

Apontamentos sobre as operações compromissadas, o sistema de *primary dealers* e a relação entre política monetária e fiscal no Brasil

Daphnae H. Picoli¹

Resumo

Este artigo buscou analisar evolução recente das operações compromissadas, como principal instrumento de política monetária do Banco Central brasileiro, e seus impactos na política fiscal, por meio da sua operacionalidade. Especificamente, a relação de tais operações com o sistema de *primary dealers* que atua na gestão da dívida pública e na execução da política monetária. Para isso, analisamos a evolução recente das operações compromissadas no Brasil, bem como os seus principais condicionantes para o período entre 2003 e 2018. Em seguida, apresentamos um panorama do sistema de *primary dealers*, a partir de, centralmente, dois elementos: i) a participação de tais instituições credenciadas nas operações compromissadas com a autoridade monetária brasileira; e, ii) a evolução recente da institucionalidade do sistema de PDs no Brasil. Utilizamos, em nossa análise, os dados e as normas regulamentadoras disponibilizados pelo Banco Central do Brasil e pela Secretaria do Tesouro Nacional. Constatamos que as instituições credenciadas como *dealers* são os principais atores que atuam na ponta doadora de liquidez das operações compromissadas. Além disso, a análise institucional indicou que a preferência de tais instituições *dealers* em realizar as operações de recompra, em detrimento das operações definitivas no mercado secundário, foi um ponto importante para as alterações institucionais no sistema de *primary dealers*.

Palavras-chave: operações compromissadas; *primary dealers*; política monetária; política fiscal; economia brasileira

Introdução

A importância das operações compromissadas (OC) como instrumento de operacionalização da política monetária, bem como seus impactos na gestão da dívida pública brasileira tem sido objeto de estudo na literatura econômica e tema no debate público recente. Esse fato se dá pelo aumento expressivo desse tipo de operação nas últimas décadas: entre 2006 e 2018, seu saldo passou de 3 para 17% do PIB. Movimento semelhante pode ser visto quando analisamos a participação dessas operações na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que aumentou de patamares de 6% para 22% no respectivo período.

A relevância que assume esse tipo de operação revela, também, um traço peculiar da economia brasileira: a profunda conexão entre o mercado monetário e a gestão da dívida pública. Lopreato

¹ Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp).
Contato: dhpicoli@gmail.com.

(2008) aponta que essa relação particular se expressa na persistência de mecanismos como a indexação dos títulos públicos, isto é, na presença relevante de títulos indexados à taxa de juros básica e das operações compromissadas como principal instrumento monetário. Esse entrelaçamento leva a custos fiscais diretos, como o maior custo para a emissão e rolagem da dívida pública, mas também indiretos, com a manutenção dos patamares elevados das taxas de juros – uma das maiores no mundo – e de um perfil de curto prazo da dívida pública brasileira.

No Brasil, essas operações -principal instrumento da autoridade monetária para o controle de liquidez - são realizadas, preferencialmente, com um grupo de instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central brasileiro (BCB), os *primary dealers* que operam na gestão da dívida pública e nas operações de mercado aberto. Neste artigo, apresentaremos elementos iniciais para analisar a relação entre as operações compromissadas e as instituições *dealers*, que estão na ponta doadora e assumem, via de regra, a posição ativa nessas operações junto ao BCB. Além desta introdução e das considerações finais, nosso artigo é dividido em cinco partes. Na primeira, definimos as operações compromissadas como instrumento financeiro e apontamos as suas particularidades no Brasil. Em seguida, nos detemos sob os condicionantes de tais operações para o período entre 2003 e 2018. Na terceira seção, apresentamos, a partir de alguns dados iniciais, a relação do sistema de *dealers* de mercado aberto com operações compromissadas. Na quarta seção, oferecemos um breve panorama das alterações institucionais dos *dealers*. Por fim, apresentamos quais são as instituições credenciadas.

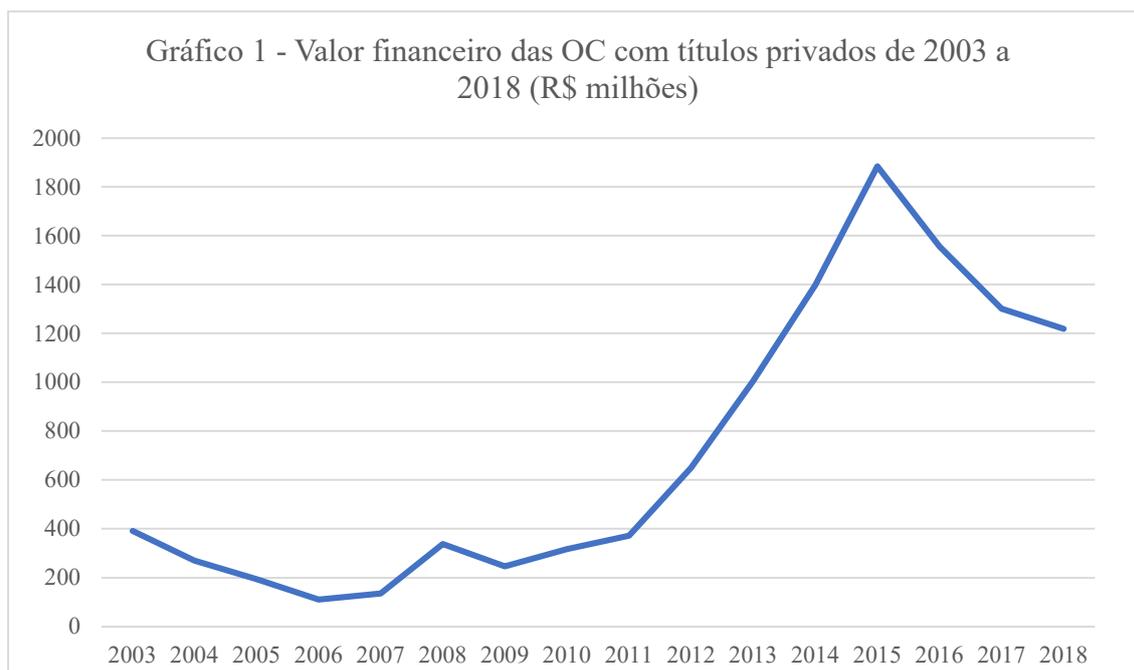
1. As operações compromissadas no Brasil: definições

Em seu estudo sobre as operações compromissadas do Banco Central, Pellegrini (2017) afirma que essas possuem três faces distintas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública. Utilizaremos esses três enfoques para definir esse instrumento e evidenciar a particularidade dessas operações na realidade brasileira.

Segundo o BCB, as operações compromissadas são definidas como “compra (ou venda) de títulos com compromisso de revenda (ou recompra) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos”. Os títulos objetos de negociação nessas operações podem ser de natureza privada ou pública e representam uma espécie de garantia na transação. Por isso, a remuneração acordada entre as partes não guarda relação necessária com os rendimentos atrelados aos objetos da negociação.

Esse tipo de operação tem como principal objetivo a obtenção de liquidez de forma rápida e imediata, sendo assim, os seus prazos são, geralmente, curtos. A instituição que necessita de recursos imediatos – tomadora ou passiva- vende seu título com compromisso de recompra, pagando uma taxa de juros pré-fixada; na outra ponta, a instituição com excesso de liquidez – doadora ou ativa- compra os títulos, assumindo o compromisso de revenda, e recebe, pelo empréstimo dos seus recursos excedentes, uma remuneração adicional. Outra característica importante é o fato de a OC não envolver alteração na propriedade do título, uma vez que esse irá retornar, na data pré-estabelecida, para a instituição que o vendeu.

Em suma, embora frequentemente façamos referência às compromissadas como operações com títulos públicos realizada entre o BCB e as instituições financeiras, é importante considerar que, enquanto transação financeira, elas podem ser realizadas com títulos de natureza privada ou pública, utilizadas para operações entre instituições financeiras, ou entre instituição financeira e pessoa física ou jurídica. No Gráfico 1 é possível ver a evolução do volume dessas operações com títulos privados no Brasil.



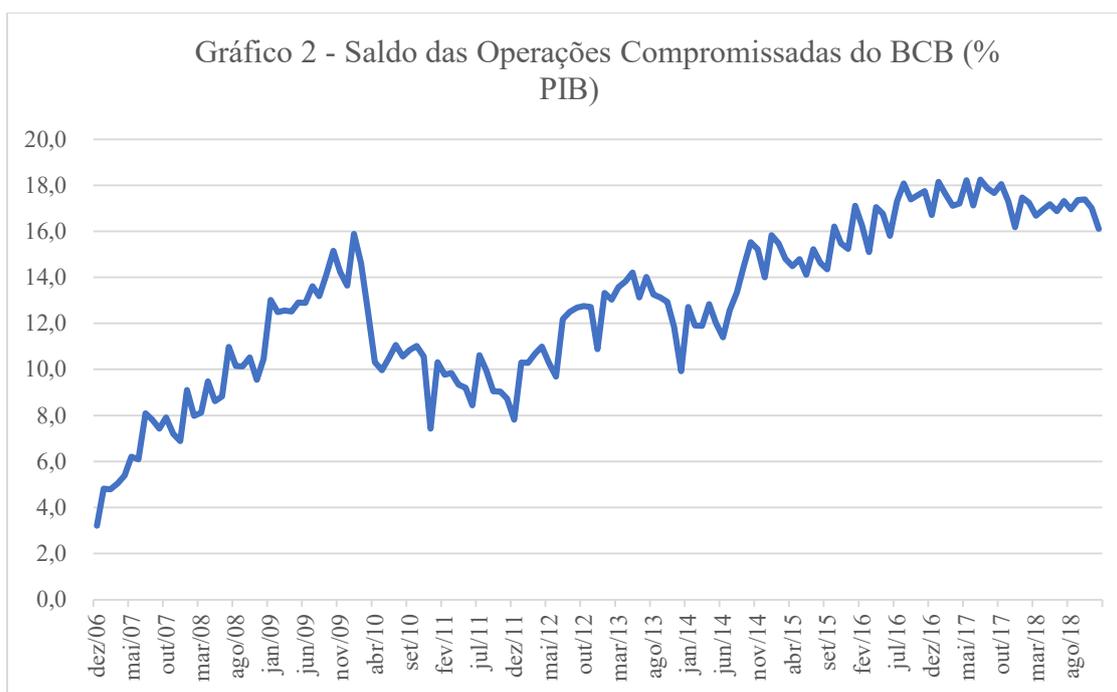
Fonte: Cetip/STN – Elaboração própria

O

segundo enfoque que abordaremos é a utilização das OC como instrumento de política monetária. As referidas operações fazem parte da gama de instrumentos disponíveis para a autoridade monetária realizar a regulação da liquidez. Ou seja, são apenas um instrumento dentre diversos outros que podem ser utilizados com esse mesmo objetivo como, por exemplo, os depósitos compulsórios, as janelas de redesconto, depósitos remunerados.

Em relação a operacionalização da política monetária, Macedo e Silva e De Conti (2017) propõem analisar os condicionantes das compromissadas, partindo de que o Banco Central atua no interbancário para fazer com que a taxa desse mercado se ajuste a meta determinada para a taxa Selic. De acordo com a visão proposta pelos autores “para evitar desvios significativos e persistentes da taxa do interbancário em relação à meta da Selic, o BCB precisa compensar os choques autônomos, cuja origem, *em parte dos casos*, escapa a seu controle.” E utilizam as operações compromissadas para realizar esse ajuste. A visão apresentada é distinta daquela amplamente difundida nos livros de macroeconomia, segundo a qual a política monetária é realizada por meio da regulação dos agregados monetários. A visão proposta pelos autores, nos é útil, pois evidencia o papel do mercado interbancário, ou seja, da atuação das instituições financeiras de grande porte na determinação da atuação do BCB.

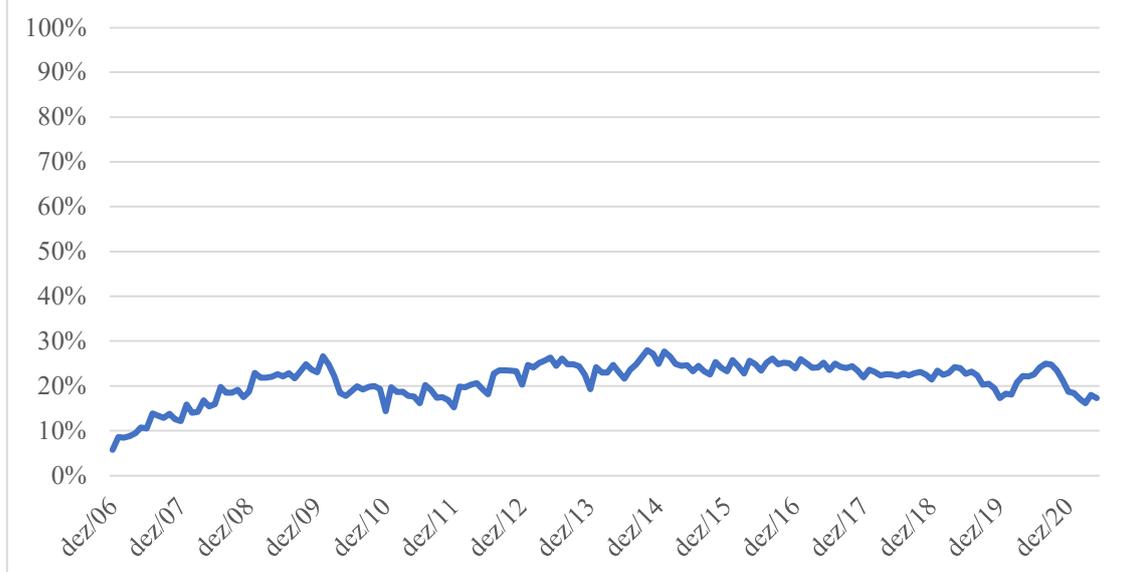
No Gráfico 2 é possível verificar o aumento persistente dos saldos das operações compromissadas na participação do PIB ao longo das últimas décadas.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Por último, as operações compromissadas também podem ser vistas como dívida pública. Esse fato ocorre pelas particularidades da relação entre Tesouro Nacional e Banco Central no país, uma vez que, por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o BCB é proibido de operar com títulos próprios, fazendo suas operações com os títulos do Tesouro Nacional. Esse elemento, de natureza institucional, revela e reforça, mais uma vez, a conexão que já apontamos acima entre política monetária e política fiscal. As compromissadas chegaram a representar aproximadamente um quinto da dívida pública bruta geral do país -como pode ser observado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Participação das Operações Compromissadas na DBGG entre 2006 e 2020

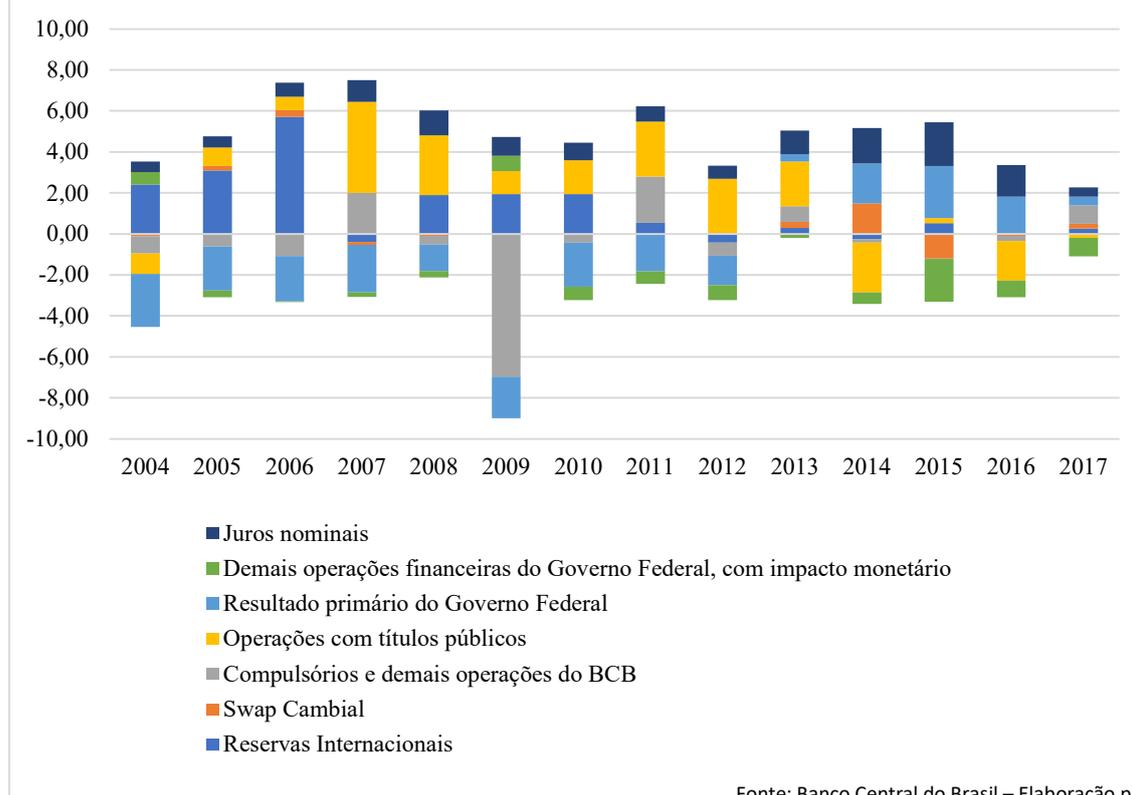


Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

2. Os condicionantes das operações comprometidas

O Gráfico 4 apresenta os principais condicionantes, segundo o BCB, para o aumento dessas operações durante as últimas décadas.

Gráfico 4 - Fatores condicionantes da evolução das Op. Compromissadas (% PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

A partir dessas informações podemos linear três períodos:

- i) 2004 a 2011: quando predomina como condicionante o acúmulo de reservas internacionais e as operações com títulos realizadas pelo Tesouro Nacional – pelo processo de internalização da dívida pública.
- ii) 2012 – 2014: quando predominam as operações com títulos realizadas pelo Tesouro Nacional - pela mudança na composição da dívida pública, com menor participação de LFTs-, além dos juros nominais;
- iii) 2015 a 2017: quando os maiores condicionantes são os juros nominais e o resultado primário negativo.

Dentre os condicionantes, iremos pontuar três elementos centrais para nossa análise: i) o impacto do acúmulo de reservas internacionais; ii) o impacto das estratégias de gestão da dívida pública pelo Tesouro Nacional; e, iii) o impacto dos juros nominais.

O acúmulo das reservas internacionais, e a consequente expansão da base monetária, é frequentemente apontado como um dos principais motivos para a elevação das operações compromissadas a partir de 2003 – a exemplo da análise realizada por Pelegrini (2017). Partindo da visão de que a atuação do BCB tem como objetivo interferir nas taxas do mercado interbancário, Macedo e Silva & De Conti (2017) mostram como, não necessariamente a entrada de moeda estrangeira acarreta no aumento das operações compromissadas. Conforme exemplificam os autores, o Banco Central adquire dólar comprando-os de um não residente ou de um intermediário financeiro. Após essa operação o BCB credita *reais* na conta do devedor, o que faz aumentar os depósitos das operações financeiras. Esse aumento dos depósitos compensa o aumento gerado pela elevação das reservas internacionais, eliminando a necessidade de operação compromissada.

Contudo, ainda segundo os autores, “se as receitas dos vendedores de dólares não forem convertidas em papel-moeda, as instituições financeiras de que são correntistas constatarão que estão de posse de um total de reservas que supera a soma de compulsórias e voluntárias”. Sendo assim, haverá excesso de reservas e elas serão oferecidas a outras instituições financeiras, pressionando para baixo a taxa do mercado interbancário. Como consequência, o Banco Central tem de atuar no mercado para impedir que a taxa do interbancário desvie da meta da Selic, enxugando a liquidez excedente. Os juros pagos pelas compromissadas levam, novamente, a um aumento nos depósitos, que é contrabalanceado por novas operações com compromisso de revenda.

Em relação ao segundo elemento: toda vez que há resgates líquidos, os depósitos realizados nas contas dos detentores dos títulos resgatados aumentam. Esse fato faz com que as instituições financeiras nas quais esses recursos são depositados fiquem com excesso de liquidez. O aumento de liquidez dessas instituições, pelo mecanismo descrito acima, leva a tendência de queda na taxa praticada no interbancário. O BCB, nesse cenário, intervém com as compromissadas para retirar o excesso de liquidez.

No primeiro período destacado o processo de internalização da dívida pública brasileira foi um condicionante importante para as compromissadas – ainda que, em geral, seus efeitos tenham tido menor impacto que o acúmulo de reservas internacionais e tenha sido compensado, em parte, pelo superávit primário do período. No segundo período, entre os anos 2012 e 2014, a mudança de composição da dívida pública, com a diminuição no estoque da dívida das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) que são títulos indexados à taxa Selic, foi o principal fator para o aumento das operações compromissadas. Esse último processo significa que, ainda que tenha havido uma melhora pela diminuição da dos títulos indexados à Selic no estoque do TN, esta é esterilizada pela realização das OC – que também são indexadas à taxa de juros- pelo BCB.

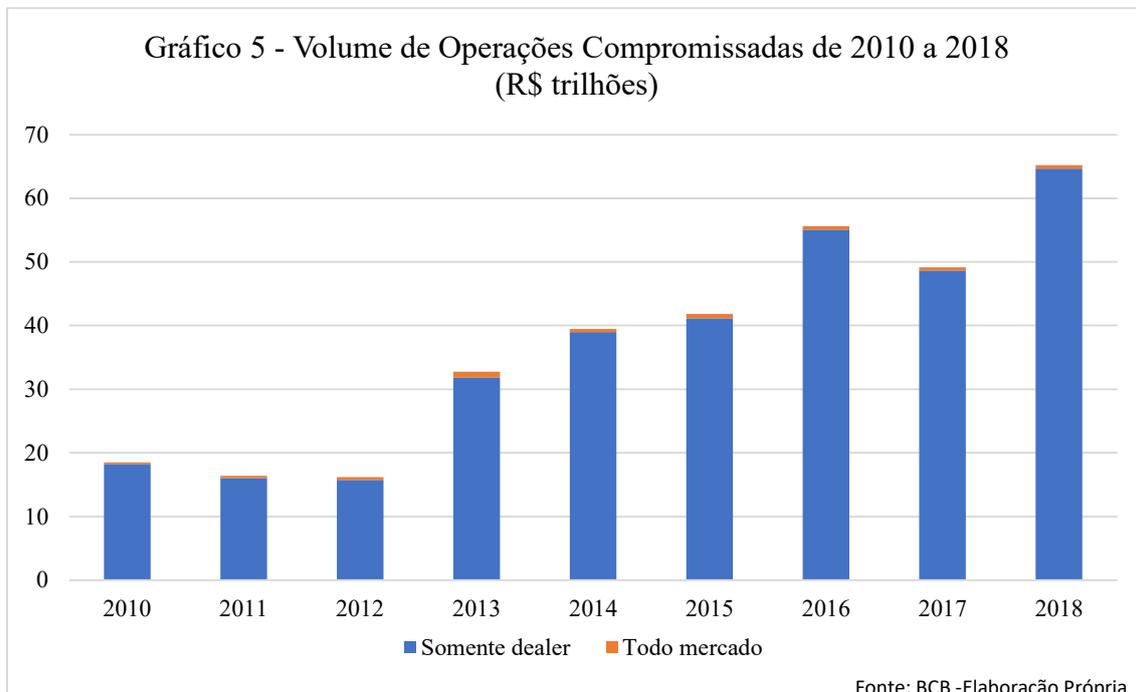
Por último, os juros nominais pagos nas operações compromissadas e definitivas com os títulos públicos, combinado com o elevado patamar da taxa básica de juros da economia brasileira, convertem-se em uma fonte estrutural de liquidez, que demanda constantemente a atuação do BCB com o intuito de enxugá-la.

3. Operações compromissadas: os atores doadores de liquidez²

Como consequência do excesso de liquidez estrutural da economia brasileira, o BCB usualmente atua de forma passiva na realização das compromissadas. Isso significa que numa ponta da operação temos o Banco Central como instituição tomadora de liquidez, oferecendo, em troca, os títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional. Na outra ponta estão as instituições financeiras doadoras de liquidez. Apesar de realizar operações compromissadas com todo o mercado – em condições competitivas-, as instituições credenciadas como *dealers*, que atuam junto ao Banco Central nas operações de mercado aberto, obtêm acesso exclusivo às operações compromissadas – em condições não competitivas- após o fechamento do mercado.

² A passagem a seguir foi elaborada com base em Picoli (2023).

O Gráfico 5 ilustra as estatísticas do total de volume financeiro aceito nas OC com os PDs e com o todo mercado. Fica evidente a concentração dessas operações nas instituições credenciadas como *primary dealers*. Ao longo do período analisado, o percentual desse tipo de transações realizadas pelo BCB exclusivamente com os *dealers* representou mais de 97% do total.



Além disso, considerando a série temporal analisada, observamos que o volume médio diário transacionado por cada *dealer* (Tabela 2) apresentou trajetória ascendente ao longo do período analisado: em 2010 era de 5 bilhões e passou para 18,3 bilhões em 2018.

Tabela 1 - Volume de Op. Compromissadas do BCB por dealer/dia
(R\$ bilhões)

	Anual	Diário	Nº de <i>dealers</i>	Média dealer/dia
2010	18.254,0	72,4	14	5,2
2011	16.070,8	63,8	12	5,3
2012	15.771,2	62,6	12	5,2
2013	31.851,4	126,4	12	10,5
2014	38.979,1	154,7	12	12,9
2015	41.145,4	163,3	12	13,6
2016	55.078,2	218,6	14	15,6
2017	48.645,5	193,0	14	13,8
2018	64.666,5	256,6	14	18,3

Fonte: BCB - Elaboração Própria

Em relação ao prazo, as operações compromissadas realizadas com as instituições credenciadas como *dealers* são predominantemente de curtíssimo prazo -entre um e três dias. Em

particular as operações de um dia, conhecidas como overnight, representam mais da metade do total transacionado: entre 60 e 75% do total das transações realizadas com as instituições credenciadas.

Além disso, como aponta Lopreato (2008), as operações compromissadas, apesar de serem realizadas usualmente com títulos pré-fixados, podem também ser realizadas com outros títulos públicos, o que permite aos intermediários – ou seja, usualmente as instituições *dealers*- estabelecerem “a composição mais lucrativa de suas carteiras e rolarem esses títulos no overnight, encurtando a maturidade das carteiras e favorecendo a fusão do mercado monetário e do mercado de dívida pública”.

Ou seja, ao falar das operações compromissadas no Brasil, além das três facetas desenvolvidas, que formam a sua particularidade para a economia brasileira, também é necessário levar em conta que elas são operadas com um número restrito de instituições, os chamados *primary dealers*. Por isso, iremos abordar na próxima seção as principais características desse sistema, bem como quais foram as instituições financeiras – bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras e distribuidoras de valores- que assumiram essa posição no período recente.

4. A evolução recente do sistema de *primary dealers*: relação TN e BCB³

O sistema de *primary dealers* é um tipo de estrutura, de desenho institucional para os mercados de títulos públicos em moedas locais, no qual opta-se por operacionalizar a gestão da dívida pública e da política monetária pela implantação de um oligopólio, nos termos de McConnachie (1997), de distribuição de títulos. Segundo Arnoni e Ugolini (2004) o objetivo de tais instituições financeiras seria de auxiliar o desenvolvimento do mercado primário e secundário de títulos da dívida de um determinado país. Assumindo essa posição, estas instituições financeiras concordam em executar algumas obrigações, centralmente relacionadas com o financiamento do governo. E, como contrapartida, possuem alguns privilégios, como o acesso exclusivo a determinadas operações.

No caso brasileiro, o sistema de *primary dealers* existe tanto para o Tesouro Nacional, quanto para as operações de regulação de liquidez do BCB. A Decisão Conjunta nº 14, de 19 de março de 2003, estabelece a estrutura básica para o funcionamento do sistema de *dealers* que será seguida nos anos seguintes pelo STN e o BCB – mesmo após a separação ocorrida em 2015. Nesta decisão são abordados as obrigações e os direitos das instituições credenciadas, bem como os pré-requisitos para o credenciamento, a existência de avaliação de desempenho, os critérios para descredenciamento e credenciamento a cada seis meses.

³ A passagem a seguir foi elaborada com base em Picoli (2023).

A Decisão Conjunta do STN e BCB nº 14, seguida pelos Atos Normativos Conjuntos nº 1 e 2 de 2003, implementam essa divisão dos *dealers* em dois grupos, sendo, de início, até 12 instituições credenciadas como *dealers* primários e até 10 instituições credenciadas como especialistas, focadas no desenvolvimento do mercado secundário. Os atos normativos determinam, ainda, que 5 instituições poderiam estar simultaneamente nos dois grupos. Ao longo dos anos de 2003 e 2009 diversas mudanças são operadas do ponto de vista da quantidade de *dealers* em cada um dos grupos, além da diminuição da quantidade das instituições que poderiam estar simultaneamente nos grupos e abertura de vagas para corretoras e distribuidoras entre os *dealers* especialistas.

Em 2010, ocorre a extinção da divisão entre *dealers* especialistas e primários. O Relatório de Gestão da Secretaria do Tesouro Nacional daquele ano justifica esta alteração como parte das medidas adotadas para aumentar a liquidez no mercado secundário de títulos públicos. Por um lado, as atuações do Tesouro Nacional, em especial em leilões de trocas, foram reduzidas. Por outro, o sistema de *dealers* foi modificado com objetivo de maior integração em que “a mesma instituição participa mais ativamente não só das colocações primárias de títulos públicos federais como também da negociação do mercado secundário”.

Esta meta de liquidez para o mercado secundário, acompanhadas de outras como o mapeamento e a expansão da base de investidores estavam em função de um dos objetivos traçados para a gestão da dívida pública brasileira que era de fomentar o mercado de títulos públicos e desenvolver o mercado de capitais.

Vale citar que além desse objetivo, naquele ano o Tesouro Nacional também se colocou outros cinco objetivos estratégicos: minimizar os custos da Dívida Pública Federal e, ao mesmo tempo, manter seus riscos em níveis prudentes; ampliar a coordenação com órgãos formuladores de políticas públicas nas ações que tenham impacto sobre a administração da Dívida Pública Federal; melhorar os instrumentos, insumos e condições para a gestão da Dívida Pública Federal; aperfeiçoar a comunicação e elevar o grau de transparência na gestão da Dívida Pública Federal; e, ampliar a venda e a divulgação do Programa Tesouro Direto.

No início de 2015, ocorre mais uma mudança de grande proporção com a separação dos *dealers* do STN e do BCB com doze instituições credenciadas para cada. Esta alteração foi justificada pelo Tesouro Nacional no mesmo sentido da mudança de 2010, ou seja, como uma medida que visava priorizar o mercado primário e secundário de títulos públicos. Neste mesmo relatório de Gestão da Secretaria do Tesouro Nacional, de 2015, é apontado ainda que esta alteração na norma dos PDs melhorou a “competição entre os bancos que negociam títulos públicos e não apenas operações compromissadas”. E que, desta forma, “essas instituições perceberam o valor de participar do sistema de *dealers* e se mostraram mais atuantes no mercado secundário”.

Em suma, o que queremos pontuar nessa breve análise institucional expondo as principais mudanças no sistema de *primary dealers* é a evidente dificuldade de um ajuste estável no sistema de *primary dealers* que fosse considerado positivo pelo TN e pelo BCB. Não é objetivo desse artigo analisar as razões dessas modificações, o que exigiria não apenas o exame do sistema de PDs em si, mas também da orientação de política econômica adotada pelo governo federal. No entanto, acreditamos que é possível observar, como as operações compromissadas e a preferência das instituições financeiras credenciadas nesse tipo de operação representava um obstáculo para o desenvolvimento do mercado secundário, que era um dos objetivos de gestão da dívida, estabelecido pelo Tesouro Nacional.

5. As instituições *dealers* credenciadas de 2003 a 2015

Por último, ilustraremos as principais instituições que foram *dealers* no período de 2010 a 2015. Como pode ser observado nas Quadro 1, estão entre essas instituições os grandes bancos comerciais de operação nacional como Itaú, Santander, Bradesco, Banco do Brasil e Caixa Econômica. Mas também a presença marcante de grandes bancos estrangeiros como Citibank, JP Morgan, Goldman Sachs, Credit Suisse, Deutsche Bank.

Quadro 1 - Participação das instituições financeiras credenciadas como *dealers* da dívida no total de períodos de credenciamento entre 2010 e 2015

BANCO BRADESCO S.A.	100%
BANCO BTG PACTUAL S.A.	100%
BANCO DO BRASIL S.A.	100%
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A	100%
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	100%
ITAÚ UNIBANCO S.A.	100%
RENASCENÇA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA	86%
HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO	71%
BANCO CITIBANK S.A	57%
BANCO VOTORANTIM S.A	57%
BANCO BARCLAYS S.A	43%
BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A	43%
BANCO J.P. MORGAN S.A.	43%
C.M. CAPITAL MARKETS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	43%
GOLDMAN SACHS DO BRASIL BANCO MÚLTIPLO S.A.	43%
ICAP DO BRASIL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	43%
ATIVA S.A. CORRETORA DE TÍTULOS, CÂMBIO E VALORES	14%
BANCO INDUSVAL S.A.	14%
BANCO SAFRA S.A	14%
DEUTSCHE BANK S.A. - BANCO ALEMÃO	14%

Fonte: Banco Central do Brasil - Elaboração Própria

Na Quadro 2 podemos observar evidencia as instituições financeiras que operavam como *dealer* de câmbio e *dealer* de mercado aberto entre 2010 e 2015. Dentre as 20 instituições credenciadas para operar no mercado de títulos públicos, treze delas eram, também, *dealers* de câmbio. Como já vimos, o acúmulo de reservas internacionais foi um dos principais condicionantes para o aumento das operações compromissadas. Embora o período abordado abaixo não seja aquele no qual essas operações tiveram maior impacto, é possível inferir a relevância do papel – e o poder de atuação – que possuem as instituições simultaneamente credenciadas como *dealer* de câmbio e de mercado aberto. Ou seja, aquelas que, de um lado, detêm a exclusividade da intermediação de dólares no Brasil e, por outro, detêm a exclusividade na realização das operações compromissadas com o BCB.

Quadro 2 - As instituições credenciadas simultaneamente como *dealers* de mercado aberto e de câmbio entre 2010 e 2015

BANCO BRADESCO S.A.
BANCO BTG PACTUAL S.A.
BANCO DO BRASIL S.A.
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A
ITAÚ UNIBANCO S.A.
HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
BANCO CITIBANK S.A
BANCO VOTORANTIM S.A
BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A
BANCO J.P. MORGAN S.A.
GOLDMAN SACHS DO BRASIL BANCO MÚLTIPLO S.A.
BANCO SAFRA S.A
DEUTSCHE BANK S.A. - BANCO ALEMÃO

Fonte: Banco Central do Brasil - Elaboração Própria

Considerações finais

Ao longo desse artigo pudemos caracterizar as operações compromissadas brasileiras pelas suas três faces distintas: transação financeira, instrumento de política monetária e dívida pública. Essa divisão nos permitiu aprofundar na definição dessas operações e, também, nos aspectos específicos da realidade brasileira, como a utilização dos títulos do Tesouro Nacional para esse tipo de operação monetária. Apontamos, também, os principais condicionantes da sua evolução no período recente, destacando os impactos que tiveram o acúmulo das reservas internacionais, as operações do Tesouro Nacional e os juros nominais.

Em seguida, observamos os atores que estão na ponta ativa dessas operações, os doadores de liquidez e mostramos como essa operação é majoritariamente realizada com as instituições credenciadas como *dealers* de mercado aberto. Além disso, pontuamos as principais alterações desse sistema no período recente, para mostrar como, também nessa institucionalidade é possível observar a dificuldade de um ajuste estável entre Banco Central e do Tesouro Nacional, sendo as compromissadas um elemento disso. Por último, trouxemos um exemplo, para o período de 2010 a 2015, das instituições que foram credenciadas como *dealers* da dívida e aquelas que assumiram a posição simultaneamente de *dealer* de câmbio.

A política monetária e a política fiscal no Brasil se entrelaçam de forma peculiar. Como aponta Lopreato (2013) a conexão entre mercado monetário e dívida pública tem suas raízes desde o surgimento das operações de *open market*, durante o regime militar. Naquele então, algumas características do mercado monetário brasileiro como a indexação dos títulos públicos, os acordos implícitos de zeragem automática e, também, as operações com compromisso de recompra – operações compromissadas- já estavam presentes. Durante a década de 1980 e o período de hiperinflação esses elementos foram aprofundados.

Após a estabilidade monetária, ocorre a reformulação da institucionalidade brasileira, ajustando o país ao chamado Novo Consenso Macroeconômico, sendo a Lei de Responsabilidade Fiscal uma peça importante desse novo arcabouço. Entre outras medidas, a LRF proíbe o Banco Central brasileiro de emitir títulos e determina que as operações da autoridade monetária serão realizadas com títulos públicos do Tesouro Nacional. Essa condição institucional soma-se a outras duas que são a presença dos títulos indexados à taxa de juros -como são as LTFs- e as operações compromissadas como principal instrumento monetário (LOPREATO, 2008). A consequência desses elementos adicionados a uma lógica que ainda se mantém do período anterior, levam à manutenção de uma ligação, na qual, as operações de regulação de liquidez da economia, levam a custos fiscais diretos com o aumento do principal da dívida pública e do pagamento de juros e, indiretos na medida em que a gestão da dívida pública brasileira ocorre com taxas de juros elevadas e baixos prazos de vencimento.

Por fim, buscamos evidenciar, de maneira inicial, quais são os atores envolvidos nessas operações, a fim de concretizar as instituições financeiras que operacionalizam, conjuntamente com o BCB, a política monetária. Acreditamos que o desenvolvimento desse caminho possa ser importante para auxiliar a compreensão, a partir da economia política, de quais setores se beneficiam da institucionalidade atual e que, portanto, podem trabalhar a favor da persistência dessa vinculação entre mercado monetário e dívida pública.

Referências bibliográficas

- ARNONI, M.; UGOLINI, P., *Primary dealers in government securities*, Washington, Internacional Monetary Fund, 2004.
- GEMLOC, *Primary dealer Systems: Draft background note*, Washington, The World Bank, 2010.
- LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 139, 2008.

LOPREATO, F. L.C. Dívida pública: no limiar das mudanças? Texto para discussão 2026. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada IPEA., Brasília, janeiro de 2015.

LOPREATO, F.L.C. Caminhos da política fiscal do Brasil. Editora Unesp, 2013.

MACEDO e SILVA, A. C. e DE CONTI, B. M. (2017) “Política monetária e gestão de liquidez por parte do Banco Central do Brasil (2003-2016)”, Instituto de Economia da Unicamp, mimeo.

MCCONNACHIE, R. (1997). Los intermediarios primarios en los mercados de valores del gobierno. Disponível em: <https://www.cemla.org/PDF/ensayos/pub-en-62.pdf>. Acesso em: 9 mar. 2022.

PELLEGRINI, J. A. As operações compromissadas do Banco Central. Estudo Especial, n. 3, 2017.

PICOLI, D.H. Atrás das cortinas do endividamento público: a construção do sistema de privilégios primary dealers no Brasil. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, 2023, mimeo.

STN, Relatório de gestão do exercício de 2010. Tesouro Nacional. Brasília, Mar/2011.

STN, Relatório de gestão do exercício de 2015. Tesouro Nacional. Brasília, Mar/2016.