas da DPF. A análise a seguir aborda algumas questões quanto ao perfil da DPF recente.

O Gráfico 1 mostra o comportamento da DPF desde 2006. Percebe-se que há crescimento contínuo da dívida, que, em termos nominais, chegou ao montante de R\$ 2,8 trilhões em dezembro de 2015. Sobre a distribuição entre a parcela interna e a externa, ressalva-se que, a partir de 2002, houve a gradual transferência da gestão da DPFe do Banco Central para o Tesouro Nacional, que, em 2005, assumiu totalmente o controle. Esse monopólio, juntamente com a melhoria das condições macroeconômicas internas e externas, permitiu empregar um programa de recompra dos títulos da dívida pública mobiliária externa, reduzindo substancialmente sua parcela. Consequentemente, reduziu-se também a vulnerabilidade decorrente de dívidas expressas em moeda estrangeira.

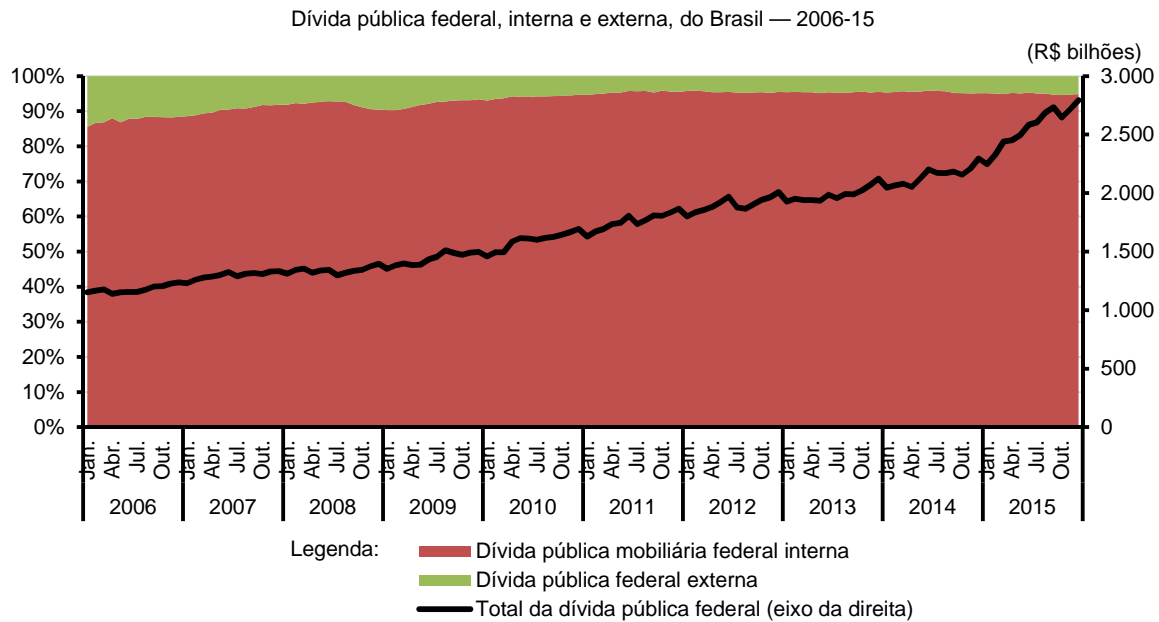
<sup>6</sup> Ver Graeber (2011).

<sup>7</sup> Ver Crespo e Santiago (2012).

<sup>8</sup> Ver Keynes (2011).

<sup>9</sup> Ver, por exemplo, abordagem da Modern Monetary Theory em Wray (2012).

Gráfico 1



FONTES: Brasil (2016).

Analisando a participação da dívida pública entre seus detentores (Gráfico 2), percebe-se um aumento significativo da parcela em posse de não residentes. Como hipótese, poder-se-ia supor que o programa de recompra da dívida externa incentivou uma substituição na carteira dos investidores de títulos denominados em dólar para outros denominados em real. Há outros dois fatores que parecem ter contribuído para essa tendência. Um fator interno é que, desde 2006, há isenção de Imposto de Renda para não residentes. Um fator externo foi o instrumento utilizado para combater a crise financeira internacional: diversas autoridades monetárias ao redor do mundo promoveram programas de **afrouxamento quantitativo**<sup>10</sup>, provendo liquidez às instituições financeiras, que, em busca de juros maiores, inundaram os países emergentes.

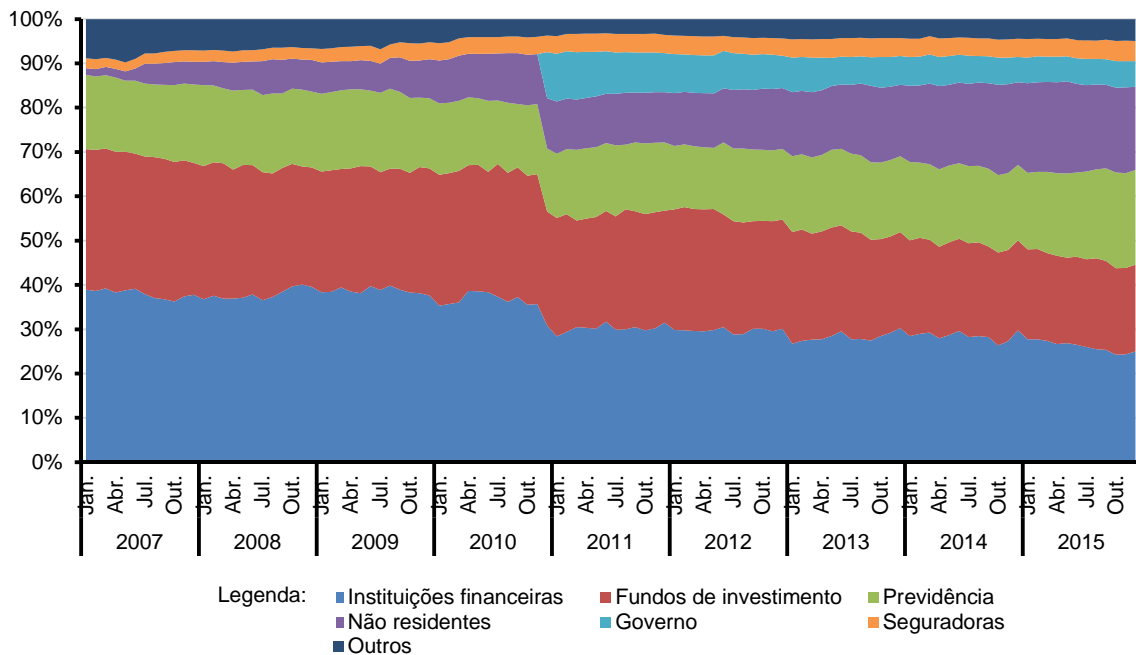
Desde dezembro de 2010, a parcela da dívida em posse do Governo começou a ser contabilizada separadamente. Refere-se aos fundos e recursos administrados pela União, tais como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), os Fundos Extramercado, o Fundo Soberano e os Fundos Garantidores. Anteriormente, esses recursos estavam alocados sob as rubricas Instituições Financeiras e Fundos de Investimentos.

A parcela em posse das seguradoras acompanha o crescimento da dívida, mantendo sua participação em torno de 5% do total. A maior parcela da dívida encontra-se em poder das instituições financeiras e dos fundos de investimento, que, atualmente, concentram mais de 40% da dívida. Desde 2011, quando as instituições governamentais já estavam contabilizadas separadamente, a participação conjunta caiu 13 p.p., no entanto, ainda são as maiores detentoras da dívida pública. Ademais, caso se considere que sob a categoria “não residentes” há presença massiva de fundos de investimento, tem-se que parcela considerável da dívida pública está concentrada na carteira das instituições financeiras e dos fundos de investimento, nacionais ou estrangeiros.

<sup>10</sup> Através dos programas de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), os principais bancos centrais do mundo, entre eles, o da Zona do Euro, o dos Estados Unidos, o do Japão e o da China, promoveram a compra de ativos da carteira das instituições financeiras.

Gráfico 2

Participação dos detentores da dívida pública federal interna no total do Brasil — 2007-15



FONTES: Brasil (2016).

NOTA: O grupo denominado Instituições Financeiras representa a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a essa categoria. A categoria Fundos considera todas as aplicações em títulos públicos feitos a partir da modalidade Fundos de Investimento, excetuando-se aquelas detidas pelos demais detentores, ou com participação desses, que são classificadas de acordo com suas respectivas categorias. A categoria não residente, individuais ou coletivos, considera contas de pessoas físicas ou jurídicas, dos fundos ou de outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior, reguladas por meio da Carta-Circular nº 3.278, de 18 de junho de 2007. Estão incluídos os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimento. Os grupos Fundos de Previdência e Seguradoras, como os próprios nomes permitem inferir, apresentam os investimentos das entidades que atuam nesses segmentos e incluem Previdência Aberta, Fechada e os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), seguradoras e resseguradoras. O segmento Governo inclui fundos e recursos administrados pela União, tais como o Fundo de Amparo ao Trabalhador, o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), os fundos extramercado, o Fundo Soberano e os fundos garantidores. Em Outros, são abrangidas basicamente as aplicações em títulos públicos de pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, à exceção das que foram anteriormente citadas (Dívida..., 2015, p. 37).

A dívida pública federal total também pode ser analisada segundo os indexadores utilizados na emissão dos títulos (Gráfico 3). Atualmente, existem as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) — pós-fixadas, indexadas à taxa Selic —; as Letras do Tesouro Nacional (LTN) — pré-fixadas, sem pagamento de cupom —; as Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F) — pré-fixadas, com pagamento de cupom semestral —; as Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) — pós-fixadas, indexadas ao IPCA —; e as Notas do Tesouro Nacional Série C (NTN-C) — pós-fixadas, indexadas ao Índice Geral de Preços do Mercado (IGPM). As parcelas de títulos indexadas ao câmbio e à Taxa Referencial são cada vez menores.

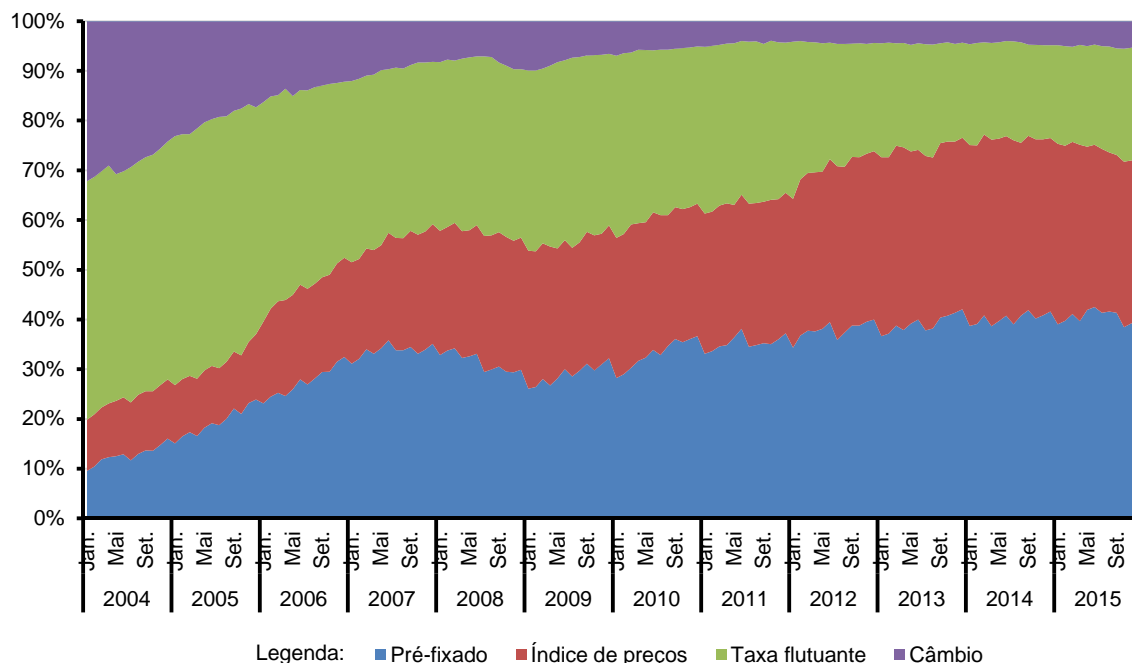
Com base nos Planos Anuais de Financiamento, documento no qual o Tesouro Nacional divulga como pretende gerir a dívida pública federal, pode-se perceber, dentre outros objetivos, a tentativa de reduzir a parcela pós-fixada e de alongar o prazo de vencimento da dívida. De modo prioritário, aparece ainda o objetivo de substituir os títulos indexados pela taxa básica de juros (LFTs) por outros pré-fixados (NTN ou LTN).

Dessa forma, a participação dos títulos remunerados pela taxa Selic no total da dívida se reduziu de quase 50% em 2004 para cerca de 20% atualmente.<sup>11</sup> Por outro lado, a parcela pré-fixada passou de 10% para aproximadamente 40% do total, enquanto a parcela indexada a índices de preços aumentou de 10% para 32%. Como será visto adiante, pode ser precipitado concluir que essa transição obteve pleno sucesso. Ainda, a parcela atrelada ao câmbio reduziu-se de mais de 30% para cerca de 5% em 2015.

<sup>11</sup> Uma parcela pequena era remunerada pela Taxa Referencial (TR).

Gráfico 3

Participação dos indexadores dos títulos públicos na dívida pública total do Brasil — 2004-15

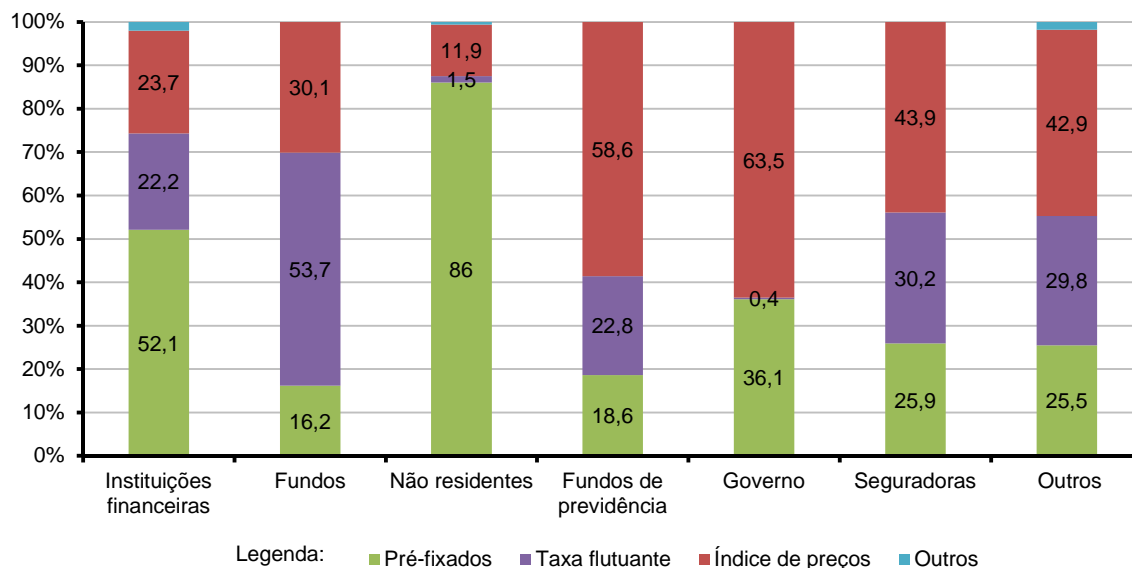


FONTE: Brasil (2016).

Por fim, pode-se analisar o perfil da carteira dos detentores (Gráfico 4). Contabilizando apenas a dívida pública federal interna, observa-se a preferência de cada agente. Nota-se a predominância de títulos pré-fixados na carteira de não residentes e das instituições financeiras. Os Fundos de Previdência mantêm a maior parte atrelada aos índices de preços, pois seu passivo também acompanha a inflação. Por outro lado, os fundos de investimento mantêm a maior parte da carteira alocada em título remunerados pela taxa flutuante, a Selic.

Gráfico 4

Composição da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), por detentor — dez./2015

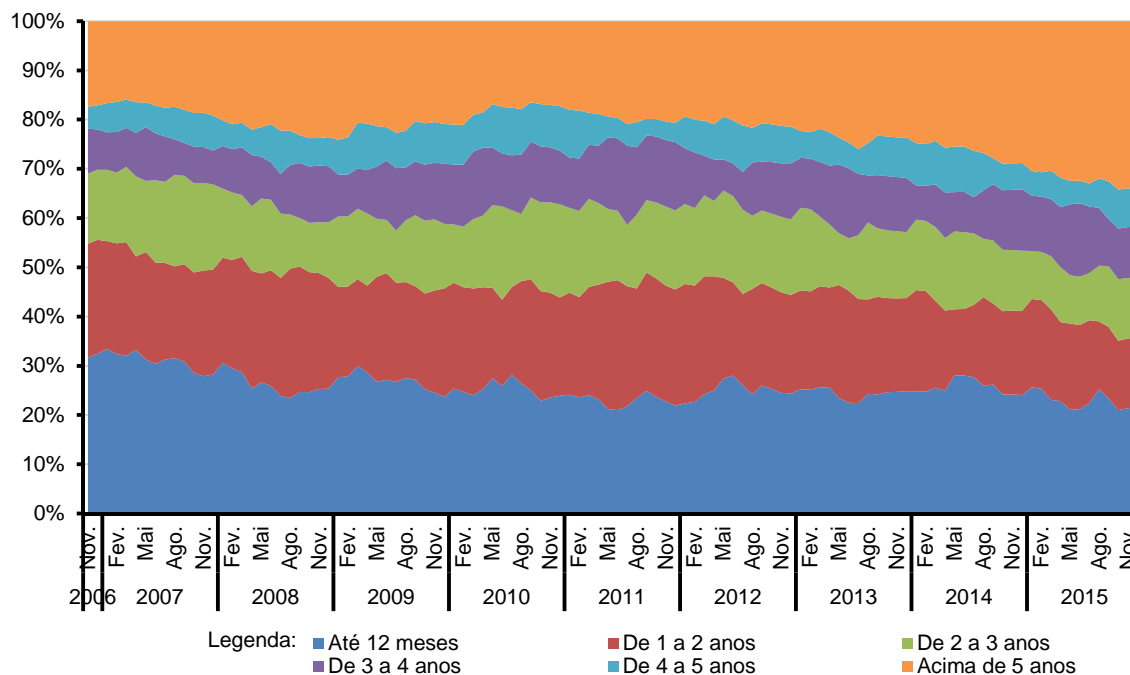


FONTE: Brasil (2016).

Quanto ao prazo de vencimento da dívida, no Gráfico 5, percebe-se uma melhora substancial, com os títulos com vencimento de até dois anos reduzindo-se de mais de 50% em 2006 para aproximadamente 35% em 2015. Em sua maior parte, tais títulos foram substituídos por outros de prazo maior que cinco anos, que dobraram sua participação de cerca de 17% para 34% no período.

Gráfico 5

Perfil de vencimentos da dívida pública federal do Brasil — 2006-15



Na seção seguinte, será vista a relação da dívida pública com a gestão da política monetária no Brasil. Identifica-se que, apesar da melhora aparente dos indicadores da dívida, ainda não é possível afirmar que o Tesouro Nacional esteja livre do custo contido na emissão excessiva de títulos pós-fixados. Tal ilusão é resultado justamente da má-compreensão que envolve o comportamento das instituições financeiras.

## 4 A operacionalização da política monetária no Brasil e a dívida pública

Nesta seção, pretende-se aprofundar a análise, para mostrar como o Banco Central coloca em prática a política monetária e qual sua relação tanto com a emissão de dívida por parte do Tesouro Nacional quanto com a alocação de ativos pelas instituições financeiras.

O Banco Central é responsável por manter a estabilidade da moeda via controle da taxa de juros. O Sistema de Metas de Inflação, que rege a condução da política monetária, é executado da seguinte forma: (a) o Governo Federal estipula uma meta para a taxa de inflação anual; (b) o Comitê de Política Monetária (Copom), do BC, é responsável por definir a taxa básica de juros, com vistas a alcançar a meta; (c) a Diretoria de Política Monetária (Dipom), do BC, é responsável por administrar a liquidez do sistema financeiro, de modo que a taxa de juros das operações diárias negociadas através do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) fique próxima à definida pelo Copom.

Para operacionalizar a política monetária, o Banco Central utiliza, como lastro de suas operações, os títulos emitidos especificamente para esse fim pelo Tesouro Nacional.<sup>12</sup> É importante perceber que esses títulos não são contabilizados normalmente na divulgação do total da dívida pública mobiliária federal (DPMF), como explicado em publicação do TN<sup>13</sup>:

<sup>12</sup> Como dito na seção anterior, essa instrumentalização surgiu após o fim da emissão de dívida por parte do Banco Central. Como só o Tesouro Nacional pode emitir dívida pública, cabe a ele repassar à autoridade monetária a quantia necessária para a efetivação da política monetária.

<sup>13</sup> Alguns indicadores contabilizam essa parcela. O conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), por exemplo, além de outras características, considera os títulos emitidos em favor do Banco Central. No entanto, desde a alteração metodológica de 2008, contabiliza somente a parcela desses títulos que estão na carteira do mercado. Ressalta-se que esse é o indicador normalmente considerado em comparações internacionais, dado que escapa da discussão sobre quais ativos podem ser considerados para abatimento da dívida. Outro indicador que capta a parcela de operações compromissadas em poder do mercado é a dívida líquida do setor público (DLSP) (Brasil, 2011).



No que diz respeito aos detentores, os títulos podem estar na carteira do Banco Central ou em poder do público. No primeiro caso, o efeito do estoque é nulo sobre a DLSP, pois a dívida, notadamente títulos da DPMFI, estaria registrada no ativo do Banco Central e no passivo do Tesouro Nacional em igual montante, havendo cancelamento das contas quando da consolidação dos balanços do setor público. Nesse sentido, o estoque em mercado é a estatística relevante para acompanhamento dos riscos e dos custos da gestão da Dívida Pública Federal, da sustentabilidade fiscal e da liquidez monetária (Silva; Medeiros, 2009, p. 106).

Assim, nos dados apresentados na seção anterior, os ativos mantidos em poder do BC não estavam contabilizados. A seguir, reapresentam-se algumas informações, para analisar novamente as estatísticas, incorporando a reação das instituições financeiras às políticas do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Os mecanismos de que o Banco Central dispõe para efetuar a gestão da liquidez do sistema financeiro são basicamente três: (a) depósitos compulsórios, (b) operações de redesconto, (c) operações de mercado aberto. O aumento do compulsório, por exemplo, força as instituições bancárias a manterem, como reserva no BC, uma porcentagem maior dos seus depósitos. Via operações de redesconto, o BC provê recursos para suprir de reservas as instituições financeiras fragilizadas. Por fim, as operações de mercado aberto podem ser definitivas ou compromissadas. Devido às suas características, atualmente, essas se constituem no principal instrumento utilizado pelo BC para agir sobre a liquidez do mercado.

Segundo Araújo (2002, p. 29), as operações de mercado aberto, efetuadas pelo Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), adquiriram maior importância devido a quatro motivos principais: (a) o impacto sobre a taxa de juros é imediato, (b) podem ser utilizadas nas duas direções, tanto para elevar quanto para baixar os juros, (c) o Banco Central é agente ativo no processo, pois é ele que decide comprar ou vender os títulos, e (d) o alcance dos efeitos é estendido a todas as instituições financeiras (por isso, é denominado “mercado aberto”)<sup>14</sup>.

Desde 2007, observa-se o crescimento significativo do volume de operações compromissadas negociadas pelo Banco Central. A atuação é feita da seguinte forma: caso a gestão dos ativos das instituições financeiras provoque um excesso de liquidez, o BC enxuga esse excesso vendendo títulos públicos via operações de mercado aberto, para impedir a queda da taxa de juros de curto prazo abaixo daquela definida pelo Copom (a taxa Selic). Essas operações de mercado aberto podem ser operações compromissadas (com promessa de compra/venda futura por parte do BC, com prazo de 1 até 180 dias) ou definitivas (com prazo definido, sem obrigação de recompra).

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

O crescimento significativo das operações compromissadas indica que o Banco Central está tendo que vender muitos títulos públicos para enxugar o excesso de liquidez do sistema financeiro. Com isso, há um aumento da quantia de títulos que o Tesouro Nacional tem que emitir para o Banco Central executar a política monetária. Como mostra o Gráfico 6, desde 2006, a participação dos títulos públicos em posse do Banco Central no total da dívida pública aumentou 12 p.p.

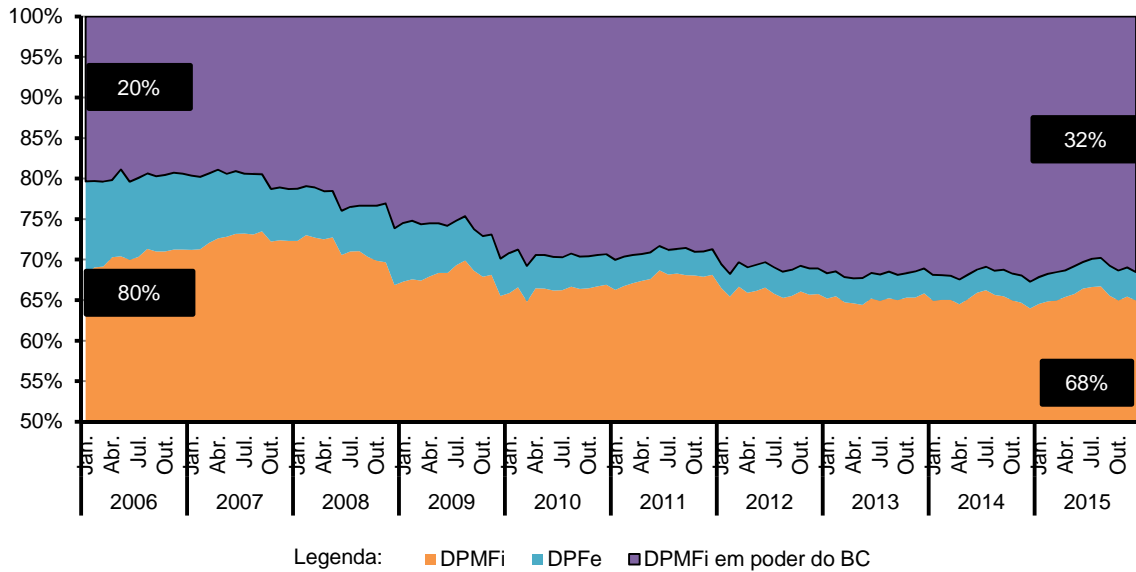
Se forem comparados internacionalmente, o volume de recursos em operações compromissadas destaca-se frente ao de outros países. Em matéria no jornal Valor Econômico, Torres (2013) apresentou um comparativo de quanto as operações compromissadas representavam do total de ativos de cada banco central. No Brasil, chegava a 33%; no Japão, esse número era de 10,3%; nos Estados Unidos, 3,7%; na Austrália, 1,9%; na Zona do Euro, 0,1%. Um dos motivos para tal diferença é que, nos EUA, por exemplo, o Federal Reserve (banco central norte-americano) remunera as reservas das instituições financeiras (tanto os depósitos compulsórios como a quantia em excesso). Dessa forma, utiliza a taxa de juros sobre essas reservas como um instrumento adicional na condução da política monetária.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Segundo Araújo (2002, p. 28), “[...] o potencial das operações de mercado aberto reside no fato de possibilitarem ao Banco Central uma intervenção direta no mercado aberto de títulos públicos. Em um sentido amplo, a expressão ‘mercado aberto’ deve ser entendida como um mercado de haveres monetários ou não monetários que funciona em ambiente indefinido”.

<sup>15</sup> Contudo, não se pode perder de vista que as taxas de juros nesses países estão próximas a zero, enquanto, no Brasil, elas são historicamente altas.

Gráfico 6

Dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), dívida pública federal externa (DPFe) e DPMFi em poder do Banco Central (BC) — 2006-15

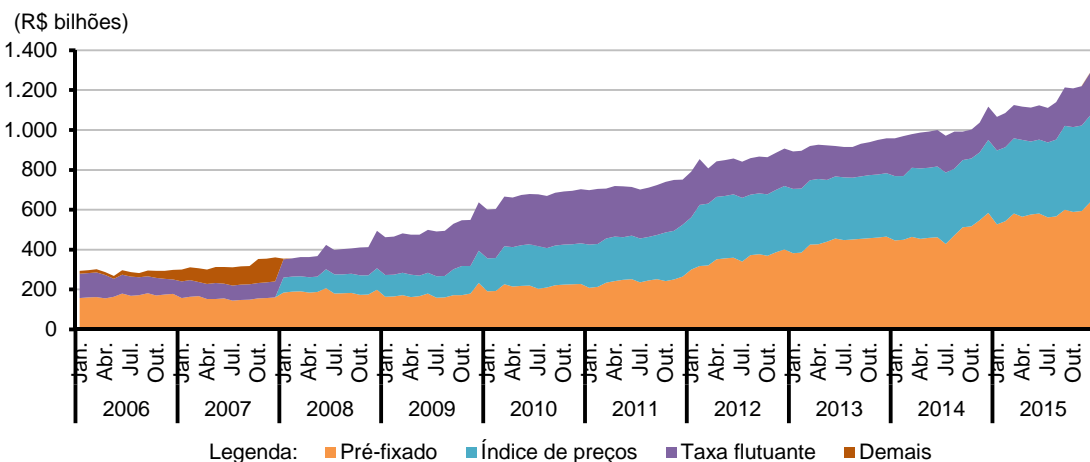


FONTE: Brasil (2016).

Sobre a composição dos títulos em posse do Banco Central, o Gráfico 7 mostra que esse aumento se concentra em títulos cujos rendimentos são pré-fixados e indexados à inflação. No entanto, a colocação no mercado via operação compromissada difere da emissão direta via Tesouro Nacional. Isso ocorre porque o Banco Central se compromete a recomprar (ou revender) os títulos em prazo de 1 a 180 dias, ou seja, a liquidez pode ser até imediata.<sup>16</sup> Já no caso da emissão via Tesouro Nacional, a liquidez é exercida via mercado secundário, e o possuidor do título deve levar em consideração o prazo de vencimento constante em sua emissão. Assim, enquanto o título negociado diretamente com o Tesouro Nacional pressupõe definitivamente a liquidação em algum momento, o título em posse do Banco Central com promessa de recompra (ou revenda) não será liquidado. Isso acontece porque sua posse última é do Banco Central, e a liquidação é simplesmente o retorno do título para o Tesouro Nacional. De qualquer forma, salienta-se que, durante o período em que o título ficar em posse das instituições financeiras, ele será remunerado pelo Banco Central a taxas próximas à Selic. Apesar da dívida não gerar custo na amortização, ela gera um serviço na forma de juros, ou seja, as operações de mercado aberto geram um custo para o Banco Central e, conseqüentemente, para o Tesouro Nacional.

Gráfico 7

Dívida pública federal do Brasil, por indexador, em poder do Banco Central — 2006-15



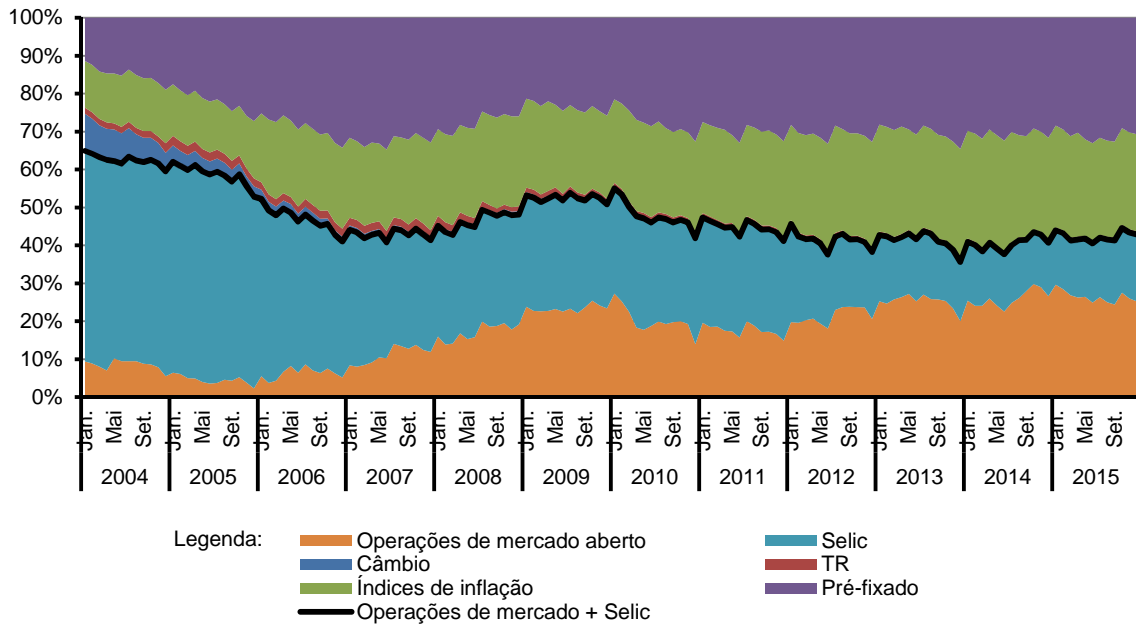
FONTE: Brasil (2016).

<sup>16</sup> Em 2015, em média, 13% das operações compromissadas venciam em até um mês. Em dezembro, esse número chegou ao ápice da série: 28,8%, o equivalente a R\$ 258 bilhões tinham vencimento de até 30 dias.

O Gráfico 8 discrimina a dívida pública mobiliária federal por indexador, incluindo, no cálculo, as operações de mercado aberto. Uma vez que, em última análise, o BC garante a recompra (ou revenda) da operação, não importa que título foi adquirido: ele será remunerado pela Selic durante o período contratado.<sup>17</sup> Como se pode perceber, concomitantemente ao aumento da participação das operações de mercado aberto, há uma redução da participação de títulos indexados à Selic. A linha preta no gráfico indica a soma dos dois componentes, mostrando uma estabilidade de cerca de 42% do total da DPF. Como será melhor delineado adiante, há indícios de que as instituições financeiras substituíram a aquisição de LFTs via Tesouro Nacional, para “aplicar” em operações compromissadas via Banco Central.

Gráfico 8

Participação, por indexador, na dívida mobiliária federal — 2004-15



FONTE: BCB (2016).

O Gráfico 9 mostra a distribuição dos detentores de títulos públicos entre o Banco Central e o mercado.<sup>18</sup> Os títulos públicos podem estar em custódia do Banco Central ou do mercado. Contudo, títulos públicos em custódia do Banco Central podem estar na carteira do mercado via operações de mercado aberto (em sua maioria, compromissadas).

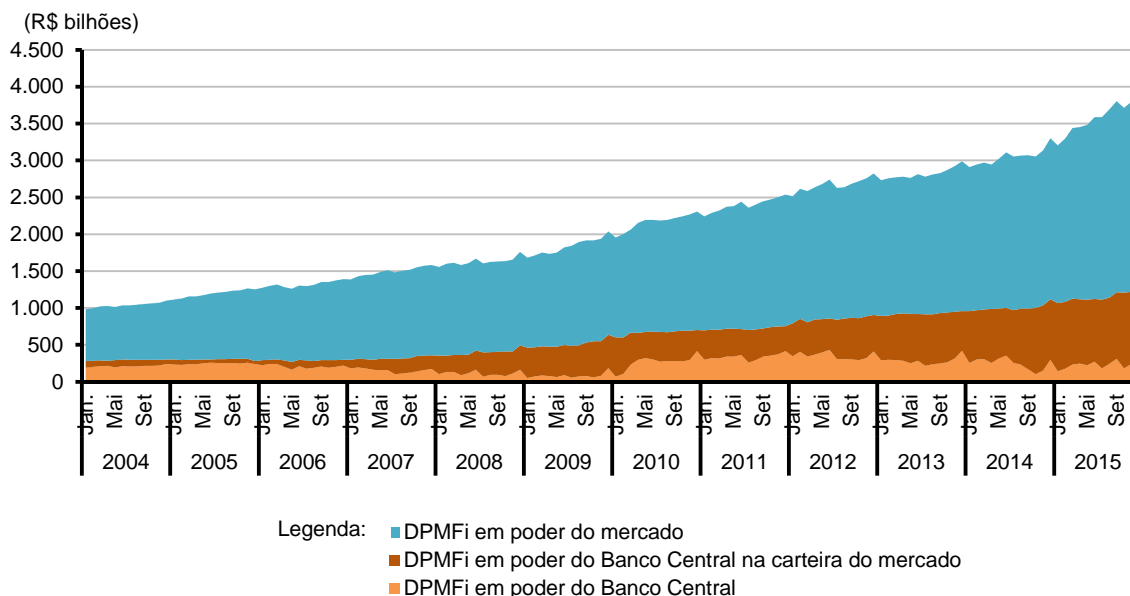
Através dos dados disponibilizados pelo BC, pode-se mostrar a distribuição dos títulos do TN entre a custódia do mercado e do Banco Central, que, por sua vez, podem estar em carteira do próprio BC ou do mercado. Percebe-se que, do total de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para operacionalização da política monetária e da manutenção da solidez do sistema financeiro, a participação média das operações do mercado aumentou de 28% para 80%, de 2004 a 2015.

<sup>17</sup> Nota do Banco Central do Brasil (BCB, 2013, *online*): “Ressalte-se, ainda, que o importante na operação compromissada é o prazo e a taxa contratada e não o título utilizado como lastro da operação”.

<sup>18</sup> Como observado na nota de rodapé 13, os títulos públicos em custódia do Banco Central não são normalmente contabilizados como dívida, pois são ativos do Tesouro Nacional e passivos do Banco Central, operações que se anulam, dado que as duas instituições são de propriedade da União. Os indicadores da DBGG e da DLSP incorporam a parcela desses títulos em posse do mercado.

Gráfico 9

Situação da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) do Brasil — 2004-15



FONTE: BCB (2016).

Como visto no início desta seção, os títulos em custódia do Banco Central podem representar depósitos compulsórios, operações de redesconto ou operações de mercado aberto (definitivas ou compromissadas). A partir das estatísticas sobre a alocação dos ativos das instituições bancárias, percebe-se como essas quantias referem-se ao aumento das operações compromissadas.

O Banco Central publica mensalmente as contas analíticas das Outras Sociedades de Depósitos<sup>19</sup>. Permite-se, assim, indicar a alocação dos ativos dessas instituições entre quatro detentores principais: setor externo, Banco Central, Governo Federal e Outros Setores.

O Gráfico 10 mostra, de um modo geral, a expansão creditícia ocorrida no Brasil desde 2004. Os ativos<sup>20</sup> com Outros Setores representam, em sua maioria, ativos com o setor privado (em dezembro de 2015, 83%), que, por sua vez, incluem majoritariamente empréstimos e financiamentos destinados a empresas não financeiras e a famílias. Os ativos com o Governo Federal apresentaram leve crescimento e referem-se, na maior parte, a títulos públicos federais. Os ativos com o Banco Central apresentam dinâmica de contínuo crescimento, resultando em um aumento relativo na participação total dos ativos das instituições (de 11% para 16%, de dez./2004 para dez./2015).

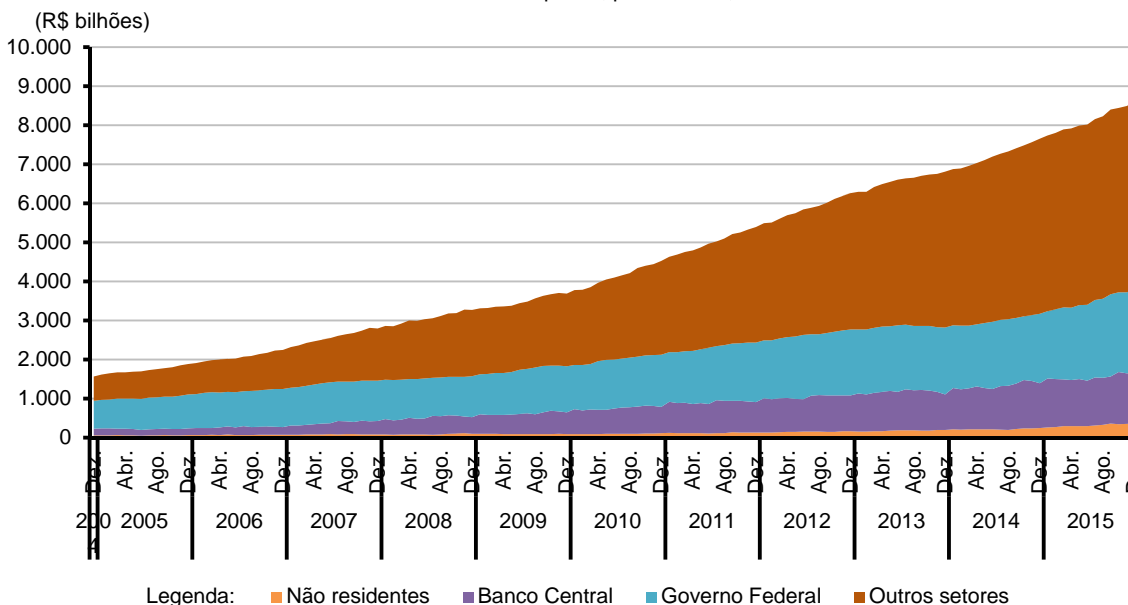
Os ativos com o Banco Central incluem moeda, recolhimentos em depósitos (compulsórios e voluntários) e outros ativos. Nessa última categoria, incluem-se as operações compromissadas com títulos públicos federais, e, até 2006, havia os resquícios de títulos ainda emitidos pelo próprio BC. O Gráfico 11 mostra como, a partir de 2007, há elevação constante da parcela que incorpora as operações compromissadas.

<sup>19</sup> São classificados como Outras Sociedades de Depósitos (OSD) os bancos comerciais, os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, as cooperativas de crédito, os bancos de investimento e desenvolvimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário/associações de poupança e empréstimos e os fundos de investimento financeiro. No caso dos fundos, são incluídos os ativos e os passivos das seguintes entidades: fundos de curto prazo, fundos de renda fixa, fundos cambiais, fundos multimercados e fundos referenciados.

<sup>20</sup> Para a contabilização dos ativos totais, os dados do Banco Central consideram os ativos externos líquidos e os ativos líquidos com o Governo Federal. Não se encontrou motivo para descontar os passivos na contabilização da parcela externa e da parcela com o Governo Federal. Sendo assim, preferiu-se apresentar a totalidade dos ativos sem essa diferenciação em nenhum dos detentores.

Gráfico 10

Ativos com outras sociedades de depósito, por detentor, no Brasil — 2004-15



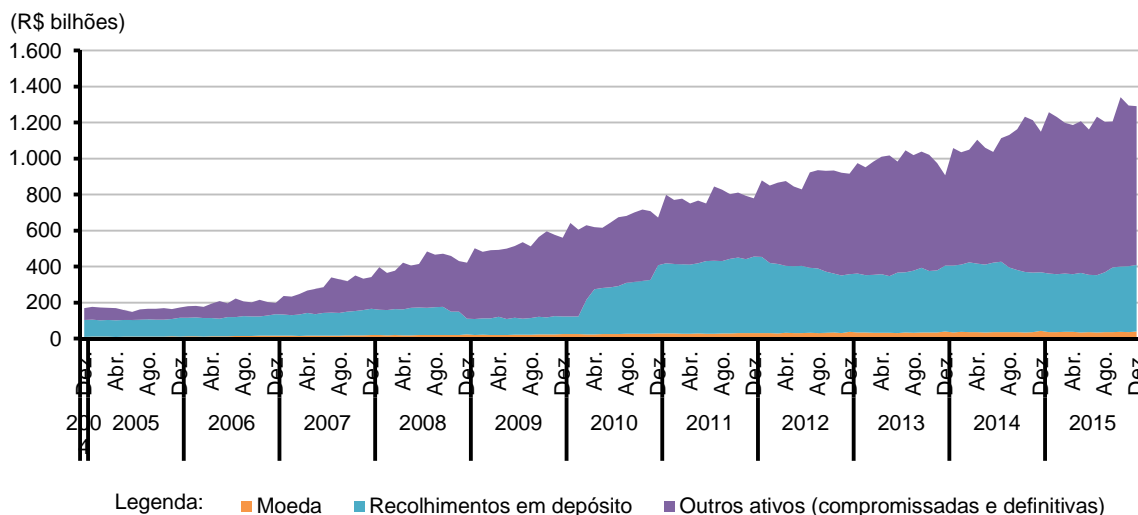
FONTE: BCB (2016).

As flutuações no recolhimento em depósitos, no final de 2008, referem-se às medidas macroprudenciais adotadas para mitigar as consequências da crise financeira iniciada no mercado de *subprime* americano, em setembro de 2008. No Brasil, uma das medidas tomadas foi a diminuição dos depósitos compulsórios, cujo objetivo era deixar mais recursos à disposição das instituições financeiras, compensando o aperto na liquidez internacional. Já em fevereiro de 2010, o BC reverteu essas medidas, a fim de limitar o crescimento do crédito, naquele momento, considerado excessivo. Além de buscar maior estabilidade financeira, essas medidas macroprudenciais visam a auxiliar a condução da política monetária e somam-se à administração da taxa de juros na tentativa de administrar a expansão do crédito e, conseqüentemente, da demanda.

Como se pode perceber, durante o período em que se reduziu o compulsório, os recursos mantiveram-se aplicados no BC, agora como operações compromissadas. Tal fato é evidência da dificuldade que a autoridade monetária tem em influenciar a quantidade de moeda em circulação na economia. Mesmo reduzindo o percentual exigido em reservas compulsórias, o Banco Central não conseguiu incentivar as instituições financeiras a aumentar os empréstimos. Esses recursos simplesmente voltaram ao BC na forma de operações compromissadas.

Gráfico 11

Ativos de outras sociedades de depósito em custódia do Banco Central do Brasil — 2004-15



FONTE: BCB (2016).

Com isso, cada vez mais os ativos mantidos junto ao Banco Central são concentrados em operações compromissadas. Em dezembro de 2015, representavam cerca de 70% do total em custódia da autoridade monetária, praticamente o dobro do que representavam em 2004.

O alto valor mantido na tesouraria das instituições financeiras indica que, ao custo existente, elas preferem não emprestar ao mercado (empresas e pessoas físicas) e que, reciprocamente, não há demanda suficiente do mercado para tomar emprestado. Em ambos os casos, a execução da política monetária oferece uma alternativa rentável para a alocação desses recursos, e fica explícito que a autoridade monetária não tem mecanismos para controlar a quantidade de moeda em poder do mercado.

## 5 As operações compromissadas e o comportamento das instituições financeiras

O comportamento recente das operações compromissadas gerou algum debate na academia. Segundo Felipe Salto<sup>21</sup>, essa composição indica a imperícia do TN na gestão da dívida pública. Para o economista, passou-se a ofertar títulos pré-fixados e de prazo mais longo, mas não se encontrou demanda suficiente. Nesse caso, à medida que venciam títulos do Tesouro Nacional, anteriormente comprados diretamente pelas instituições financeiras, eles não eram substituídos por novos títulos, como seria usual. Assim, as instituições ficavam com aquele dinheiro disponível “em caixa”. Esse comportamento acabava por elevar a liquidez no sistema financeiro, pressionando uma redução da taxa de juros. A fim de mantê-la no nível definido pelo Copom, o BC obrigou-se a vender títulos via operações compromissadas, para enxugar esse excesso de liquidez. Ainda, para o economista, entre as causas dessa elevação nas operações compromissadas, estão as recorrentes operações de *swap* cambial, cujo custo também injeta liquidez no sistema financeiro, a ser enxugado pelas operações. Como resultado, conclui Salto: “Claramente, o BC está substituindo o Tesouro na tarefa de rolagem da dívida pública mobiliária federal” (Otta, 2013, *online*).

Em nota de esclarecimento, o Banco Central ressaltou que as operações compromissadas são instrumento exclusivo de execução da política monetária, ou seja, são o meio pelo qual o Banco Central consegue manter a taxa básica de juros no nível definido previamente pelo Copom. A instituição ainda elenca os motivos que podem levar a um excesso de liquidez:

Há vários fatores que contribuem para o aumento da liquidez de nosso sistema e, por conseguinte, para o aumento do estoque de operações compromissadas. Aquisição de dólares para compor as reservas internacionais, resgates líquidos de títulos da dívida pública federal promovidos pelo Tesouro Nacional, oscilações na conta única do Tesouro Nacional e movimentações dos depósitos compulsórios são os mais relevantes. Nos últimos anos, esses fatores se fizeram presentes em maior ou menor intensidade, isolada ou conjuntamente, em diferentes momentos (BCB, 2013, *online*).

A utilização das operações compromissadas estritamente como meio para conter o excesso de liquidez existente do sistema financeiro também foi defendida por José Senna, ex-Diretor do Departamento de Mercado Aberto e de Títulos Públicos do Banco Central. A alegação utilizada pelo economista é a mesma do pronunciamento oficial do órgão: em um primeiro momento, essas operações cresceram devido ao aumento das reservas internacionais; depois, devido ao resgate líquido de títulos públicos, como política do Tesouro Nacional de diminuir a participação das LFTs no total da dívida pública.<sup>22</sup>

Outros economistas mostram que esse comportamento recente é a representação de uma captura da autoridade monetária pelo sistema bancário. Para Terra (2014), entre outras evidências, o fato de o BC precisar enxugar a liquidez com operações compromissadas demonstra que a política monetária está refém das instituições financeiras, que, ao manterem maior parcela de reservas, impuseram um custo maior para a operacionalização da iniciativa de reduzir gradualmente a taxa Selic a partir de 2004.

A seguir, trazem-se mais elementos para explicar o aumento recente das operações compromissadas, apresentando-se o desempenho das variáveis indicadas pelo próprio Banco Central como causas. As operações compromissadas crescem a partir de janeiro de 2007, ampliam-se novamente em setembro de 2008 e diminuem em fevereiro de 2010. A partir de então, apresentam movimento crescente.

<sup>21</sup> Informações reunidas de: O BC... (2013), Otta (2013) e Moeda... (2014).

<sup>22</sup> Em entrevista ao jornal **Valor Econômico**, Senna observa, ainda, que tais operações são comuns na execução de política monetária em qualquer banco central. Contudo, no Brasil, há uma diferença: “[...] naqueles mercados as intervenções se fazem por meio de compras e vendas definitivas de títulos públicos, enquanto aqui as operações têm natureza temporária. O efeito prático, porém, é o mesmo” (Bittencourt, 2013, *online*).

Um dos motivos arrolados pelo Banco Central é a aquisição de dólares para compor as reservas internacionais. Tal operação foi efetivada quando do ingresso volumoso de recursos em busca da alta remuneração propiciada pela taxa Selic. Uma das formas de reduzir o impacto sobre o câmbio é a compra desses dólares pelo próprio Banco Central. Ademais, a constituição de reservas também diminui a exposição da economia à eventual fuga de dólares no futuro, melhorando os indicadores de solvência. No entanto, ao não permitir o ajuste do excesso de ingresso de divisas via câmbio e, concomitantemente, manter a taxa básica de juros inalterada, obrigatoriamente os recursos serão destinados aos títulos públicos. Tal operação, nos últimos anos, foi efetivada com as compromissadas.<sup>23</sup>

O Gráfico 12 mostra a variação das reservas internacionais, medida em reais ao câmbio médio do mês, que crescem a partir de janeiro de 2007. Esse crescimento é estabilizado na passagem de 2008 para 2009, voltando a crescer até início de 2013, quando se estabilizam novamente.

Em Brasil (2013, p. 29), indica-se que foi a política de aumento das reservas internacionais que incentivou a criação da Lei 11.803/2008, cujo objetivo é permitir a emissão de títulos do Tesouro Nacional para o Banco Central, a fim de que a política monetária possa ser efetivada. Em 2009, tal lei foi regulamentada pelo Ministério da Fazenda, determinando que as emissões ocorressem sempre que a carteira de títulos livres (ativos totais do TN no BC, menos compromissadas) ultrapassasse o limite inferior de R\$ 20 bilhões.

Outro motivo arrolado pelo Banco Central são os resgates líquidos de títulos da dívida pública federal interna promovidos pelo Tesouro Nacional. Por exemplo, no caso de o Tesouro Nacional promover emissão de títulos, ele estará retirando moeda do mercado. Se houver resgate de títulos, há uma injeção de moeda na economia, visto que os agentes devolvem os títulos à AM e resgatam o valor em moeda. A medida líquida dessas operações pode ser vista no Gráfico 12, por meio do indicador Impacto Total na Liquidez, no qual o movimento positivo significa aumento da liquidez, ou seja, resgate líquido de títulos. Nos dados médios em 12 meses, percebe-se que o impacto total na liquidez é positivo durante quase todo o período, passando a ser negativo somente em 2015.

Ainda com relação aos motivos dados pelo BC, os movimentos dos depósitos compulsórios são afetados pelas medidas macroprudenciais praticadas pelo Banco Central. Como foi visto no Gráfico 11, as operações compromissadas constituem-se em um substituto perfeito para quando a AM decide prover liquidez, mas as instituições bancárias não repassam esses fundos na forma de empréstimos para os tomadores finais. Nesse caso, o excesso é liquidado pelo próprio Banco Central, preso na armadilha de ter que manter os juros no patamar definido pelo Copom. Tal movimento pode ser percebido em dois momentos: ao fim de 2008, quando há diminuição dos compulsórios e elevação das compromissadas, e no retorno à normalidade, em fins de 2010, quando há elevação dos compulsórios e concomitante redução das compromissadas.

Por fim, o comportamento da Conta Única do Tesouro Nacional também afeta as operações compromissadas, pois a utilização desses recursos indica que haverá a injeção de dinheiro na economia, e o BC deverá agir para conter o excesso de liquidez. A crítica aqui recai sobre a possibilidade de o TN emitir títulos para constituir valores na Conta Única, que, quando utilizados, serão esterilizados por operações compromissadas.<sup>24</sup> O Gráfico 12 reúne esses fatores, para acompanhar o comportamento conjuntamente à expansão das compromissadas.

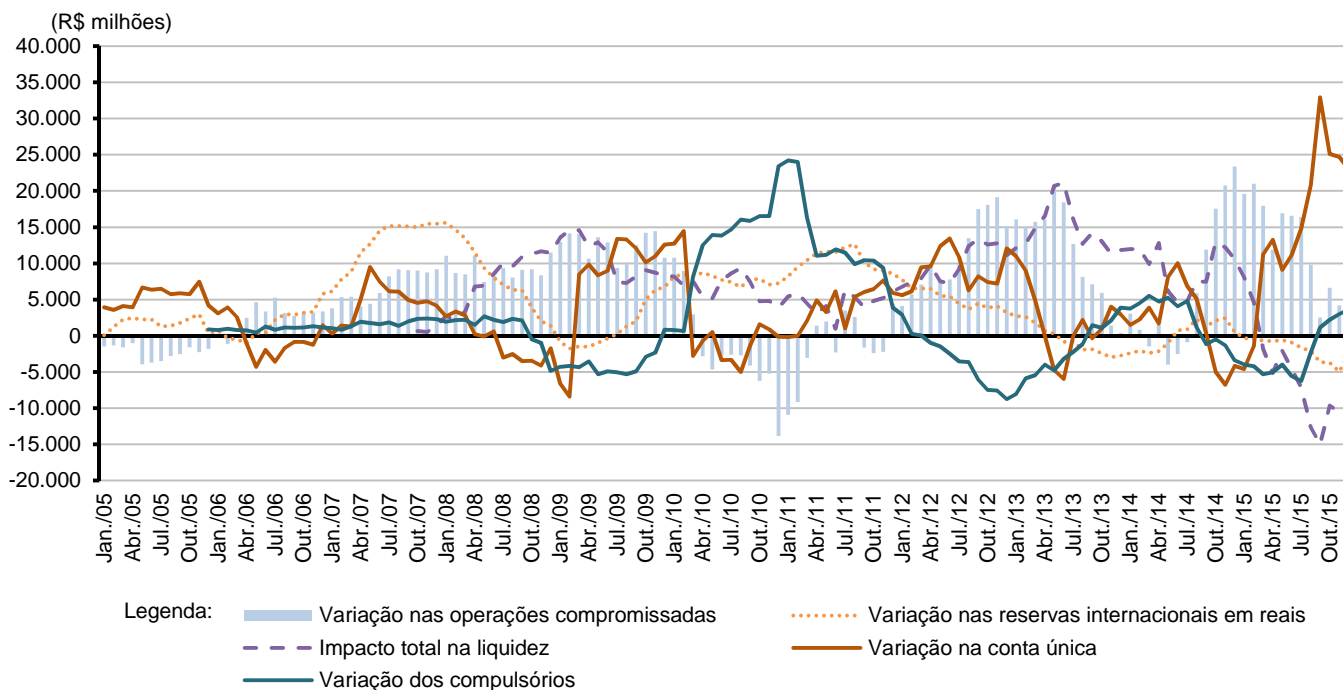
Uma análise visual simples indica que nenhum dos pontos anteriores explica **sozinho** o comportamento das operações compromissadas. No período de expansão das reservas internacionais, houve aumento das compromissadas, o que pode ser um fator relevante para o período. Contudo, as reservas pararam de crescer, mas as compromissadas continuaram aumentando. Durante quase todo o período, houve resgate líquido de títulos pelo Tesouro Nacional, o que teve impacto positivo sobre a liquidez. Tal fator pode também explicar uma parcela do crescimento das compromissadas. No entanto, desde o início de 2015, o impacto líquido da emissão de dívida tem sido negativo, ou seja, há retirada de liquidez do sistema financeiro, e, mesmo assim, as operações compromissadas continuam aumentando devido à elevação da Conta Única do Tesouro Nacional.

<sup>23</sup> Ver Serrano e Summa (2012) para uma explicação sobre o mecanismo de refluxo.

<sup>24</sup> Ao que tudo indica, algo parecido ocorreu ao fim de 2015, mas os dados disponíveis ainda não permitem comprovar essa hipótese.

Gráfico 12

Variação mensal de dados selecionados no Brasil — 2005-15



FONTE: BCB (2016).  
Brasil (2016).

O que pode estar ocorrendo recentemente é que os títulos que estão sendo oferecidos pelo Tesouro Nacional não são atrativos o suficiente para as instituições financeiras, que preferem manter o dinheiro na tesouraria, com a certeza de que o Banco Central irá retirá-los de circulação, oferecendo as operações compromissadas, agora ainda com taxa de juros crescente. Nesse caso, a operacionalização da política monetária oferece brechas que são aproveitadas — frisa-se, de forma legal — pelas instituições financeiras, para manterem o rendimento e a liquidez à qual estavam acostumadas quando da compra das Letras Financeiras do Tesouro Nacional.

Na presente análise, argumenta-se que, independentemente de ser uma apropriação das instituições financeiras, há uma incapacidade das autoridades monetárias de alterar o perfil da dívida e, ao mesmo tempo, conduzir a política monetária. A gestão ativa efetuada pelo sistema bancário em busca da manutenção dos altos rendimentos característicos das LFTs (eliminados com os programas recentes do TN) os fez buscar as operações compromissadas, um substituto equivalente, quando considerados o rendimento (taxa Selic) e o prazo (curto).

Como analisado na seção anterior, no Gráfico 8, a melhora do perfil da dívida pública pode ser contrastada quando se incluem as operações de mercado aberto, mostrando a evolução da participação dessa parcela sobre o total da dívida pública federal. Contudo, ao contrário do que alguns autores supõem, considera-se que essa não é uma fuga do Tesouro Nacional para continuar financiando a expansão dos gastos do Governo. Essa condição é fruto da crescente falta de autonomia da autoridade monetária, não perante o Governo, mas perante o sistema financeiro em geral. Assim, apesar da melhora na composição dos títulos da dívida pública, é ilusão pensar que as instituições financeiras deixaram de obter a remuneração que tinham ao comprar as LFTs, indexadas à Selic. Elas simplesmente passaram a comprar **qualquer** título nas operações de mercado aberto, que, por obrigação e pela própria função existencial, são remunerados à Taxa Selic, com prazos de 1 a 180 dias. Dessa forma, a operacionalização da política monetária, juntamente com o comportamento das instituições financeiras, cria um ambiente no qual há perda de autonomia das autoridades monetárias para compor o perfil da dívida.

A utilização da taxa de juros como principal instrumento para o Banco Central conduzir a estabilidade de preços também se constitui em uma proteção das instituições financeiras contra a inflação. Ademais, a tentativa de combater a inflação via contenção da demanda, mesmo em uma economia em recessão, implica ainda menor demanda por empréstimos. Em paralelo, colocar em prática a política monetária significa que o BC irá oferecer a quantidade de títulos demandados pelas instituições financeiras, sendo que a remuneração é a Selic e há liquidez elevada. Como consequência, a tentativa do Tesouro Nacional em melhorar o perfil da dívida através da diminuição das LFTs foi frustrada pela operacionalização da política monetária, que ofereceu um substituto à altura: as operações compromissadas.



## 6 Considerações finais

---

A discussão apresentada visou a uma análise da operacionalização da política monetária no País. Para tanto, apresentou-se como a teoria que embasa a condução do sistema de metas de inflação no Brasil percebe a oferta monetária e o comportamento das instituições financeiras. Contrapôs-se a essa perspectiva a teoria pós-keynesiana, desenvolvida justamente como uma proposição alternativa tanto para o comportamento do agregado monetário quanto para o papel que as instituições financeiras têm na administração desse agregado.

Em seguida, a apresentação do perfil da dívida pública federal objetivou mostrar como a sua gestão recente visou a superar algumas fragilidades: reduzir as parcelas denominadas em dólar e indexadas à taxa flutuante e aumentar o prazo, considerado excessivamente curto. A partir de então, mostrou-se como a condução da política monetária, conjuntamente a um comportamento ativo das instituições financeiras em busca da manutenção de seus rendimentos, impôs resultados diversos dos previstos tanto pelo Tesouro Nacional como pelo Banco Central, embora seu objetivo central tenha sido cumprido: a taxa de juros segue sendo determinada pelo BC.

Por fim, apesar de não se ter discutido ao longo do texto, é necessário salientar que a elevada taxa de juros no Brasil é motivo de interrogação há muito tempo. No entanto, ainda não é unanimidade que a sua manutenção em níveis altos seja sintoma de uma doença (ou a própria doença). Nesse sentido, seria difícil tratar o problema sem reconhecê-lo como um. Neste artigo, entende-se que o elevado e persistente nível da taxa de juros no País é um problema. Por outro lado, reconhece-se que a estrutura institucional que evolutivamente resultou no presente momento afasta qualquer solução simplista. Isto porque os agentes (instituições financeiras e autoridades monetárias) criaram hábitos e padrões de comportamento que dificultam a modificação da atual estrutura, a qual garante permanentemente uma alternativa rentável e líquida de alocação dos ativos. Com isso, observa-se que a manutenção da taxa de juros em níveis altos no País exige um custo crescente para o Tesouro Nacional, não só na emissão de títulos, mas também na operacionalização da política monetária pelo Banco Central, cujo enxugamento da liquidez tem obrigado ao aumento constante das operações compromissadas. A tentativa do Tesouro Nacional de eliminar as LFTs parece ter sido “sabotada”, de forma legal, pelas instituições financeiras, que simplesmente mantiveram os recursos na tesouraria, aguardando a ação do Banco Central de vender **qualquer** título público com promessa de recompra em até 180 dias e remunerado a taxas próximas à Selic.

A discussão apresentada mostra como é necessário discutir a operacionalização da política monetária, pois fica cada vez mais claro, tanto na teoria quanto na prática, que, embora consiga determinar a taxa básica de juros, a AM não tem autonomia para controlar plenamente a oferta monetária, e as instituições bancárias têm nisso um elevado grau de liberdade para gerir seus ativos e passivos. Além disso, a administração da dívida pública pelo Tesouro Nacional e a condução da política monetária pelo Banco Central devem reconhecer que a autonomia perante o mercado pode ser até mais importante que a efusivamente apregoada autonomia perante o Governo.

## Referências

---

ARAÚJO, C. H. V. Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil: Aspectos Históricos e Operacionais. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, Brasília, DF, n. 12, jan. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Nota de Esclarecimento**. Brasília, DF, 16 jul. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/nota-de-esclarecimento-16-7-2013.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. 2016. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 14 mar. 2016.

BITTENCOURT, A. Atuações do BC são 'defensivas', diz Senna. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 maio 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3121934/atuacoes-do-bc-sao-defensivas-diz-senna>>. Acesso em: 1 mar. 2016.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Indicadores Fiscais: Um olhar mais atento aos indicadores do Brasil**. Brasília, DF, 2011. (Informe Dívida).

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro**. Brasília, DF, 2013.

- BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Relatórios Mensais da Dívida de anos anteriores**. 2016. Disponível em: <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/-/relatorios-mensais-da-divida-de-anos-anteriores>>. Acesso em: 14 mar. 2016.
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. **Journal of Economic Literature**, [S.l.], v. 37, n. 2, p. 1661-1707, Dec. 1999.
- COSTA, C. E. E. L. da. Sustentabilidade da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p. 81-99.
- CRESPO, E. ; SANTIAGO, M. C. La Teoría Estatal de la Moneda en el Contexto Internacional. **Nuevas Miradas en Economía Heterodoxa**, Buenos Aires, p. 43-66, 6 jun. 2012.
- DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL: Relatório Anual 2014. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 12, jan. 2015.
- GRAEBER, D. **Debt: The First 5,000 Years**. Nova York: Melville House, 2011.
- KEYNES, J. M. **Treatise on Money**. United States: Martino Publishing Centre, 2011. 2 volumes em 1. [1930]
- MOEDA no curto prazo revela péssima qualidade da política fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 out. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/3739596/moeda-no-curto-prazo-revela-pessima-qualidade-da-politica-f#ixzz3GdOHDrbq>>. Acesso em: 1 mar. 2016.
- MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge: CUP, 1988.
- O BC e as manobras fiscais. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 16 jul. 2013. Editorial. Disponível em: <<http://opinio.estado.com.br/noticias/geral,o-bc-e-as-manobras-fiscais-imp-,1053911>>. Acesso em: 1 mar. 2016.
- OTTA, L. A. Manobra garante melhora no perfil da dívida pública. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 15 jul. 2013. Disponível em: <<http://economia.estado.com.br/noticias/geral,manobra-garante-melhora-no-perfil-da-divida-publica-imp-,1053518>>. Acesso em: 1 mar. 2016.
- PAULA, L. F. **Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma abordagem Keynesiana**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- ROCHON, L. P.; SETTERFIELD, M. Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the “Fair Rate” of Interest. **Journal of Post Keynesian Economics**, [S.l.], v. 30, n. 1, p. 13-42, Fall 2007.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. “Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. **Journal of Political Economy**, Chicago, IL, v. 83, n. 2, p. 241-254, 1975.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Mundell-Fleming sem a curva LM: a taxa de juros exógena na economia aberta. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 17., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SEP, 2012. Disponível em: <<http://www.sep.org.br/artigos>>. Acesso em: 12 jan. 2016.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 383-406, 2013.
- SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p. 101-128.
- TERRA, F. H. B. Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário? **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Uberlândia, n. 38, p. 108-127, 2014.
- TORRES, F. Crédito e CDI ditam salto de compromissada. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 maio 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3121920/credito-e-cdi-ditam-salto-de-compromissada>>. Acesso em: 1 mar. 2016.
- WRAY, L. R. **Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems**. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2012.