

Dívida Pública no Brasil: uma investigação sobre seus determinantes financeiros

Public Debt in Brazil: an investigation of its financial determinants

Flávia Félix Barbosa*

Resumo: Este artigo pretende esclarecer a dinâmica financeira da dívida pública no Brasil ao longo dos anos 2000, na qual as operações compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB) assumiram centralidade. Compreende-se que a forma da inserção do país na mundialização financeira, a atuação do BCB e do Tesouro Nacional (TN) que geraram impacto monetário, as relações financeiras entre o TN e o BCB e a demanda por operações compromissadas por parte de bancos e fundos são essenciais na explicação da financeirização da dívida pública brasileira nos anos 2000. O presente artigo mostra que o caráter predominantemente financeiro da dívida pública perpassa pela condução da política cambial e monetária, dentro de um contexto econômico e institucional, sobretudo no que diz respeito ao funcionamento do sistema financeiro internacional e nacional e ao relacionamento institucional-financeiro entre o TN e o BCB.

Palavras-chave: Dívida Pública. Financeirização. Operações Compromissadas. Banco Central do Brasil. Tesouro Nacional.

Abstract: This article seeks to clarify the financial dynamics of public debt in Brazil throughout the 2000s, in which the Central Bank of Brazil (BCB) repo operations assumed centrality. It is understood that the form of the country's insertion in financial globalization, the role of the BCB and the National Treasury (TN) that generated monetary impact, the financial relations between the TN and the BCB and the demand for committed operations by banks and Funds are essential in explaining the financialization of Brazilian public debt in the 2000s. The present article shows that the predominantly financial nature of public debt runs through the conduct of exchange and monetary policy, within an economic and institutional context, especially with regard to the functioning of the international and national financial system and the institutional-financial relationship between the TN and the BCB.

Keywords: Public Debt. Financialization. Compromised operations. Brazilian central bank. National treasure.

1. Introdução

A financeirização da dívida pública no Brasil não é um fenômeno recente. Esse fenômeno inicia-se com o endividamento externo na década de 1970 e com o consecutivo endividamento interno. O endividamento externo ocorreu majoritariamente no euromercado, portanto, esteve associado aos primórdios da mundialização financeira. O endividamento interno, por sua vez, surgiu como uma contrapartida do endividamento externo, na medida em que o Banco Central do Brasil precisou fazer uma política monetária restritiva devido à captação de empréstimos bancários no exterior e à absorção de reservas internacionais. Já em meados da década de 1970, a dívida interna

* Doutoranda em Economia no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia (PPGE/UFU). E-mail: flavia.felixb@gmail.com

apresentou um curso bastante autônomo, fortemente determinado pela elevada taxa de juros e pela necessidade de refinar a dívida.

Nos anos 1980, o Brasil enfrentou a crise da dívida externa após a subida expressiva das taxas de juros nos mercados financeiros internacionais. No que se refere a dívida interna, os seus títulos representativos diversificaram e tornaram-se muito interessantes para o mercado financeiro nacional no contexto de alta inflação. Na década seguinte, o Brasil realizou a securitização da dívida pública externa e, assim, pode voltar ao mercado financeiro internacional. Com o aprofundamento do processo de liberalização e desregulamentação financeira, houve maior ingresso de capitais estrangeiros no país, reforçando a política monetária restritiva e seu impacto na dívida pública, sobretudo após a adoção do tripé macroeconômico em 1999, a saber: câmbio flutuante, metas de inflação e metas de resultado primário. No marco do Plano Real, a dívida interna atingiu um novo patamar com o aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi).

Nos anos 2000, frente a exacerbação financeira e elevada liquidez internacional, apesar dos vários momentos de forte instabilidade financeira, a entrada de dólar no Brasil atingiu um volume jamais visto. O investimento estrangeiro direto e o investimento estrangeiro em carteira recebem destaque. Nesse quadro, um elemento novo contribuiu decisivamente para o avanço da financeirização da dívida pública brasileira, qual seja, o rápido crescimento das operações compromissadas por parte do Banco Central do Brasil (BCB) para controle da liquidez doméstica, para administração da taxa de juros de curto prazo e para evitar a sobrevalorização cambial. Importa considerar que, desta maneira, o acúmulo de reservas internacionais foi financiado com endividamento público.

A atuação do BCB no setor externo impactou o volume das operações compromissadas. As operações compromissadas consistem em venda (compra) de títulos públicos com compromisso de recompra (revenda) no mercado secundário de títulos públicos para fins de execução da política monetária. A extraordinária aquisição de reservas internacionais no período de 2006 a 2012 elevou a liquidez da economia. Por conseguinte, o BCB realizou operações compromissadas para enxugar a liquidez excessiva. Para isso, o Tesouro Nacional fez o aporte necessário de títulos na carteira de títulos do BCB para lastrear essas operações, uma vez que o BCB é impedido por lei de lançar e operar com títulos próprios desde 2002 por força da Lei de Responsabilidade Fiscal (lei complementar nº 101, de 4 de maio de 2000).

A ação do Tesouro Nacional (TN) no mercado primário de títulos públicos também contribuiu significativamente para o avanço das compromissadas. O resgate líquido de títulos públicos, no período de 2006 a 2014, com o uso superávits primários, aumentou a liquidez em circulação. Assim, as operações compromissadas passaram então a ser o principal instrumento de política monetária no

Brasil após 2006. Os juros das operações compromissadas também possui elevada importância para o crescimento do estoque dessas operações, sobretudo nos anos mais recentes.

Contudo, as operações compromissadas não são apenas instrumentos de política monetária. Elas são, também, instrumento financeiro e dívida pública. É evidente que a política monetária perpassa pelo sistema bancário e o simples fato de o BCB ter feito das operações compromissadas seu principal instrumento de política monetária contribuiu para o aumento das operações compromissadas nos balanços dos bancos. Por outro lado, as instituições financeiras e os fundos de investimento e previdência no Brasil passaram a demandar cada vez mais operações compromissadas enquanto transação financeira. Isso se deve tanto a expansão dos bancos e dos fundos ao longo dos anos 2000 quanto aos atributos das operações compromissadas, notadamente os prazos muito reduzidos (de 1 a 180 dias) e a remuneração pela Selic. Os bancos e os fundos são os principais detentores dos títulos públicos e ampliaram as operações lastreadas nesses títulos diante do quadro de deterioração da economia brasileira a partir de 2015.

As operações compromissadas alçaram o posto de segundo maior componente da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)¹, atrás somente da Dívida Mobiliária em Mercado. Cabe frisar que as operações compromissadas são normalmente utilizadas para ajuste temporário de liquidez. Mas, no Brasil elas foram amplamente empregadas numa situação de excesso estrutural de liquidez e acabaram se transformando num instrumento de financiamento do setor público. Outro problema é que as operações compromissadas não recebem nenhum tratamento enquanto dívida pública, nem por parte do BCB nem por parte do TN.

Ao analisarmos os fatores condicionantes da evolução da dívida pública no Brasil nos anos 2000, seja no conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) ou no conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)², vemos que esses fatores continuam sendo predominantemente financeiros e bastante negligenciados, devido o foco das análises sobre o assunto recair normalmente na questão fiscal. Ademais, existe uma particularidade brasileira que merece atenção: o alto volume das operações compromissadas e suas implicações para a DBGG.

¹ O conceito DBGG agrega a dívida interna e a dívida externa. No que se refere a dívida interna inclui-se a dívida mobiliária em mercado, a carteira de títulos ou as operações compromissadas do BCB, a dívida bancária do Governo federal, as dívidas assumidas pela União conforme a Lei nº 8727 e as dívidas mobiliária e bancária dos governos estaduais e municipais. A metodologia vigente até 2007 contabiliza a carteira de títulos públicos no BCB enquanto a metodologia atual exclui os títulos do Tesouro Nacional na carteira do BCB e inclui o total das operações compromissadas do BCB. A DBGG abrange os passivos das três esferas de governo (federal, estadual e municipal), sendo o indicador referência na análise do risco de solvência do governo e da rolagem da dívida.

² O conceito DLSP considera a dívida líquida do governo geral, a dívida líquida do Banco Central e a dívida líquida das empresas estatais, com exclusão da Petrobras, da Eletrobras e das instituições financeiras públicas. Na DLSP inclui-se tanto os passivos quanto os ativos das referidas esferas do setor público sendo um indicador importante para avaliar a sustentabilidade da dívida e os impactos sobre crescimento e taxa de juros.

Este artigo visa explicar a financeirização da dívida pública no Brasil ao longo dos anos 2000, na qual as operações compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB) aparecem como elemento central, ou seja, a dinâmica da dívida pública possui uma forte determinação financeira, na qual se destaca a importância das operações compromissadas. O caráter predominantemente financeiro da dívida pública encontra-se bastante associado com a forma da inserção do país na mundialização financeira, com a atuação do BCB e do Tesouro Nacional (TN) que geraram impacto monetário, com a demanda por operações compromissadas por parte de bancos e fundos e com as relações institucionais-financeiras entre o TN e o BCB. O eixo dinâmico encontra-se nas operações compromissadas do BCB, que, além de principal instrumento de política monetária são, também, transação financeira dos bancos e fundos e segundo maior componente da DBGG. Assim, pela ótica financeira, é possível fazer entender a dinâmica recente da dívida pública no Brasil.

2. O entrelaçamento entre finanças e dívida pública e a particularidade brasileira

A dívida pública constitui um dos grandes problemas da atualidade. Seu significativo crescimento no capitalismo dos nossos dias não se resume a excesso de gastos do governo, aliás, a dívida pública jamais limitou-se a ser simples produto de déficit fiscal. Sua elevação extraordinária, de certo modo generalizada, após a grave crise internacional iniciada em fins de 2007, tem a ver com os socorros dos Estados e dos Bancos Centrais aos grandes capitais privados fragilizados, com os estímulos fiscais e monetários frente as dificuldades de recuperação da atividade econômica e com o contínuo inchaço dos mercados financeiros, dos riscos inerentes às operações financeiras e das implicações sobre as taxas de juros e câmbio.

Na presente configuração específica do capitalismo, em que a finança globalizada comanda o curso do desenvolvimento, o fato de a dívida pública constituir um *locus* de rentabilidade e segurança dos capitais privados nela aplicados, um recurso para sustentação dos preços dos ativos financeiros nos momentos de forte instabilidade e um meio para estabilização do câmbio e da taxa de juros em face dos fluxos de capitais, nos parece mais relevante no entendimento do seu crescimento recente que aspectos meramente fiscais. Os títulos da dívida são cruciais na formação e reprodução da riqueza financeira, especialmente das instituições financeiras e dos investidores institucionais. Ademais, a dívida pública assumiu um caráter predominante financeiro com a negociação de seus títulos representativos nos mercados monetários e de capitais.

O processo de financeirização da dívida pública não está desassociado da dinâmica do regime de acumulação global. Esse regime dominado pela finança, denominado por François Chesnais de *mundialização financeira*, caracteriza-se pela hipertrofia financeira – dos ativos, dos fundos e dos operadores financeiros; pela crescente integração global dos mercados financeiros; pela

hierarquização do sistema financeiro internacional na qual os Estados Unidos ocupa o topo do sistema por ser emissor da moeda de referência mundial (dólar) e dos papéis considerados mais seguros no mercado financeiro (títulos do Tesouro dos Estados Unidos); pela liberalização e desregulamentação dos fluxos financeiros e pela maior instabilidade financeira. A instabilidade financeira colocou o endividamento público em outro patamar, na medida em que a dívida pública foi utilizada para estabilizar o preço dos ativos financeiros (Chesnais, 1998).

Nas décadas de 1960 e 1970, as inovações bancárias e a internacionalização bancária contribuíram tanto para a internacionalização financeira quanto para a elevação do endividamento público. As inovações bancárias, notadamente nos Estados Unidos, centraram-se no lado do passivo dos bancos e visaram gerar liquidez e burlar as restrições do banco central. Os bancos estadunidenses procuraram também expandir suas operações para além das fronteiras nacionais, criando as condições para a instituição de um mercado interbancário com capitais registrados em dólares fora dos Estados Unidos.

Por um lado, o desenvolvimento do mercado de Fundos Federais, os certificados de depósitos (CDs), os acordos de recompra, os empréstimos em bancos estrangeiros e os *commercial papers* significou a evolução dos instrumentos de reposicionamento bancário. Por outro, elevou a instabilidade financeira ao impulsionar o aumento das posturas especulativas dos agentes. As intervenções do Estado Grande e do Banco Central se ampliaram diante da maior instabilidade financeira. Os déficits fiscais contracíclicos do Estado e os empréstimos de última instância do Banco Central permitiram a melhora da composição dos portfólios e a estabilização do valor dos ativos financeiros. Essas intervenções impediram que os abalos e distúrbios financeiros se transformassem em grandes depressões, mas consolidou distorções no sistema bancário-financeiro e produziu inflação e endividamento público. As inovações bancárias também dificultaram a política monetária restritiva através do aumento das reservas compulsórias e da taxa do redesconto. Assim, a política monetária passou a utilizar amplamente as operações de *open market* para o controle da liquidez, com impacto direto na dívida pública (Minsky, 2013).

Com relação a internacionalização dos bancos norte-americanos, este processo contribuiu para a integração financeira internacional e para o endividamento externo de países em desenvolvimento, forma pela qual se deu a inserção financeira dessas economias à economia mundial. O desenvolvimento do euromercado, onde ocorreu a maior parte do endividamento externo de vários países do Leste Europeu e da América Latina, contou com a internacionalização dos bancos estadunidenses para a Europa e a crescente interação entre bancos norte-americanos e europeu.

O endividamento de países periféricos no euromercado processou-se em face dos planos de industrialização desses países, dos choques do petróleo em 1973 e 1979 e da subida expressiva da taxa de juros dos Estados Unidos em 1979 e dos mercados financeiros internacionais em seguida.

Portanto, num primeiro momento, a inserção financeira dos países em desenvolvimento ocorreu sob a forma de empréstimos bancários, fluxos bancários ligados ao processo de endividamento externo. E, a crise da dívida dos países endividados junto ao euromercado no início da década de 1980 provocou forte abalo no mercado bancário norte-americano e algumas repercussões nos bancos europeus, levando ao fim o euromercado em 1982 (Chesnais, 1998).

Em princípio, o endividamento brasileiro no euromercado foi essencialmente privado e realizado durante o período do “milagre econômico” (1968-1973). As grandes empresas multinacionais, com forte concentração na indústria de transformação, e o setor financeiro, particularmente as empresas de *leasing* e arrendamento mercantil, foram os grandes responsáveis por contrair empréstimos no exterior. Com o maior ingresso de divisas no país, o governo brasileiro optou por constituir reservas internacionais. Nesse período, a dívida interna cresceu como contrapartida do endividamento externo, pois, para enxugar o excesso de liquidez no sistema bancário doméstico, o Banco Central do Brasil aumentou as vendas de títulos públicos no *open market*, especificamente das Letras Financeiras do Tesouro Nacional, criadas em agosto de 1970 para servir de instrumento de política monetária (Cruz, 1998; Tavares, 1985; Paula, 1997).

Dentro dessa lógica, a dívida externa brasileira se elevou no período de 1974-6 devido a necessidade de refinarçar a dívida contraída durante o ciclo interno expansivo. Houve, também, endividamento externo das empresas estatais para inversões no bojo do II Plano Nacional de Desenvolvimento (Cruz, 1988; Barros e Souza, 2004). Em 1977-8 a dívida externa se aprofundou por forte determinação financeira. Novos empréstimos foram contraídos com a finalidade de pagar os juros da dívida, acumular reservas internacionais e dar prosseguimento aos programas de inversões das empresas estatais (Cruz, 1998; Tavares, 1998).

Portanto, o desenvolvimento do euromercado e a política econômica indutora de tomada de recursos no exterior foram os grandes determinantes do endividamento externo. A política cambial e monetária assegurou um diferencial no custo do dinheiro em favor dos mutuários residentes. Foi instituído também um mecanismo de proteção contra o risco cambial com a Resolução 432 do Conselho Monetário Nacional, de junho de 1977. Assim, as captações privadas em moeda estrangeira estiveram protegidas das desvalorizações cambiais.

A dívida interna, por seu turno, se expandiu com a necessidade de implementar uma política monetária restritiva em face da liquidez excessiva advinda da entrada de divisas e do aumento da inflação. Houve novas emissões de títulos do Tesouro para fazer frente ao custo da dívida. O mercado aberto no Brasil desenvolveu-se diante da necessidade de refinanciamento da dívida interna e das dificuldades da gestão monetária com a alta instabilidade macroeconômica. Os juros e a liquidez elevada dos títulos públicos ocasionaram custos expressivos para a administração da dívida pública

interna. Portanto, já na década de 1970 os determinantes da dívida pública brasileira são fundamentalmente financeiros (Cruz, 1988; Tavares, 1985; Tavares, 1998; Paula, 1977).

Na década de 1980 a dívida externa elevou-se com o aumento expressivo das taxas de juros internacionais a partir de 1979, como desdobramento da decisão do Banco Central dos Estados Unidos, o Federal Reserve (FED), de elevar a taxa de juros para tratar a inflação doméstica e recuperar a hegemonia do dólar, pouco importando os custos sobre os países da periferia amplamente endividados em dólar, com contratos de juros pós-fixados.

Mesmo com o encarecimento da dívida externa, novas dívidas foram contraídas no exterior por parte do setor público, para cobrir o serviço da dívida e aprofundar o processo de “estatização da dívida externa”³. Os vultosos ingressos de recursos no país ocorreram até 1982, quando cessaram os empréstimos no mercado financeiro internacional destinados à rolagem das dívidas, criando, portanto, dificuldades ao cumprimento das obrigações da dívida externa. Diante dessas dificuldades, o Brasil recorreu ao Fundo Monetário Internacional e propôs vários projetos de renegociação da sua dívida externa juntos aos credores privados e oficiais, porém sem sucesso. Por outro lado, a estatização da dívida externa avançou viabilizada pela Resolução 432 do Conselho Monetário Nacional que permitiu os devedores em moeda estrangeira transferir o saldo remanescente das dívidas ao Banco Central do Brasil. Em contrapartida, os devedores originais deveriam pagar as obrigações das dívidas em moeda doméstica ao BCB. Estas operações eram realizadas por meio da rede bancária autorizada a operar com câmbio no país e, como resultado, o BCB tornou-se o principal responsável pelo passivo externo em nome da União. Não obstante, isso levou à expansão das reservas internacionais no BCB, e, por conseguinte, da liquidez interna e das operações no *open Market*, impactando a dívida pública interna.

Em meio à crise da dívida externa, ao lado de outros países que se endividaram amplamente no sistema bancário internacional, a política monetária restritiva continuava produzindo endividamento, em especial a dívida pública na carteira do BCB. A subida da taxa de juros doméstica diante da aceleração inflacionária agravou o problema. Por outro lado, os títulos da dívida interna se tornavam cada vez mais atraentes ao mercado financeiro nacional, em virtude da alta liquidez, da proteção contra a inflação e por fundamentar a criação da moeda indexada, uma inovação financeira particular no contexto de alta inflação no Brasil (Tavares, 1985; Tavares, 1998; Paula, 1997; Belluzzo e Almeida, 2002).

Com o desenvolvimento dos títulos públicos e do mercado aberto, a relação Banco Central-bancos alicerçou-se no alto volume de títulos públicos no portfólio dos bancos e na acomodação das reservas bancárias via *open market*. Além disso, com o desenvolvimento do Sistema Especial de

³ A estatização da dívida se refere as captações de recursos no mercado financeiro internacional por parte das empresas estatais e a assunção, pelo setor público, das dívidas contraídas pelo setor privado em dólar, elevadas com a subida da taxa de juros dos empréstimos a partir de 1979 e com as desvalorizações cambiais ocorridas em 1979 e 1983.

Liquidação e Custódia (Selic), criado em 1979, o sistema de processamento e liquidação das operações com títulos públicos no mercado aberto passou a ser feito diretamente na conta de reserva do BCB, no mesmo dia da operação. Com isso, o excesso de reserva do sistema bancário passou a ser aplicado em títulos públicos, substitutos quase perfeitos das reservas bancárias (Paula, 1997).

No campo externo, ainda no contexto histórico da década de 1980, a mundialização financeira avançou a partir das políticas de liberalização e desregulamentação dos sistemas monetários e financeiros dos países desenvolvidos. Houve descompartmentalização dos mercados financeiros, desintermediação financeira, liberalização dos investimentos diretos e dos mercados de câmbio, abertura do mercado de títulos públicos aos investidores estrangeiros e abertura da Bolsa às empresas estrangeiras. A política monetária dos Estados Unidos e do Reino Unido, seguida pelos demais países avançados, favoreceu as finanças de mercado e a interligação dos sistemas financeiros nacionais pela liberalização dos movimentos de capitais e integração através da arbitragem. As inovações financeiras no mercado de capitais, notadamente a securitização e os derivativos, e o crescimento dos fundos de pensão e investimentos transformaram a amplitude, a estrutura e o funcionamento dos mercados financeiros (Chesnais, 1998; Chesnais 2005).

Iniciou-se, nessa época, a securitização da dívida pública. A colocação direta de títulos da dívida pública nos mercados financeiros internacionais, pelos principais países desenvolvidos, apareceu como meio de financiar os crescentes déficits orçamentários perante os sucessivos abalos e crises financeiras. Isso permitiu a expansão dos mercados de bônus interligados internacionalmente, no qual os títulos da dívida dos Estados Unidos possuem centralidade e representam a “fuga para segurança” nos momentos de maior instabilidade. Os fundos de pensão e de investimento, principais atores da finança de mercado, tornaram-se os principais compradores de títulos públicos nos mercados financeiros globalizados pela segurança desses papéis. Desse modo, houve rápido crescimento da dívida pública (Chesnais, 1998).

Enquanto nos países desenvolvidos a dívida pública interna crescia viabilizada pela securitização, no Brasil, a dívida se ampliava com os cancelamentos de direitos contra o setor privado, com a assunção de dívidas privadas em moeda nacional, com os déficits financeiros do setor público, com a elevação da taxa de juros, com os empréstimos de órgãos e empresas estatais junto aos bancos privados nacionais e com as novas emissões de títulos da dívida interna (Belluzzo e Almeida, 2002).

Não obstante, os bancos e os fundos de investimentos administrados por eles aumentaram as aplicações em títulos públicos, títulos indexados a partir de 1985 e que davam fundamento à emissão da moeda indexada – dívidas de curtíssimo prazo “imunes” à inflação. Com a ameaça de hiperinflação no final da década de 1980, as operações de curtíssimo prazo remuneradas à taxa do *overnight* (Taxa Over-Selic) se avolumaram, com destaque para as aplicações na Letra do Banco Central (LBC), cujo rendimento era estabelecido por essa taxa de juro do sistema financeiro, ou seja, pela taxa média de

juros nas operações de um dia do sistema SELIC através da operacionalização do mercado aberto com zeragem automática e da administração diária das reservas pelo BCB. Os títulos da dívida interna, cada vez mais diversificados com criação da LBC em 1986, da Letra Financeira do Tesouro (LFT) em 1987, do Bônus do Tesouro Nacional (BTN) em 1989 e do Bônus do Banco Central (BBC) em 1990 e da Nota do Tesouro Nacional (NTN) em 1991, além de desenvolver o *open market* no Brasil, notadamente as operações de curto prazo lastreadas em títulos públicos (acordos de recompra), serviram de base para a expansão bancária e para o aumento da especulação durante o período de alta inflação (Tavares, 1998; Paula, 1977; Belluzzo e Almeida, 2002).

Na década seguinte, o avanço da dívida pública continuou a impulsionar o desenvolvimento do sistema financeiro nacional e passou a ser um problema relevante no contexto macroeconômico do país, como veremos adiante. Antes, vamos entender o contexto que favoreceu esse avanço. Na década de 1990, os países emergentes mais importantes se inseriram na mundialização financeira. A inserção desses países ocorreu pelo maior ingresso de capitais estrangeiros sob a forma de investimentos diretos e de investimentos em carteira.

Na América Latina, a inserção pela finança gerou uma elevada dependência dos fluxos de capitais externos de curto prazo para financiar o déficit em transações correntes e o déficit público, exigindo uma contínua política de austeridade monetária e fiscal. Por recomendações ou imposições do Fundo Monetário Internacional, do Banco Mundial e dos países desenvolvidos, sintetizadas na cartilha do Consenso de Washington (1989), as economias latino-americanas realizaram a abertura financeira e iniciaram a desregulamentação dos seus sistemas monetários e financeiros. A liberalização e desregulamentação financeira dos países subdesenvolvidos ampliou a integração, a hierarquização e a possibilidade de arbitragem entre os mercados financeiros. Com isso, houve crescimento expressivo dos mercados de câmbio e derivativos, dos mercados acionários e dos mercados de títulos, englobando os títulos públicos (Chesnais, 1998; Camara e Salama, 2005; Marques, 2010).

Com a abertura dos mercados monetários e financeiros nacionais, os títulos da dívida pública interna dos países, lançados nos mercados monetários nacionais, passaram a ser acessíveis aos investidores estrangeiros, principalmente aos investidores institucionais, com o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos. Além disso, muitos países subdesenvolvidos experienciaram a securitização da dívida pública.

Na década de 1990 o Brasil promoveu a liberalização comercial e financeira atraindo um alto volume de investimento direto externo. A reforma monetária de 1990 modificou a institucionalidade do mercado aberto e da moeda indexada ao acabar com o mecanismo de zeragem automática, substituir os títulos públicos indexados e recolocar no mercado às Letras do Tesouro (LTN) e os Bônus do Banco Central (BBC). Em 1991 houve a extinção do *overnight*, a criação do Fundo de

Aplicação Financeira (FAF) para absorver os recursos de curtíssimo prazo da economia - com a obrigatoriedade de aplicar 43% dos seus recursos em títulos do Tesouro ou depósitos no BCB remunerados à taxa referencial de juros (TR) - e o retorno das operações compromissadas (venda de títulos públicos com acordos de recompra diários).

Porém, com a crescente instabilidade da economia brasileira nesse ano, houve o restabelecimento da zeragem automática e a volta da moeda indexada. Os bancos e fundos passaram a demandar taxas de juros mais elevadas e encurtamento do prazo dos títulos públicos. Em meados da década de 1990 a dívida interna cresceu apesar do ajuste fiscal, do programa de privatização de empresas estatais, da renegociação da dívida externa e da implementação do Plano Real

Em novembro de 1993 o Brasil firmou acordo com seus credores internacionais privados nos moldes do Plano Brady, de modo que a securitização da dívida externa brasileira se concretizou em abril de 1994. Com a reestruturação da dívida externa, o Brasil pode voltar ao mercado financeiro internacional no contexto do Plano Real, implantado em 1994. Em 1995 o Brasil lançou Bônus do Tesouro Nacional no mercado de capitais, os chamados *Brady bonds*, no âmbito do Programa de Emissão e Colocação de Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no exterior. Em 1997 os Bônus Brady foram trocados por novos títulos do Tesouro com o intuito de melhorar o perfil do endividamento externo e diminuir os custos desse endividamento (Cerqueira, 2003; Belluzzo e Almeida, 2002).

A emissão de títulos do Tesouro Nacional nos mercados de capitais ajudou a fomentar a entrada de capital estrangeiro, vista como essencial para a implementação do Plano Real, na medida em que uma âncora cambial foi utilizada para viabilizar o controle da inflação. Para isso, as NTNs cambiais foram amplamente ofertadas e, a partir de setembro de 1995, o BCB passou a não fixar o nível de taxa de juros vigente no dia (taxa de juros do *overnight*). Com a abertura financeira, a elevada taxa de juros, a colocação de bônus da dívida externa brasileira reestruturada e de outros títulos do Tesouro Nacional no exterior, o ingresso de capital estrangeiro no país avolumou-se, financiando os grandes déficits em conta corrente, provocados sobremaneira pela sobrevalorização cambial. A contrapartida da política cambial e monetária do Plano Real foi o aumento da dívida pública. A dívida líquida do setor público (DLSP), conceito mais utilizado na época, elevou-se com o aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna. Não obstante, os fundos investimento apresentaram significativo crescimento atrelado ao crescimento da dívida e se tornaram os principais detentores de títulos da dívida pública (Belluzzo e Almeida, 2002; Arraes e Oliveira, 2007).

A implementação do Plano Real acabou resultando numa ampliação do endividamento público, apesar dos esforços de ajuste fiscal e obtenção de superávit primário. Como apontado, este plano de estabilização monetária esteve alicerçado numa âncora cambial que exigiu o acúmulo de reservas internacionais. A acumulação de reservas internacionais no período de 1994-1998 impôs

custos. Para atrair capital estrangeiro de curto prazo, a fim de manter o câmbio fixo e sobrevalorizado, a taxa de juros foi mantida em patamar elevado, a liberalização financeira foi aprofundada e houve colocação de títulos da dívida nos mercados financeiros internacionais. O acúmulo de reservas internacionais e a esterilização monetária decorrente, as novas emissões de títulos públicos, a renegociação das dívidas dos estados e municípios, o programa de estímulo à reestruturação e fortalecimento do sistema financeiro nacional (PROER) e a elevada taxa de juros fizeram o endividamento interno subir (Belluzzo e Almeida, 2002).

Nos anos 2000, o extraordinário acúmulo de reservas internacionais entre 2006 e 2012 impactou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Em linhas gerais, o maior ingresso de fluxos financeiros no Brasil traduziu-se em reservas internacionais na medida em que o BCB procurou evitar a valorização excessiva do câmbio. A aquisição de reservas internacionais ampliou a base monetária. Por conseguinte, o BCB realizou operações compromissadas no mercado aberto para gerir a liquidez da economia segundo os ditames do regime de metas de inflação, implantando a partir de 1999, e o arcabouço legal que disciplina a atuação do BCB, sobretudo a partir da vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000 (Carvalho *et al*, 2015; Corrêa e Biage, 2009; Pellegrini, 2017a; Salto 2018; Ferreira, 2016). As operações compromissadas e outros fatores condicionantes da dinâmica financeira da dívida pública no Brasil durante os anos 2000 serão abordados adiante.

3. Os condicionantes financeiros da dívida pública brasileira nos anos 2000

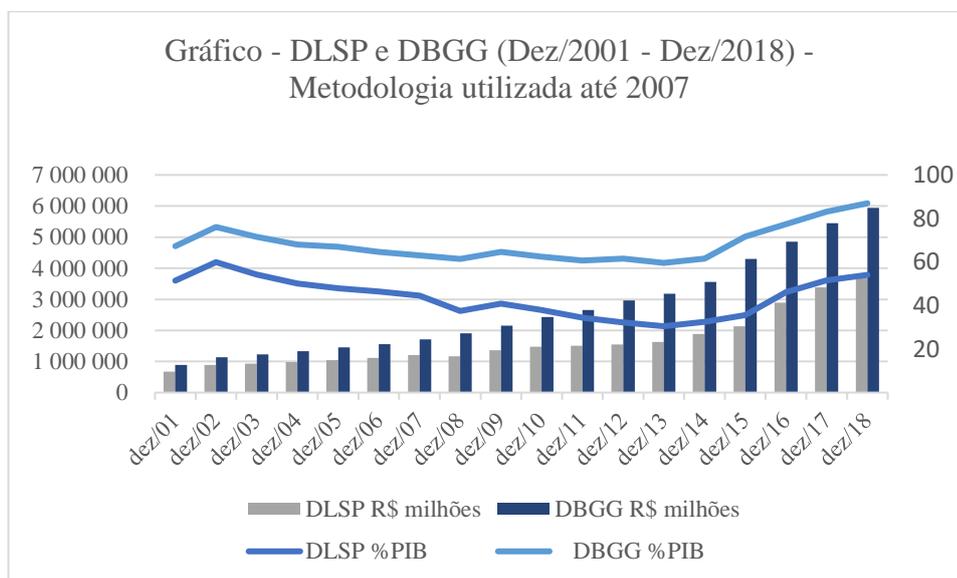
O início dos anos 2000 esteve marcado pela exacerbação financeira e por uma grande liquidez estrutural. Com exceção dos momentos de forte instabilidade, houve grande liquidez global, apesar da alta volatilidade dos fluxos líquidos de capitais para os mercados emergentes. O volume gigantesco de capitais nos mercados financeiros e a elevação dos fluxos de capitais em escala internacional fez com que as finanças se afirmassem como um ator econômico e político, com capacidade de direcionar à condução da política macroeconômica dos Estados nacionais e a gestão da dívida pública, ainda mais nas economias emergentes. De fato, o nível da taxa de juros e o nível do câmbio encontram-se fortemente determinados pelo movimento do mercado financeiro internacional, de modo que há evidente perda de controle dos bancos centrais na condução da política monetária e cambial. A política monetária centra-se no combate à inflação e na estabilidade dos mercados financeiros. A política fiscal, por sua vez, passou a priorizar o serviço da dívida pública.

A valorização de natureza especificamente financeira prioriza as aplicações de curto prazo na tentativa de obter rentabilidade sem se desprender da liquidez. Também engendrou inovações financeiras mais arriscadas com o avanço da securitização de recebíveis e dos derivativos de crédito que estreitaram as relações entre o mercado bancário e o mercado de capitais. A gravidade da crise

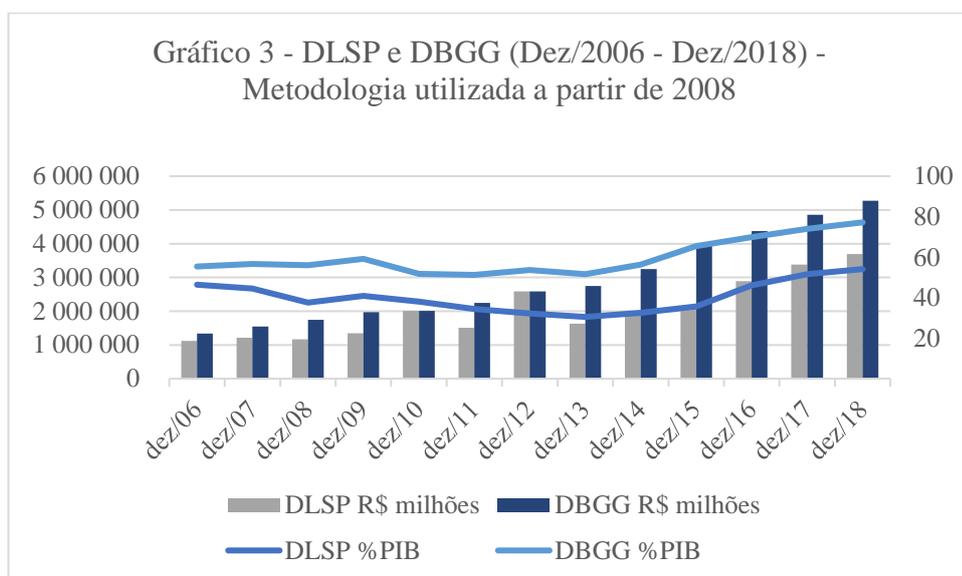
financeira internacional deflagrada em 2007, na qual a securitização de recebíveis e os derivativos de crédito estiveram na sua raiz ao impulsionar a oferta de crédito e o preço dos ativos financeiros, fez com que a dívida dos países se elevasse consideravelmente, principalmente nos países desenvolvidos.

A severidade da crise demandou esforços dos governos para contê-la. As medidas anticíclicas dos governos e os socorros financeiros dos Bancos Centrais expandiram. Contudo, a crise não tardou em passar do setor privado para o setor público. Em alguns casos, como o dos países periféricos da área do Euro, a trajetória explosiva da dívida pública se transformou numa crise da dívida soberana ao final de 2010, com aprofundamento até 2012, e evidenciou o poder dos mercados financeiros em condicionar um ajuste fiscal em favor do serviço da dívida.

Para investigarmos a dinâmica da dívida pública no Brasil nos anos 2000, faz-se uso tanto do conceito Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) quanto do conceito Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) do Banco Central do Brasil (BCB). Com relação a DBGG, observaremos seus valores segundo a metodologia utilizada até 2007 e a metodologia utilizada a partir de 2008, na qual se passou a computar o saldo das operações compromissadas em vez da carteira de títulos do BCB. Nossa análise a seguir baseia-se nas estatísticas da dívida do BCB e do TN e em vários estudos sobre a dívida pública no Brasil, inclusive nos textos técnicos e especiais do BCB, do TN, do Senado Federal e do Instituto Fiscal Independente (IFI). Os gráficos abaixo trazem os números da DLSP e da DBGG:



Fonte: BCB. Estatísticas >> Tabelas Especiais.
<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>



Fonte: BCB. Estatísticas >> Tabelas Especiais.

<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

Ao observarmos a trajetória da DLSP e da DBGG em porcentagem do PIB, na metodologia vigente até 2007, vemos que em 2001 a DLSP era de 51,5% e de 54,1% em 2018. Portanto, houve um aumento sutil desse indicador. Já o indicador da DBGG apresentou um vigoroso aumento, passando de 67,3% para 87% nos anos citados.

Nessa perspectiva três períodos são observados. No primeiro período, de 2000 a 2002, tanto a DLSP como a DBGG apresentam elevação, apesar dos superávits primários obtidos no período. Os juros da dívida e os impactos de variações cambiais sobre a parcela da dívida atrelada ao dólar explicam esta elevação. No segundo período, que se estende de 2003 a 2013, verifica-se uma queda acentuada da DLSP e atenuada da DBGG. Isso se deve aos superávits primários e ao crescimento do Produto Interno Bruto, apesar do rápido crescimento das operações compromissadas realizadas pelo BCB para controle da liquidez. No último período, que vai de 2014 a 2018, a DLSP e a DBGG apresentam acentuado aumento com as emissões líquidas de títulos públicos e com a continuidade da evolução das operações compromissadas. A queda expressiva do PIB em 2015 e 2016, o fraco crescimento nos dois últimos anos, os déficits primários desde 2014 e os juros da dívida estão por trás do expressivo aumento da dívida pública no Brasil a partir de 2014.

Em valores correntes, percebe-se um crescimento continuamente progressivo, mas moderado, da DLSP e da DBGG até 2014. A partir de 2015, o crescimento dos dois indicadores torna-se ligeiro. Em 2001, primeiro ano da série, a DLSP era de 677 bilhões e a DBGG somava 885 bilhões. Em 2018 a DLSP chegou a 3,7 trilhões e a DBGG a 5,9 trilhões. Considerando a metodologia vigente a partir de 2008, a DBGG em 2018 totalizou 5,3 trilhões, correspondendo a 77,2% do PIB.

Os juros nominais da DLSP em 2018 somaram 379 bilhões, 5,6% do PIB. Em 2001 haviam sido 86,8 bilhões, 6,6% do PIB. Os títulos indexados à Selic representaram 71% do total da DLSP

em 2018 contra 37,2 % em 2001. Quando se observa a dívida líquida interna, seu total atingiu os 4,4 trilhões em 2018 ante os 552 bilhões em 2001. A dívida líquida do Governo Federal que era de 254 bilhões em 2001, subiu para 2,4 trilhões em 2018, apresentando crescimento abrupto a partir de 2016. A dívida líquida do BCB aumentou bastante a partir de 2005. De 54 bilhões em 2001 saltou para 1,2 trilhões em 2018. A dívida mobiliária em mercado saiu de 477 bilhões para 3,3 trilhões no período, representando 74,6% do total. As operações compromissadas do BCB em 2001 tiveram um saldo negativo de 8,8 bilhões e chegou ao montante de 1,1 trilhão em 2018, correspondendo a 25,4% do total. O crescimento das operações compromissadas foi mais expressivo após 2006 em função do impacto monetário das operações do Banco Central e do Tesouro Nacional e dos juros incidentes sobre o estoque dessas operações.

Os juros nominais da DBGG em 2018 atingiram a cifra de 489 bilhões, 7,2% do PIB, segundo a metodologia vigente até 2007. Apesar do patamar elevado, houve redução em relação ao primeiro ano da série observada, onde os juros totalizavam 112 bilhões, 8,5% do PIB. Os títulos indexados à Selic (LFT) continuaram com maior peso na DBGG em 2018, com 34,2% do total, abaixo do patamar de 46,2% no ano de 2001. Conforme a metodologia atual, os juros nominais da DBGG em 2018 ficaram em 406 bilhões e os títulos indexados à Selic corresponderam a 47,6%.

Com relação a dívida interna bruta, na metodologia vigente até 2007, seu valor era de 704 bilhões em 2001 (53,5% do PIB) e atingiu 5,3 trilhões em 2018 (77,1% do PIB). A dívida mobiliária em mercado totalizou 477 bilhões em 2001(36,2%) e 3,3 trilhões em 2018 (48,1%). A dívida mobiliária na carteira do BCB foi de 189 bilhões para o primeiro ano da série (14,4%) e 1,8 trilhão (26,3%) no último ano. Na metodologia vigente a partir de 2008, a dívida interna bruta subiu para 4,6 trilhões em 2018 (67,4%). A dívida mobiliária em mercado avançou para 3,3 trilhões em 2018 (48,1%) contra o 1 trilhão contabilizado em 2006 (44,6%), com 71,3 % do total da dívida interna bruta. No mesmo período, as operações compromissadas saíram de 77,3 bilhões (3,2%) para 1,1 trilhão em 2018 (16,5%), com 24,5% do total.

A dívida mobiliária em mercado e as operações compromissadas juntas representam 95,8% da DBGG. A dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) corresponde a quase totalidade da dívida mobiliária em mercado. O estoque da DPMFi cresceu continuamente ao longo dos anos 2000. Saiu de 670 bilhões em 2001 para 5,5 trilhões em 2018. O ritmo se tornou mais acelerado nos quatro últimos anos da série, em que se destaca as emissões de títulos indexados à taxa Selic (LFT). A participação do mercado na DPMFi apresentou recuo, passando de 73 % em 2001 para 67,4% em 2018 enquanto a participação do BCB elevou de 27% para 32,6% nos respectivos anos.

Outros fatores também impactaram a DBGG como as relações financeiras entre o TN e o BCB. Os canais financeiros da relação TN-BCB são importantes no entendimento da dinâmica da dívida pública no Brasil nos anos 2000, sendo eles: a utilização de títulos públicos pelo BCB para

fins de política monetária; o depósito das disponibilidades financeiras do TN no BCB (Conta Única) e a remuneração dessas disponibilidades; o depósito das reservas internacionais no BCB e seu custo financeiro e o resultado financeiro do BCB e seu tratamento (Leister e Medeiros, 2012; Ferreira, 2016; RATN, 2019). Isto posto, breves considerações acerca desses canais são feitas a seguir.

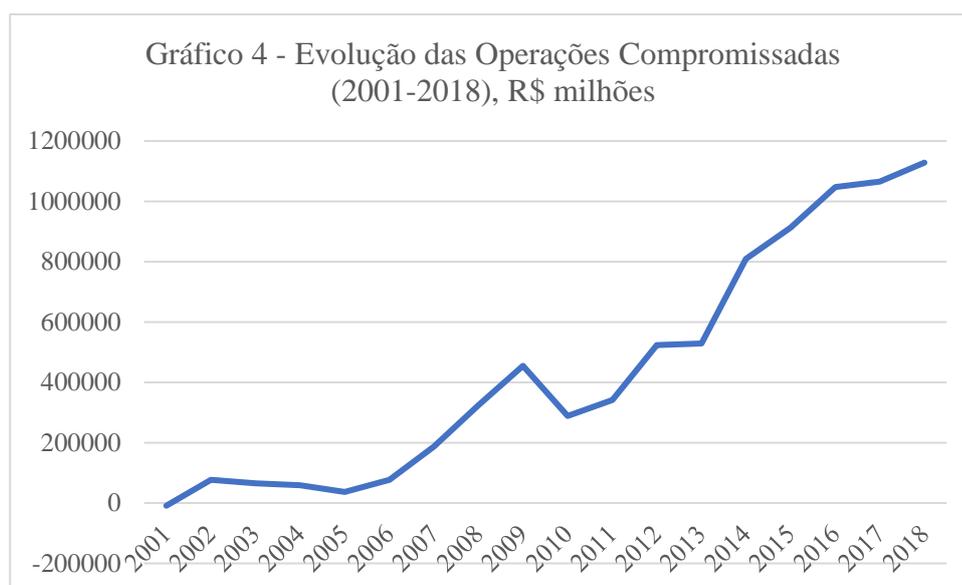
A carteira de títulos públicos do BCB cresceu bastante após 2008. Em 2001 o estoque era de 129 bilhões (14,4% do PIB) e atingiu 1,8 trilhão (26,3% do PIB) em 2018. Com a *Lei nº 11.803 de 05 de novembro de 2008*, o Tesouro Nacional pode emitir títulos para a carteira de títulos da dívida pública no BCB no montante adequado à execução da política monetária, visando lastrear as operações compromissadas. Houve emissões para recomposição da carteira do BCB, para refinanciamento do principal dos títulos que vencem na carteira do BCB, para cobertura dos resultados negativos do BCB e principalmente para pagar os juros crescentes sobre o estoque progressivo da carteira de títulos do BCB.

Como visto, as operações compromissadas cresceram a partir de 2006 em função do impacto monetário das operações do BCB e do TN. A política de acúmulo de reservas internacionais por parte do BCB (2006-2012) e os resgates líquidos de títulos públicos no mercado primário (2006-2014) elevaram o estoque das operações compromissadas. Com isso, o custo financeiro do BCB subiu consideravelmente. Barbosa-Filho (2015) mostrou que o custo financeiro dos títulos do Tesouro no BCB também cresceu após 2006. Noutro texto, Barbosa-Filho (2018) mostra o grande desafio fiscal que o governo brasileiro enfrenta nos últimos anos com o aumento significativo da relação dívida pública/PIB, tanto em termos bruto como em termos líquidos. Cabe-nos entender por que nesse quadro as operações compromissadas tiveram um crescimento ainda mais pronunciado. Os juros sobre o estoque e a maior demanda por operações compromissadas por parte dos bancos e fundos parece explicar esse crescimento.

Antes de aprofundarmos na questão colocada acima, o ambiente no qual as operações compromissadas avançaram tem muitos aspectos institucionais que merecem atenção. Um elemento importante é a operacionalização da política monetária pelo BCB, segundo o regime de metas de inflação desde 1999, onde se persegue a meta taxa de juros estabelecida pelo Comitê de Política Econômica do Conselho Monetário Nacional (Copom). Para isso, as operações de mercado aberto predominam na regulação da liquidez da economia. Outro elemento é a proibição do Banco Central de emitir títulos próprios para a condução da política monetária desde 2002. A *Lei Complementar nº 101 de 04 maio de 2000* trouxe, no Art.34, que o Banco Central do Brasil não poderia mais emitir títulos da dívida pública a partir daquele ano. Essa institucionalidade fez com que as operações compromissadas, lastreadas em títulos do Tesouro, se tornassem o principal instrumento de política monetária. Para isso, o BCB dispõe de uma carteira de títulos livres suficiente para operacionalização da política monetária.

Ao atentarmos para o volume de operações com títulos públicos federais no mercado secundário, de acordo com a Tabela do Relatório Mensal da Dívida de dezembro de 2018, o número de títulos públicos negociados no mercado aberto foi de 100,7 bilhões em 2001 e 1,1 trilhão em 2018. Em 2001, o total de operações definitivas foi 9,3 bilhões, 6,73% do total, enquanto as operações compromissadas representavam 93,27% do total, 94 bilhões. No ano de 2018, as operações definitivas avançaram para 38,1 bilhões, caindo para 3,39% do total, e as operações compromissadas atingiram 1 trilhão, com 96,61% do total. O gráfico a seguir mostra a evolução das operações compromissadas nos anos 2000. É nítido o forte crescimento a partir de 2006, sobretudo nos anos mais recentes, pelos fatores expostos.

Além dos fatores mencionados, particularmente a atuação do BCB e do TN que geraram impacto monetário, a expressiva emissão de títulos públicos para a concessão de crédito do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no período de 2008 a 2014, especialmente no biênio 2009-2010, pode ter gerado impacto sobre as operações compromissadas. O aporte do Tesouro Nacional ao BNDES, na forma de transferência de títulos públicos, fez parte das medidas fiscais e creditícias adotadas pelo governo no bojo da crise internacional e contribuiu para a expansão da DBGG pelo aumento da dívida mobiliária em mercado. Mesmo com a amortização da maior parte dos empréstimos do governo ao BNDES a partir 2016, os efeitos da política de aporte de recursos ao BNDES sobre a DBGG não puderam ser completamente revertidos por suas possíveis implicações sobre as operações compromissadas no momento do resgate dos papéis, já que os resgates dos títulos públicos transferidos originalmente ao BNDES, não compensados por novas emissões, deve ter ocasionado operações compromissadas por parte do BCB (Pellegrini, 2017).



Fonte: BCB. Estatísticas >> Tabelas Especiais >> Evolução da dívida pública - Tabelas Adicionais
<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>

Não obstante, o uso intensivo das operações compromissadas no Brasil, acima do patamar observado em outros países como verifica Ferreira (2016), fez essas operações ocupar o segundo lugar nos componentes da Dívida Bruta do Governo Geral. As operações compromissadas, além de dívida pública não gerida, fazem parte das relações financeiras entre a autoridade monetária e a autoridade fiscal.

O relacionamento financeiro entre o TN e BCB inclui o uso de títulos públicos pelo Banco Central para fins de política monetária, entre outros canais citados anteriormente. Prosseguindo na análise desses canais, vejamos agora sobre as disponibilidades financeiras do TN no BCB. A Conta Única do Tesouro Nacional no BCB apresentou elevação a partir de 2003. Esta conta registrou 88,5 bilhões (6,2% PIB) no ano de 2001 e 1,3 trilhões no ano de 2018 (18,7% PIB). Esse aumento é explicado pelos superávits primários até 2013, pelas transferências de resultado positivo do BCB ao TN, pela remuneração das disponibilidades financeiras da União e demais operações financeiras do TN.

Por um lado, os superávits primários reduziram a base monetária e conteve a expansão da dívida pública. Por outro, os superávits primários foram utilizados para o resgate de títulos públicos em mercado, diminuindo, portanto, a DLSP e a DBGG. Porém, os regastes líquidos de títulos públicos ampliou a liquidez da economia e o volume das operações compromissadas, de modo que o efeito sobre a DBGG fosse compensado. Os lucros do BCB transferidos ao TN foram destinados ao abatimento da dívida pública existente junto ao BCB, assim, não contribuiu para o aumento da liquidez. No entanto, a partir de 2015 os déficits primários geraram pressão sobre a liquidez, sobre o volume das operações compromissadas e, por fim, sobre a DBGG. As emissões líquidas de títulos do Tesouro no mercado primário impactaram diretamente a DLSP e a DBGG.

Com relação ao depósito das reservas internacionais no BCB, o acúmulo de reservas entre 2006 e 2012 recebe destaque. As reservas internacionais em 2001 somavam 33 bilhões de dólares (5,4% PIB) e alcançaram o volume de 387 bilhões de dólares em 2018 (22% do PIB). Diante da forte entrada de divisas no país, decorrente do saldo bastante favorável da balança comercial com o *boom das commodities* e, da entrada de capital pela conta financeira com o diferencial de juros, com a queda do risco cambial e do risco país, o BCB comprou dólares no mercado à vista para proteção contra as crises cambiais e, sobretudo, para evitar a valorização cambial excessiva.

A acumulação de reservas internacionais teve efeito expansionista sobre a base monetária e exigiu a intervenção do BCB para enxugar a liquidez através das compromissadas. Isso exigiu a emissão adicional de títulos públicos para a carteira do BCB. Com isso, o BCB trocou um passivo com custo zero (base monetária) por um passivo remunerado pela Selic (compromissadas) resultando em aumento da DBGG. Em contrapartida, com o aumento das reservas internacionais, o BCB

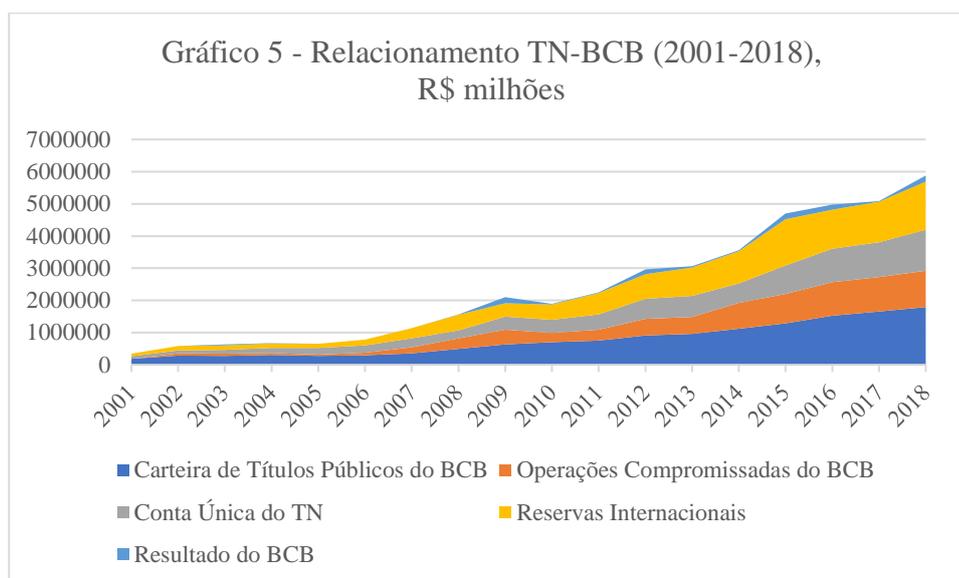
aumentou as compras de títulos de baixo risco no exterior, especialmente títulos do Tesouro estadunidense.

O acúmulo de reservas internacionais elevou a liquidez da economia e o montante das operações compromissadas para a esterilização monetária, gerando impactos sobre a DBGG. No fim, as aquisições de reservas internacionais foram financiadas com endividamento público. Após o ano de 2012, apesar da redução das aquisições de reservas, o estoque continuou subindo em virtude da desvalorização cambial predominante no período, mantendo, portanto, a necessidade de continuar com as operações compromissadas.

No que se refere ao resultado financeiro do BCB, o saldo foi de 1,1 bilhão em 2001 e de 184,2 bilhões em 2018. A equalização cambial, isto é, o resultado advindo das operações com reservas cambiais e com os derivativos cambiais explicam a maior parte dos resultados do BCB. Até 2018, sob a legislação vigente dada pela *lei nº 11.803/2008*, o resultado positivo do BCB era transferido ao TN, com crédito na Conta Única, com intuito de evitar oscilações importantes no balanço do Banco Central e abater *preferencialmente* a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) na carteira do BCB. Entretanto, a possibilidade de o Tesouro abater dívida em mercado com os resultados advindos do BCB em suas operações cambiais não estava descartada e os indícios de abatimento dessa natureza aponta para o aumento das compromissadas. Porém, não houve impacto nos indicadores de dívida pública, pois na verdade o que houve foi uma troca de DMFi por operações compromissadas. Quando ao resultado negativo, este era coberto pelo TN via emissão de títulos, ocasionando, assim, aumento da dívida pública.

Para reduzir essas distorções, a *Lei nº 13.820, de 03 de maio de 2019* estabeleceu que o resultado positivo do BCB, após a constituição de reserva de resultado no próprio balanço do BCB, será considerado obrigação do BCB com o Tesouro e os valores pagos serão destinados *exclusivamente* para o pagamento da DPMFi na carteira do BCB. Já o resultado negativo será coberto primeiramente pelo uso da reserva de resultado e secundariamente pela redução do patrimônio líquido do BCB até o total de 1,5% do ativo total. Somente em caso de insuficiência desse procedimento previsto é que o TN emitirá títulos da DPMFi para cobrir o saldo negativo restante. Espera-se com isso diminuir as ocasiões em que o TN necessita fazer novos aportes de títulos ao BCB para cobertura de resultado negativo. Instituiu-se ainda que o BCB poderá devolver parte dos títulos livres ao TN, desde que não comprometa a execução da política monetária, de modo que o TN gaste menos com o pagamento de juros dos títulos na carteira do BCB.

O Gráfico abaixo evidencia o crescimento do fluxo financeiro entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil nos anos 2000, sobretudo, após o ano de 2006:



Fonte: BCB e TN.

Nota: Os valores das séries Carteira de Títulos Públicos do BCB, Operações Compromissadas do BCB, Conta Única do TN e Reservas Internacionais foram retirados em: BCB. Estatísticas >> Tabelas Especiais >> Evolução da dívida pública - Tabelas Adicionais. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Os valores da série Resultado do Banco Central foi retirado em: TN. Resultado Fiscal do Governo Central. Série Histórica. Disponível em: <http://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/resultado-do-tesouro-nacional>.

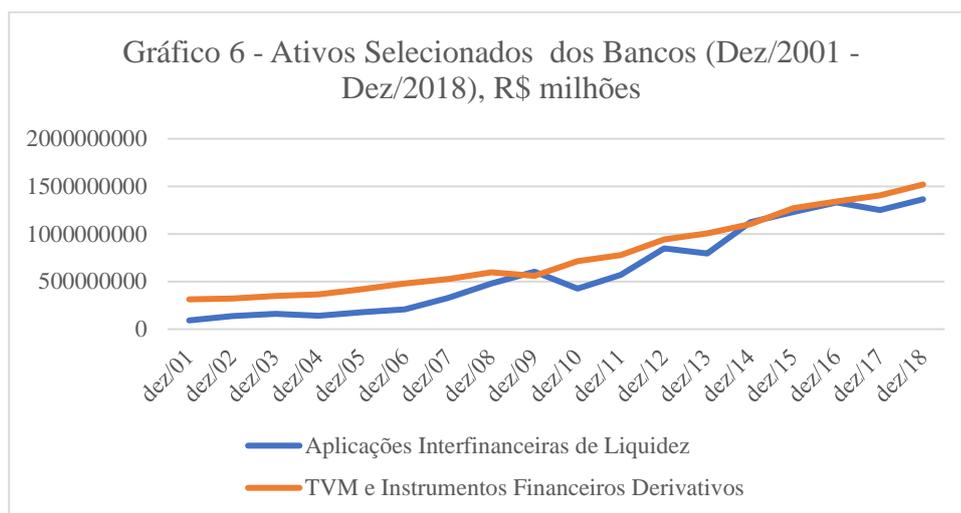
O aumento do fluxo financeiro entre o TN e o BCB, através dos canais tratados, levou a expansão do balanço do BCB e impactou a DBGG. O ativo do BCB cresceu com o aumento das reservas internacionais e da carteira de títulos públicos para lastrear as operações compromissadas. O passivo cresceu com o aumento da conta única e do saldo das operações compromissadas. O crescimento das operações compromissadas, por sua vez, afetou a DBGG e piorou a composição da dívida mobiliária, haja vista que as compromissadas têm prazo mais curto, variando de 1 a 180 dias, e são remuneradas pela taxa Selic (Ferreira, 2016; RATN, 2019; Carbone e Gazzano, 2016).

Nesse sentido, é importante aprimorar o relacionamento financeiro entre o TN e o BCB para trazer benefícios à gestão da política monetária e à gestão da dívida pública. Com relação a autoridade fiscal, o Tesouro poderia emitir títulos no mercado primário de modo a possibilitar a redução das operações compromissadas e, portanto, a parcela da dívida pública não gerida. O TN poderia usar os recursos oriundos da remuneração da Conta Única para amortização da dívida pública. Com relação a autoridade monetária, o BCB poderia vender de títulos públicos definitivamente, vender reservas internacionais e utilizar seus resultados positivos para abater dívida pública e resgatar operações compromissadas. Poderia ainda substituir operações compromissadas por depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras entre outras propostas que podem ser encontradas em Pellegrini, 2017a; Pellegrini, 2018; Leister e Medeiros, 2012; Bacha, 2016 e RATN, 2019).

Resta saber se o mercado financeiro acostumado ou organizado com os atributos das compromissadas - prazos curtíssimos e remuneração pela Selic na prática - trocaria esse instrumento financeiro por títulos públicos ou depósitos remunerados como observa Pellegrini (2017a). As

aplicações dos bancos e fundos em operações compromissadas do BCB cresceu com a expansão bancária a partir de 2003 e com o crescimento vigoroso dos fundos de investimento e previdência a partir de 2006. O sistema financeiro brasileiro é bastante líquido e sólido. Os portfólios dos bancos e fundos tem elevado montante de títulos públicos e operações lastreadas em títulos públicos. E, perante o quadro atual de grandes dificuldades e incertezas na economia brasileira, os bancos e os fundos aumentaram a preferência por operações compromissadas e por títulos públicos indexados à Selic (LFT). Portanto, o aumento da demanda por operações compromissadas por parte das instituições financeiras e não-financeiras nos últimos anos explica, também, o crescimento do estoque dessas operações.

O gráfico abaixo mostra o crescimento das aplicações interfinanceiras de liquidez dos bancos, que inclui as aplicações no mercado aberto, e as aplicações em títulos e valores mobiliários que compreende os títulos da dívida pública. E, o gráfico seguinte traz a evolução das aplicações em títulos públicos e operações compromissadas por parte dos fundos de investimento, evidenciando o aumento dessas aplicações nos últimos anos.



Fonte: BCB. Estatísticas >> Mais estatísticas >> Estatísticas sobre o sistema financeiro >> IF.Data - Dados selecionados de instituições financeiras.

Notas: Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixa Econômica
 Conversão dos valores de R\$ mil para R\$ milhões

<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>



Fonte: ANBIMA. Estatísticas >> Fundos de Investimentos >> Consolidado Histórico de Fundos de Investimento. Set/2019.

https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm

4. Considerações finais

A análise da dívida pública no Brasil, pela ótica financeira, permitiu lançar luz ao caráter predominantemente financeiro da dívida nos anos 2000, cujos principais determinantes são: a forma da inserção do país na mundialização financeira, a atuação do BCB e do Tesouro Nacional (TN) que tiveram impacto monetário, o relacionamento institucional-financeiro entre o TN e o BCB e a demanda por operações compromissadas por parte de bancos e fundos. O eixo dinâmico encontra-se nas operações compromissadas do BCB, que, além de principal instrumento de política monetária são, também, transação financeira dos bancos e fundos e segundo maior componente da DBGG. A financeirização da dívida pública brasileira perpassa pela condução da política cambial e monetária, dentro de um contexto econômico e institucional, sobretudo no que diz respeito ao funcionamento do sistema financeiro internacional e nacional e ao relacionamento institucional-financeiro entre o TN e o BCB.

5. Referências Bibliográficas

ARRAES, R. A; OLIVERIA, S. L. C. de. Fundos de Investimentos e a Dívida Pública Brasileira no Período Pós-Real. **Planejamento e Políticas Públicas**, v. 30, jun./dez. 2007.

BACHA, E. **A Crise Fiscal e Monetária Brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016 (introdução).

BARBOSA-FILHO, N. H. Composição dos Juros Líquidos Pagos pelo Setor Público no Brasil: 2002-2017. **Revista de Economia Política**, vol. 38, nº 3 (152), pp. 548-558, julho-setembro/2018.

_____. O desafio macroeconômico de 2015-2018. **Revista de Economia Política**, vol. 35, nº 3 (140), pp. 403-425, julho-setembro/2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Fatores condicionantes da evolução da dívida pública. **Nota Técnica do BCB**: nº 47, pp. 1-27, Brasília, Setembro/2018.

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

CAMARA, M.; SALAMA, P. A Inserção Diferenciada – com efeitos paradoxais – dos Países em Desenvolvimento na Mundialização Financeira. In: CHESNAIS, F (Org.). **A Finança Mundializada**: raízes sociais e política, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p.35-68.

CARBONE, C.; GAZZANO, M. Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e a Conta Única. In.: BACHA, E. **A Crise Fiscal e Monetária Brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 315-328.

CARVALHO, F.J.C., PIRES, SOUZA, F.E., SICSÚ, J., PAULA, L.F.R. e STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2015.

CERQUEIRA, C. A. **Dívida Externa Brasileira**: Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

CHESNAIS, F. Introdução geral. In: CHESNAIS, F. **A Mundialização Financeira: gênese, custos e risco**. São Paulo: Xamã, 1998, pp. 11-34.

_____. O Capital Portador de Juros. In: CHESNAIS, F (Org.). **A Finança Mundializada**: raízes sociais e política, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005, p.35-68.

CORREA, V. P.; BIAGE, M. **Os impactos da componente financeira da Dívida Pública Brasileira após o Plano Real** – a correlação entre abertura financeira, centralidade da política de combate à inflação e a dinâmica da Dívida. ANAIS do XXXVII Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Foz do Iguaçu: ANPEC, 2009. v. 1. p. 1-25.

CRUZ, P. R. D. C. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In.: BELLUZZO, L. G. de M.; COUTINHO, R. (Org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**. Ed. Campinas: Unicamp, IE, 1998, v. 2, p. 67-116.

DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. A finança capitalista: relações de produção e relações de classe. In: SUZANNE de BRUNHOFF [et al.]. **A Finança Capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010, p. 183-246.

_____. Financeirização e globalização: levando barreiras, perdendo o controle (Parte IV). In.: DUMÉNIL, G. & LÉVY, D. **A Crise do Neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014, p. 109-138.

FERREIRA, C. K. L. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. In: BACHA, E. (Org.). **A Crise Fiscal e Monetária Brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, pp. 253-270.

Instituição Fiscal Independente (IFI). **Relatório de Acompanhamento Fiscal**. Brasília, Abril/2017.

LEISTER, M, D. e MEDEIRO, O. L. de. O Relacionamento entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. TN: **Trabalho para Discussão nº13**, 2012.

MARQUES, R. M. O Regime de Acumulação sob a Dominância Financeira e a Nova Ordem no Brasil. In. MARQUES, R. M.; FERREIRA, M. R. J. (Org.). **O Brasil sob a Nova Ordem**: a economia brasileira contemporânea. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 1-20.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco, SP: Novo Século Editora, 2013.

PAULA, L. F. R. de. Moeda Indexada, Operações de Mercado Aberto e Ajustes dos Bancos com Zeragem Automática. In: PAULA, L. F. R. de. **Comportamento dos Bancos em Alta Inflação**:

teoria e experiência brasileira recente. Tese (doutorado). IE/Unicamp, Campinas, SP, 1997, p. 62-104.

PELLEGRINI, J. A. As Operações Compromissadas do Banco Central. IFI: **Estudo Especial**, nº3, outubro/2017a.

_____. Dívida Pública Brasileira: Mensuração, composição, evolução e sustentabilidade. Senado Federal: **Texto para Discussão** nº 226, Brasília, Fevereiro/2017b.

_____. Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais. IFI: **Nota Técnica**, nº20, Brasília, Agosto/2018.

_____. Reservas Internacionais do Brasil: evolução, nível adequado e custo de carregamento. IFI: **Estudo Especial**, nº 1, Brasília, Março/2017.

SALTO, F. S. Dívida Bruta: Evolução e Projeções. IFI: **Estudo Especial**, nº7, Brasília, Outubro/2018.

SALTO, F. S. e PELLEGRINI, J. A. Os Efeitos Fiscais da Redução da Selic. IFI: **Nota Técnica**, nº 12, Brasília, Novembro/2017.

TAVARES. M. da C. **O Grande Salto para o Caos**: a economia política e a política econômica do regime autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1985.

_____. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In.: BELLUZZO, L. G. de M.; COUTINHO, R. (Org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**. Ed. Campinas: Unicamp, IE, 1998, v. 2, p. 117-154.

TESOURO NACIONAL (TN). Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. **Relatório Anual do Tesouro Nacional**, STN, Brasília, 2019.