

GRUPO I – CLASSE VII – Plenário  
TC 047.141/2020-4  
Natureza: Relatório de Acompanhamento  
Unidade Jurisdicionada: Banco Central do Brasil  
Representação legal: não há.

SUMÁRIO: RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO. MEDIDAS PLANEJADAS PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL NO EXERCÍCIO DAS ATRIBUIÇÕES PREVISTAS NOS INCISOS I E II DO ART. 7º DA EMENDA CONSTITUCIONAL 106/2020, A IDENTIFICAÇÃO DOS RISCOS ENVOLVIDOS NESSAS OPERAÇÕES, EM ESPECIAL SOB A PERSPECTIVA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA E DA POLÍTICA MONETÁRIA, E A VERIFICAÇÃO DA SUFICIÊNCIA E ROBUSTEZ DOS CONTROLES EXISTENTES. INCORPORAR INTEGRALMENTE O OBJETO DE SOLICITAÇÃO DO CONGRESSO NACIONAL (SCN) AO ACOMPANHAMENTO, DADA A ESTREITA CONEXÃO E COMPLEMENTARIDADE ENTRE OS TEMAS. CUSTO TOTAL DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS A CARGO DO BANCO CENTRAL DESDE A IMPLANTAÇÃO DA SISTEMÁTICA DE METAS DE INFLAÇÃO. IMPACTO NA UTILIZAÇÃO DE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS PARA A COLOCAÇÃO DE TÍTULOS PELO TESOURO NACIONAL. MONTANTE DE OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NECESSÁRIO PARA A GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA. INFORMAR AS CONCLUSÕES AO PRESIDENTE DA COMISSÃO DE FINANÇAS E TRIBUTAÇÃO DA CÂMARA DOS DEPUTADOS. CONSIDERAR A SOLICITAÇÃO INTEGRALMENTE ATENDIDA.

## RELATÓRIO

Por registrar as principais ocorrências no andamento do processo até o momento, resumindo os fundamentos das peças acostadas aos autos, adoto como relatório, com os ajustes necessários, a instrução da secretaria responsável pela análise da demanda (peça 29), que contou com a anuência do corpo diretivo da unidade (peças 30-31):

### **“I – INTRODUÇÃO**

1. Cuidam os autos de acompanhamento, determinado pela parte dispositiva do Acórdão 2897/2020 – TCU – Plenário, da relatoria do Ministro Bruno Dantas.
2. Com efeito, por intermédio do item 9.3 desse Acórdão, o Tribunal de Contas da União (TCU) estabeleceu a seguinte determinação à Secretaria Geral de Controle Externo (Segecex):  
‘9.3. ordenar à Segecex a constituição de apartados para o acompanhamento das medidas que vêm sendo planejadas pelo Banco Central no exercício das atribuições previstas nos incisos I e II do art. 7º da Emenda Constitucional 106/2020, a identificação dos riscos envolvidos nessas operações, em

especial sob a perspectiva da regulação financeira e da política monetária, e a verificação da suficiência e robustez dos controles existentes.’

3. O supracitado acórdão, da relatoria do Ministro Bruno Dantas, foi proferido nos autos do TC 016.873/2020-3, mais especificamente, por ocasião do 5º Relatório de Acompanhamento das medidas de enfrentamento à Covid-19, em continuidade aos Acórdãos 1.557/2020-TCU-Plenário, 2.026/2020-TCU-Plenário, 2.283/2020-TCU-Plenário e 2.710/2020-TCU-Plenário.

4. Na esteira desse tema, foi encaminhada a esta Corte de Contas pelo Presidente da Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados – CFT, por meio do Of. Pres. nº 3/21/CFT, de 17/3/2021, Proposta de Fiscalização e Controle (PFC) nº 19/2019, de autoria do Deputado Elias Vaz, autuada como TC 013.448/2021-8, a qual solicita ao TCU a realização de ato de fiscalização e controle para verificar a adequação na utilização de operações compromissadas pelo Banco Central do Brasil (BCB), com ênfase no custo, no montante e na interferência na administração da dívida pública conduzida pelo Tesouro Nacional (peças 2 a 4 do TC 013.448/2021-8).

5. De maneira geral, os Parlamentares da CFT solicitam (peça 3 do TC 013.448/2021-8):

### ‘JUSTIFICAÇÃO

O Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, estabeleceu a sistemática de ‘metas para a inflação’ como diretriz para fixação do regime de política monetária, atribuindo ao Banco Central do Brasil a competência de executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A política monetária, portanto, passou a ser exercida com vistas ao atingimento de uma determinada meta de inflação, tendo o Banco Central do Brasil (BCB), por meio do Comitê de Política Monetária, sido incumbido pelo atingimento dessa meta. Aliás, o presidente do BCB, se não for atingida a meta, divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de Carta Aberta dirigida ao Exmo. Sr. Ministro de Estado da Economia.

Nesse quadro, um dos principais instrumentos de implantação de política monetária no País são as operações compromissadas.

Referidas operações atingiram o equivalente a dezoito por cento do Produto Interno Bruto (PIB), o que nos preocupa sobremaneira, inclusive pelo custo que trazem para a sociedade.

Neste sentido, uma vez que, conforme previsto nos incisos I e II do artigo 60 do Regimento Interno desta Casa, constituem atos ou fatos sujeitos à fiscalização e controle do Congresso Nacional, de suas Casas e Comissões:

a) os passíveis de fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial referida no art. 70 da Constituição Federal; e

b) os atos de gestão administrativa do Poder Executivo, incluídos os da administração indireta, seja qual for a autoridade que os tenha praticado.

Dessa forma, nos interessa, com o indispensável auxílio do Tribunal de Contas da União, examinar os atos praticados na implantação da política monetária, mais especificamente, a realização de operações compromissadas. No contexto global do processo de fiscalização a ser implementado por meio desta PFC, nos interessa, portanto, ver respondidas as seguintes indagações [nossos grifos]:

Qual o custo incorrido, ano a ano, desde a implantação da sistemática de metas de inflação, com a utilização das operações compromissadas?

Sabemos que as operações compromissadas, quando operadas no sentido de retirar liquidez do mercado, apresentam custo com o pagamento de juros pelo BCB. Nos interessa, portanto, saber:

a) qual o montante desses juros pagos?

b) quais as taxas praticadas?

c) qual o valor (montante) desses juros, atualizados mensalmente? e

d) qual a comparação da taxa paga nas operações com aquelas estabelecidas pelo Comitê de Política Monetária (seriam elas iguais menores ou maiores)?

2) Qual o impacto na utilização de operações compromissadas para a colocação de títulos pelo Tesouro Nacional?

O Tesouro Nacional, no momento de colocar seus títulos, encontra concorrência das operações compromissadas, de modo que, caso as condições não sejam demasiadas atraentes para as instituições financeiras, essas podem encontrar alocação para seus recursos, com as mesmas garantias oferecidas pelo Tesouro (uma vez que os títulos utilizados como garantia nessas operações são os mesmos títulos públicos), e em condições financeiras muito semelhantes (ponto que deve ser verificado no procedimento de fiscalização, conforme indicado no questionamento nº 1 acima)?

3) Qual o montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária?

Embora o BCB tenha a prerrogativa de realizar operações compromissadas com a finalidade de política monetária, não compete àquela instituição atuar na gestão da dívida pública. Até que medida o BCB estaria facilitando a administração do caixa das instituições financeiras com a permissão de acesso irrestrito por essas instituições ao instrumento? É possível que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de recebimentos e de pagamentos com a disponibilidade irrestrita do instrumento? Assim, torna-se necessário saber qual o montante das operações compromissadas que realmente caracterizaria volumes de curto prazo disponíveis nas instituições financeiras e quais estariam sendo utilizados de forma inadequada, caracterizando uma expansão ou até mesmo desvio das competências legalmente atribuídas ao BCB (peça 3).<sup>7</sup>

6. Dada a afinidade temática dos dois processos, sugeriu-se que o TC 047.141/2020-4 incorporasse os questionamentos da SCN (TC 013.448/2021-8) e possibilitando, com otimização de esforços, a adequada manifestação desta unidade técnica. Por intermédio do Acórdão 234/2022-TCU-Plenário, Rel. Min. Bruno Dantas, o Plenário do TCU autorizou o tratamento conjunto dos citados processos.

## II – HISTÓRICO

7. Este processo teve origem no 5º Relatório de Acompanhamento dos reflexos das mudanças ocorridas nas regras orçamentárias e fiscais sobre a gestão dos recursos públicos, bem como dos seus impactos sobre o orçamento federal e a sustentabilidade fiscal, em razão das medidas adotadas pelo governo federal em resposta à crise da Covid-19 (O acompanhamento ocorre nos autos do TC 016.873/2020-3).

8. Conforme consta dos relatórios de acompanhamento, ‘aquela ação de controle externo insere-se no Plano Especial de Acompanhamento aprovado pelo Plenário do TCU no âmbito do processo TC 016.602/2020-0, juntamente com outras 28 ações a cargo das demais unidades técnicas deste Tribunal, e tem o propósito de: i) analisar os reflexos das mudanças nas regras orçamentárias e fiscais sobre a gestão dos recursos públicos no contexto da calamidade pública decorrente da pandemia; ii) apoiar as unidades técnicas em seus respectivos acompanhamentos, com padronização e levantamento de informações orçamentárias e sobre subsídios fiscais; iii) elaborar quadro consolidado do impacto orçamentário e fiscal do conjunto de medidas adotadas pelo governo federal; e iv) evidenciar de que forma a trajetória da dívida pública sofrerá impactos, assim como o espaço fiscal disponível para realização de despesas nos próximos anos’.

9. A proposta deste acompanhamento foi uma iniciativa do Relator, Exmo. Ministro Bruno Dantas, nos termos transcritos a seguir:

Voto condutor do Acórdão 2897/2020 – TCU – Plenário, itens 9 e 10:

‘9. Os reflexos econômicos decorrentes da pandemia induziram o parlamento a aprovar alterações normativas no intuito de possibilitar o Banco Central a agir de modo mais efetivo para resguardar o mercado financeiro e efetuar operações com títulos e ativos como instrumento de política monetária. A finalidade foi atenuar os efeitos da crise atual que ainda nos assolará por bastante tempo.

10. Embora tais atribuições, previstas nos incisos I e II do art. 7º da Emenda Constitucional 106/2020, ainda não tenham sido efetivamente utilizadas, isso pode vir a ocorrer em breve, a depender das circunstâncias pelas quais o país passará. Dessa forma, dada a relevância do tema, julgo imprescindível que o Tribunal continue acompanhando a questão em processo apartado, considerando que o tema extrapola a perspectiva meramente fiscal.’

10. A proposta formulada pelo Ministro Bruno Dantas foi acatada pelo plenário do TCU, na forma do item 9.3 da parte dispositiva do Acórdão 2897/2020 – TCU – Plenário, supratranscrito. Dessa forma, em decorrência da determinação plenária, a Secretaria das Sessões encaminhou à Secretaria Geral de Controle Externo (Segecex) o conhecimento do referido item, para a adoção das providências pertinentes. A Segecex, por meio do Memorando 10/2020-Segecex, considerando que o Banco Central do Brasil faz parte da clientela da Secretaria de Controle Externo do Sistema Financeiro Nacional e dos Fundos de Pensão (SecexFinanças), em atenção ao comando contido no item 9.3 do Acórdão 2897/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Bruno Dantas, solicitou à SecexFinanças que adotasse as providências necessárias para dar cumprimento à determinação.

### EXAME TÉCNICO

11. Conforme já evidenciado, este trabalho tratará de dois temas conexos. O primeiro corresponde a uma Solicitação do Congresso Nacional, acerca de diversos aspectos das operações compromissadas, no âmbito da política monetária exercida pelo Banco Central. O segundo consiste em analisar as aquisições de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário, no contexto do ‘orçamento de guerra’, previstas nos incisos I e II do art. 7º da Emenda Constitucional 106/2020.

#### Da Solicitação do Congresso Nacional – SCN

12. Em linhas gerais, conforme já evidenciado alhures, a Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados – CFT requisitou ao Tribunal que aborde as questões relacionadas ao custo das operações compromissadas realizadas pelo BCB, ao impacto dessas operações nas emissões primárias do Tesouro Nacional, bem como ao montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária.

13. Para responder às indagações da CFT, cabe, inicialmente, discorrer acerca da execução da Política Monetária pelo Banco Central, na qual o instrumento financeiro denominado operação compromissada está inserido. Afinal, para responder as indagações do Congresso Nacional, torna-se necessário evidenciar como se executa a política monetária, considerando a dinâmica mercado financeiro.

14. Numa visão mais macro, a atuação do governo na economia ocorre por meio das políticas econômicas, na qual se insere a política monetária. Para melhor entendimento, cabe trazer o escólio de Alexandre Assaf Neto (Mercado financeiro /. – 14. ed. – São Paulo: Atlas, 2018. p. 45):

‘A gestão da economia visa atender às necessidades de bens e serviços da sociedade e atingir determinados objetivos sociais e macroeconômicos, como pleno emprego, distribuição de riqueza, estabilidade de preços e crescimento econômico. Para tanto, **o governo atua na economia por meio de políticas econômicas, identificadas pela política monetária, política fiscal e política cambial**, principalmente.’

15. Desse modo, o Banco Central tem um papel relevante na condução das políticas econômicas, vez que tem o nobre mister de executar as políticas monetária e cambial. Especificamente, quanto à política monetária, objeto deste trabalho, cabe tecer algumas considerações.

16. O art. 1º da Lei Complementar 179/2021, que dispõe sobre a autonomia do BCB, determina que o Banco Central tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Assim, em seu site (<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>), a Autoridade Monetária afirma que uma de suas tarefas é manter a inflação baixa e estável, no sentido de mantê-la sob controle, ao redor da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Outrossim, ainda evidencia que:

‘A estabilidade dos preços preserva o valor do dinheiro, mantendo o poder de compra da moeda. **Para alcançar esse objetivo, o BC utiliza a política monetária, política que se refere às ações do BC que visam afetar o custo do dinheiro (taxas de juros) e a quantidade de dinheiro**

**(condições de liquidez) na economia.**

17. Nesse contexto, explicitando melhor a política monetária, Assaf Neto (ob. cit. p. 45) assevera que:

‘A política monetária enfatiza sua atuação sobre os meios de pagamento, títulos públicos e taxas de juros, modificando o custo e o nível de oferta do crédito. A política monetária é geralmente executada pelo Banco Central de cada país, o qual possui poderes e competência próprios para controlar a quantidade de moeda na economia.

O Banco Central administra a política monetária por intermédio dos seguintes instrumentos clássicos de controle monetário:

- a. recolhimentos compulsórios;
- b. operações de mercado aberto – *open market*;
- c. políticas de redesconto bancário e empréstimos de liquidez.

Uma política monetária é expansionista quando eleva a liquidez da economia, injetando maior volume de recursos nos mercados e elevando, em consequência, os meios de pagamentos. Com isso, são dinamizados o consumo e o investimento agregados com reflexos positivos sobre a expansão da atividade econômica. Essa situação é geralmente adotada em momentos de retração do nível da economia, em que se produz um hiato deflacionário.

Por outro lado, uma política monetária é restritiva quando as autoridades monetárias promovem reduções dos meios de pagamento da economia, retraindo a demanda agregada (consumo e investimento) e a atividade econômica. As medidas restritivas são tomadas sempre que o crescimento da demanda e dos investimentos empresariais se situarem acima da capacidade da oferta de moeda da economia, visando anular os efeitos de um hiato inflacionário. Essa política visa, em essência, restringir a oferta de crédito e elevar seu custo de forma a adequar o consumo e o investimento agregados à oferta monetária da economia.’

18. Quanto ao conceito, Eduardo Fortuna (Mercado financeiro: produtos e Serviços, Qualitymark Editora, 2015, p. 91) define a política monetária como o controle da oferta da moeda e da taxa de juro de curto prazo - a taxa Selic -, que permita gerenciar a liquidez ideal para cada momento econômico e que garanta a meta de inflação no curto prazo, sem se descuidar do crescimento econômico no longo prazo.

19. Nesse cenário, é relevante tecer alguns comentários, em linhas gerais, acerca dos instrumentos que o Banco Central dispõe para manejar o volume de moeda (liquidez) da economia e, assim, conduzir a política monetária.

20. O primeiro instrumento é o recolhimento compulsório que corresponde à parcela dos depósitos à vista e a prazo que as instituições financeiras devem manter obrigatoriamente depositadas no BCB, normalmente, sem qualquer tipo de remuneração. Desse modo, de uma forma muito simplista, caso o Banco Central aumente a alíquota do compulsório, por exemplo, diminui a quantidade de dinheiro dos bancos para emprestar, vez que os bancos são obrigados a depositar recursos adicionais junto ao BCB. A mesma lógica operacional é aplicada para a situação inversa, em que, quando se reduz a alíquota do compulsório, conseqüentemente, há uma injeção de liquidez no sistema financeiro. Logo, o recolhimento compulsório é instrumento de política monetária que afeta diretamente o volume de dinheiro na economia, e, por conseguinte, a oferta do crédito e as taxas de juros praticadas.

21. Ademais, diferentemente de outros instrumentos de política monetária, os recolhimentos compulsórios têm que ser cumpridos obrigatoriamente. Desse modo, por afetar as posições financeiras dos bancos, este não é instrumento flexível, uma vez que mudanças abruptas de alíquotas podem provocar descasamentos na estrutura temporal entre ativos e passivos das instituições submetidas a tais recolhimentos. Logo, tal instrumento é mais utilizado quando a autoridade monetária pretende implantar mudança mais estrutural na liquidez das instituições.

22. Há ainda as operações de redesconto, que, essencialmente, consistem em uma linha de



empréstimos do BCB, atuando como prestamista de última instância, às instituições financeiras que estejam temporariamente em uma situação de iliquidez. O BCB exige garantias para realização da operação. Dessarte, as operações de redesconto do Banco Central podem ser:

- Intradia, destinadas a atender necessidades de liquidez de instituição financeira ao longo do dia.
- De um dia útil, destinadas a satisfazer necessidades de liquidez decorrentes de descasamento de curtíssimo prazo no fluxo de caixa de instituição financeira.
- De até 15 dias úteis, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse 45 dias úteis, destinadas a satisfazer necessidades de liquidez provocadas pelo descasamento de curto prazo no fluxo de caixa de instituição financeira e que não caracterizem desequilíbrio estrutural.
- De até 90 dias corridos, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse 180 dias corridos, destinadas a viabilizar o ajuste patrimonial de instituição financeira com desequilíbrio estrutural. (Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços / Alexandre Galvão, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 73)

23. Há ainda as operações de mercado aberto – *open market*, em que ocorrem as negociações com as operações compromissadas, objeto desta SCN.

24. Desse modo, as operações no *open market* consistem nas compras e vendas de títulos públicos realizadas pelo BCB no mercado monetário, junto às instituições financeiras. Tais transações podem ocorrer de forma definitiva, ou seja, quando a titularidade do título é transferida de forma definitiva para a contraparte adquirente. Também podem ocorrer na forma de operações compromissadas, quando o Banco Central negocia títulos assumindo o compromisso de recomprá-los ou revendê-los dentro de um prazo fixado (normalmente um dia, ‘*overnight*’, ou em prazos de até 1 ano). Nessas operações de prazo mais curto (até 45 dias corridos), o BCB atua por meio de instituições credenciadas (*dealers*), ao realizar os leilões dessas operações.

25. Desse modo, a operação compromissada com títulos públicos federais pode ser definida como a venda (compra) do título público com compromisso de recompra (revenda) assumida pelo vendedor (comprador), em data preestabelecida, no momento da negociação. A operação tem como base normativa a Resolução CMN nº 3.339, de 20/1/2006 e a Resolução BCB nº 75, de 23/2/2021.

26. Ademais, de uma forma bem diferente dos recolhimentos compulsório, que são instrumentos mais rígidos para regular a liquidez do sistema financeiro, conforme já demonstrado, as compromissadas, por sua vez, são transações do mercado aberto que:

**‘apresentam grande flexibilidade, agilidade e alcance para a regulação dos meios de pagamento, sendo de impacto imediato e direto sobre os agregados monetários, e regulando simultaneamente a taxa de juros e a oferta monetária. É o instrumento atualmente utilizado por ampla maioria dos bancos centrais para a execução da política monetária.’** (Funções do Banco Central do Brasil, Informações até outubro de 2016, Série Perguntas Mais Frequentes, p. 27)

27. Em sentido análogo, Assaf Neto (ob. cit., p. 46), no que tange às operações de *open market*, preceitua que:

‘Em termos de política monetária, a grande contribuição das operações de mercado aberto centra-se em seu maior dinamismo e flexibilidade, podendo com isso produzir, de forma mais eficiente e rápida, os resultados almejados. **Isso se explica, principalmente, pelo caráter de controle mais permanente da liquidez do sistema econômico, comparativamente aos outros instrumentos de política monetária (redesconto, depósitos compulsórios etc.), os quais não se adaptam com a mesma agilidade às variações diárias que ocorrem normalmente nas reservas monetárias da economia.**’

28. Para clarificar ainda mais a matéria, cabe trazer as colocações feitas no estudo intitulado ‘Mercados de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais’, Carlos Hamilton Vasconcelos, Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, número 12, jan. 2002):

‘O Banco Central, agente encarregado de manter a estabilidade da moeda, desenvolve ações voltadas para o controle da taxa de juros doméstica. **Segundo o desenho institucional em vigor desde março de 1999, a taxa de juros a ter seu comportamento monitorada é a taxa Selic – taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastradas em títulos públicos federais e cursadas no sistema Selic na forma de operações compromissadas.**

Assim, o Banco Central acompanha a evolução de taxa de juros válida para o prazo de um dia (*overnight*), que depende, fundamentalmente, da disponibilidade de ‘Reservas Livres e Compulsórias sobre Depósitos à vista – em Espécie’ (de agora em diante reservas bancárias) mantidas junto ao Banco Central pelos Bancos com carteira comercial e pelas caixas econômicas. **A disponibilidade de reservas bancárias indica a ‘liquidez do sistema’** e está vinculada ao comportamento dos fluxos decorrentes de:

- a) demanda por moeda manual;
- b) operações cambiais;
- c) recolhimentos compulsórios e operações de redesconto;
- d) operações do Tesouro Nacional;

Esses quatro fluxos podem impactar diretamente a demanda por reservas bancárias. Isso porque **as contas de reservas bancárias podem e devem ser vistas com contas-corrente** onde são lançados os créditos e débitos oriundos das operações que seus detentores realizam com seus similares, com o Tesouro Nacional e com o próprio Banco Central.’

29. Destarte, constata-se que as operações compromissadas são um instrumento de política monetária que permite ao BCB, de forma ágil, tempestiva e eficiente, controlar a quantidade de moeda na economia, depositada nas reservas bancárias, permitindo, assim, definir a taxa base de juros de curto prazo (a taxa Selic). Conforme já demonstrado, as reservas bancárias consistem em uma espécie de conta corrente dos Bancos junto ao Banco Central, que, em última instância, permite ao BCB quantificar o nível de liquidez (a quantidade de dinheiro disponível) do sistema financeiro.

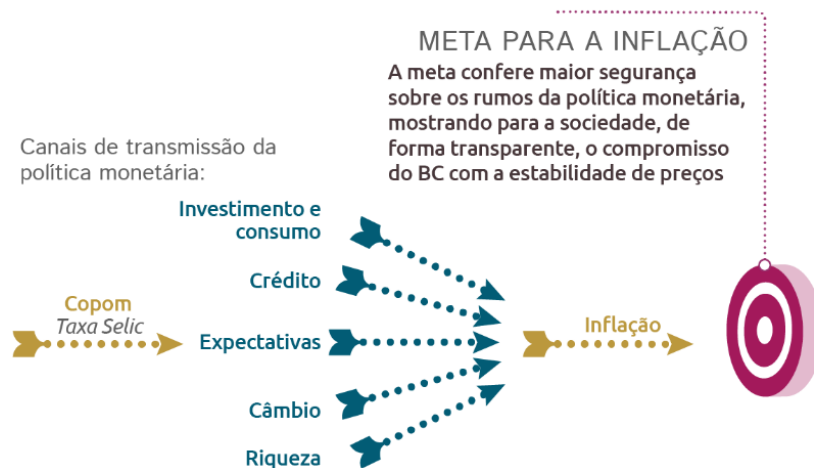
30. Cabe ainda destacar, perfunctoriamente, o arranjo institucional adotado no Brasil para o controle da inflação:

a) O Governo Federal, por meio do Conselho Monetário Nacional – CMN (atualmente composto pelo Ministro da Economia, presidente do Conselho; Presidente do Banco Central e Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia), define uma meta para a taxa de inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Para 2022, a meta foi fixada em 3,5%, com limite inferior e superior, respectivamente, de 2% e 5%;

b) tendo em vista tal meta para inflação, o Comitê de Política Monetária – Copom (composto pelo Presidente e Diretores do BCB) estabelece, para um período de vigência de quarenta e cinco dias, a meta para a taxa Selic, que, no seu entender, corresponderia à taxa de juros básica da economia necessária para o atingimento da meta de inflação definida pelo CMN;

c) por fim, o BCB atuará para dar eficácia às decisões do Copom, atuando no mercado monetário, por meio das operações compromissadas, com vistas a enxugar ou injetar liquidez no sistema, de modo que a taxa Selic Over (taxa efetiva praticada no mercado) convirja para a taxa Selic meta, definida pelo Copom. Internamente, é o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do BCB que executa essas operações com títulos públicos.

31. Por meio desse desenho institucional, a taxa Selic se propaga na economia por intermédio de diversos canais de transmissão da política monetária, de modo que a inflação convirja para a meta definida pelo CMN, a saber:



Fonte: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>

32. Nesse contexto, de acordo com o Banco Central:

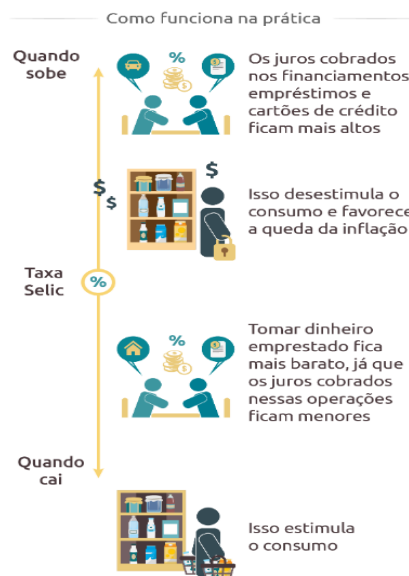
**‘A Selic é a taxa básica de juros da economia. É o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação.** Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras.

**A taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia.** O BC opera no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da Selic definida na reunião do Comitê de Política Monetária do BC (Copom). (<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>)’

33. Assim, quando o BCB realiza as operações compromissadas com as instituições financeiras com vencimento de um dia (*overnight*), o BCB calcula a taxa média de todas essas transações, que corresponde à Taxa Selic *Over*. Dessa forma, as operações compromissadas, no contexto da política monetária, são utilizadas pelo BCB para garantir que a Taxa Selic *Over* (taxa efetivamente praticada no mercado) convirja para a Taxa Selic meta (definida pelo Copom).

34. Para ter uma visão geral dos efeitos da alteração da meta da Selic pelo Copom na economia, cabe trazer o seguinte infográfico:

**Efeitos de mudanças na Selic**



Fonte: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>



35. Por derradeiro, ainda no contexto de operações do mercado aberto, Assaf Neto afirma que (ob. cit., p. 46):

‘Podem ser relacionados os seguintes principais objetivos possíveis de ser alcançados pelas operações de mercado aberto, abordados também em Lopes e Rossetti:

- controle diário do volume de oferta de moeda, adequando a liquidez da economia à programação monetária do governo;
- manipulação das taxas de juros a curto prazo (não só em decorrência do volume da oferta da moeda, como também das taxas pagas pelas autoridades monetárias em suas operações com títulos públicos negociados);
- permite que as instituições utilizem suas disponibilidades monetárias ociosas em diversas operações financeiras (aplicações) de curto e curtíssimo prazos;
- criação de liquidez para os títulos públicos, motivando as negociações com todos os demais títulos.’

36. Outrossim, mais recentemente, por meio da Lei 14.185, de 14 de julho de 2021, o BCB passou a dispor de mais uma ferramenta para a consecução da política monetária, que são os depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras. Em linhas gerais, é um instrumento que pode ser utilizado para enxugar o excesso de liquidez do Sistema Financeira Nacional, de maneira tão ágil e eficaz quanto as operações compromissadas. Essencialmente, a diferença desses instrumentos é que, nos depósitos voluntários, não há a exigência de lastro (títulos públicos) para a realização das operações. Assim, não há a necessidade de o Tesouro Nacional emitir títulos para o BCB enxugar o excesso de liquidez da economia. Como se trata de um instrumento novo, os volumes transacionados via depósitos voluntários ainda são bem baixos, se comparados às operações compromissadas. Enquanto, nos depósitos são negociados em torno de R\$ 10 bilhões por dia, nas compromissadas, o volume gira em torno de R\$1 trilhão, diariamente.

37. Por derradeiro, cabe evidenciar que, na fase de planejamento do trabalho, diante da complexidade e da sensibilidade da matéria tratada nestes autos, foram feitas reuniões técnicas com alguns especialistas do tema, de diferentes correntes de pensamentos econômicos, de modo a subsidiar a execução da presente fiscalização. Ademais, nesse cenário, o Tribunal realizou, no dia 14 de dezembro 2021, o evento ‘Panorama recente da atuação do Bacen na condução da política monetária’, em que reuniu os ministros Bruno Dantas e Raimundo Carreiro do TCU, Roberto Campos Neto, atual presidente do BCB e os seguintes ex-presidentes do BCB, Ilan Goldfajn, Armínio Fraga Neto, Henrique Meirelles e Affonso Celso Pastore, além do ex diretor, André Lara Resende, com fito de discutir o papel desempenhado pela autoridade monetária, tendo o foco também o presente processo. Desse modo, essencialmente, de uma forma geral, nenhum especialista apontou problemas ou irregularidades no uso de operações compromissadas para a consecução da política monetária.

38. Uma vez demonstrado o conceito e a noção geral da política monetária, cabe agora começar a responder as indagações feitas neste processo de SCN. Ao responder aos questionamentos da CFT da Câmara do Deputados, alguns aspectos específicos da política monetária vão ser explorados com mais profundidade.

**1) Qual o custo incorrido, ano a ano, desde a implantação da sistemática de metas de inflação, com a utilização das operações compromissadas?**

39. A Comissão de Finanças e Tributação – CFT da Câmara dos Deputados, na sua justificativa, externou uma legítima preocupação quanto ao custo das operações compromissadas realizadas pelo BCB, na condução da política monetária. Desse modo, cabe trazer excerto da sua manifestação (peça 3 do TC 013.448/2021-8): ‘(...) um dos principais instrumentos de implantação de política monetária no País são as operações compromissadas. Referidas operações atingiram o equivalente a dezoito por cento do Produto Interno Bruto (PIB), o que nos preocupa sobremaneira, inclusive pelo custo que trazem para a sociedade’. Cabe destacar que, atualmente, o montante de compromissadas corresponde a 12,3% do PIB.

40. Desse modo, a CFT requer o seguinte:

‘Sabemos que as operações compromissadas, quando operadas no sentido de retirar liquidez do mercado, apresentam custo com o pagamento de juros pelo BCB. Nos interessa, portanto, saber:

- a) qual o montante desses juros pagos?
- b) quais as taxas praticadas?
- c) qual o valor (montante) desses juros, atualizados mensalmente? e
- d) qual a comparação da taxa paga nas operações com aquelas estabelecidas pelo Comitê de Política Monetária (seriam elas iguais menores ou maiores)?’

41. Cabe destacar que essas informações foram requeridas ao BCB, por meio do Ofício de Requisição 01-39/2021-SecexFinanças (peça 16). Assim, tais dados constam nas peças 22, 23 e 24.

42. Antes de analisar os aspectos do custo das operações compromissadas, cabe inicialmente tecer algumas considerações. De uma forma bem simplificada, o BCB, ao executar a política Monetária, envolvendo as operações compromissadas, pode atuar na ponta tomadora ou doadora de recursos.

43. Na situação em que há escassez de liquidez no sistema financeiro, o BCB injeta liquidez, emprestando dinheiro aos bancos, exigindo como garantia títulos públicos federais. Ao fechar a operação, o banco comercial assume o compromisso de, no dia seguinte (ou em outro prazo previamente pactuado), devolver o dinheiro tomado emprestado no dia anterior, acrescido de uma taxa de juros *pro rata* próxima à Selic Meta. Em outras palavras, essa é uma operação em que o BCB compra um título com o compromisso de revendê-lo no dia seguinte (ou em outro prazo previamente pactuado). Claramente, no presente caso, o Banco Central, ao realizar tal tipo de operação auferir uma receita, vez que atua na ponta doadora de recursos nessa modalidade de operação compromissada (que é equivalente a uma operação de concessão de crédito).

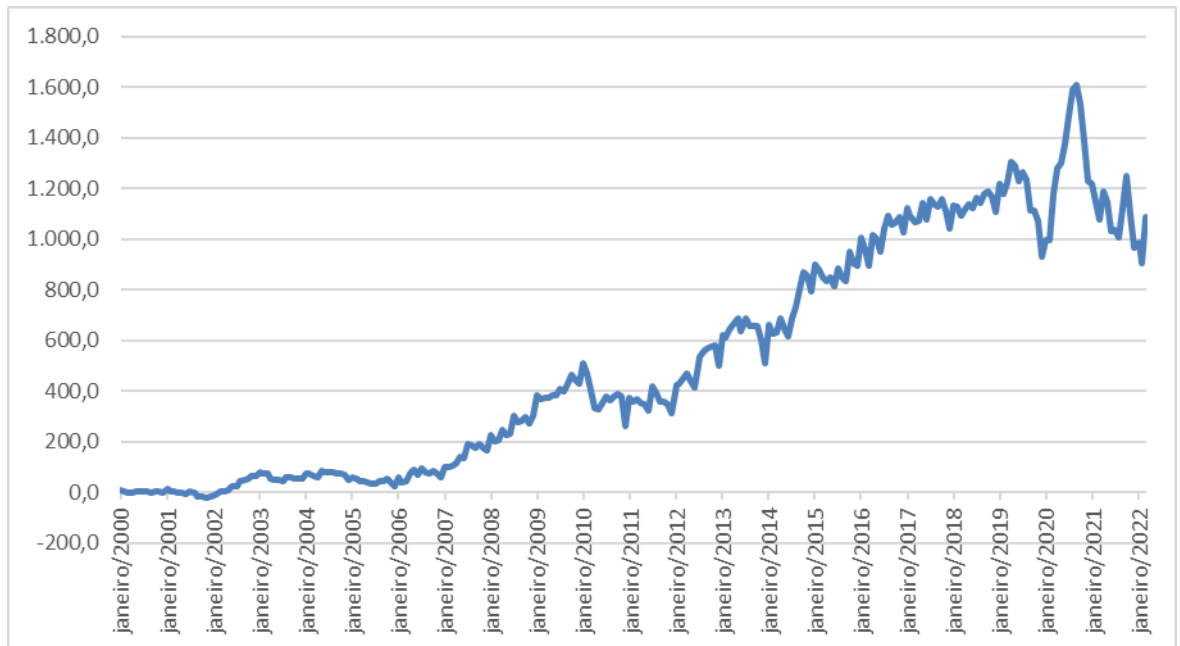
44. Já no caso de uma situação de excesso de liquidez nas reservas bancárias (conta corrente das instituições financeiras junto ao BCB), a Autoridade Monetária retira ou enxuga o excedente de liquidez (excesso de dinheiro) na economia com uma operação inversa à da citada no parágrafo anterior. Dessa forma, o BCB toma dinheiro emprestado dos bancos, dando como garantia títulos públicos federais. No momento da transação, o Banco Central assume o compromisso de, no dia seguinte (ou em outro prazo previamente pactuado), devolver o dinheiro tomado emprestado no dia anterior, pagando uma taxa de juros *pro rata* próxima à Selic Meta. Nesse caso, ao realizar tal transação, a Autoridade Monetária incorre em uma despesa de juros, vez que atua na ponta tomadora de recursos nessa modalidade de operação compromissada (que é equivalente a uma operação de obtenção de crédito).

45. Dessarte, o fator que vai determinar em que ponta da operação o BCB vai atuar, na condução da política monetária, é a condição de liquidez do sistema financeiro daquele determinado momento. Assim, há algum tempo, o País passa por uma situação de excesso de liquidez estrutural, ou seja, há um excesso de dinheiro nas contas de reservas bancárias dos bancos que precisa ser enxugado pelo Banco Central diariamente de forma sistemática. Desse modo, atualmente, o BCB atua na ponta tomadora de recursos, pagando juros às instituições financeiras. Apenas para ter uma noção da ordem de grandeza, atualmente, a Autoridade Monetária necessita retirar um excesso de liquidez da economia de algo em torno de R\$ 1 trilhão por dia, em operações no *overnight* (que têm duração de um dia útil).

46. No gráfico abaixo há a evolução histórica do saldo corrigido ao final de cada mês das operações compromissadas, desde a implantação do regime por metas de inflação, atualizado até março de 2022. Os valores positivos indicam recursos tomados pelo Banco Central do Brasil e os valores negativos indicam recursos doados pelo BCB. Desse modo, ao analisar o gráfico abaixo, observa-se que, nos de 2000 e 2001, o BCB, em alguns momentos atuou na ponta doadora de recursos, concedendo recursos ao mercado e, assim, nesse período auferiu receita de juros. A partir daí, ao longo do tempo, houve uma elevação, quase exponencial, do volume das compromissadas na ponta tomadora de recursos do sistema financeiro, que, conseqüentemente, passou a gerar despesas de juros para a Autoridade Monetária.

**Gráfico 1 - Evolução histórica do saldo mensal atualizado das operações compromissadas (em**

R\$ bilhões)



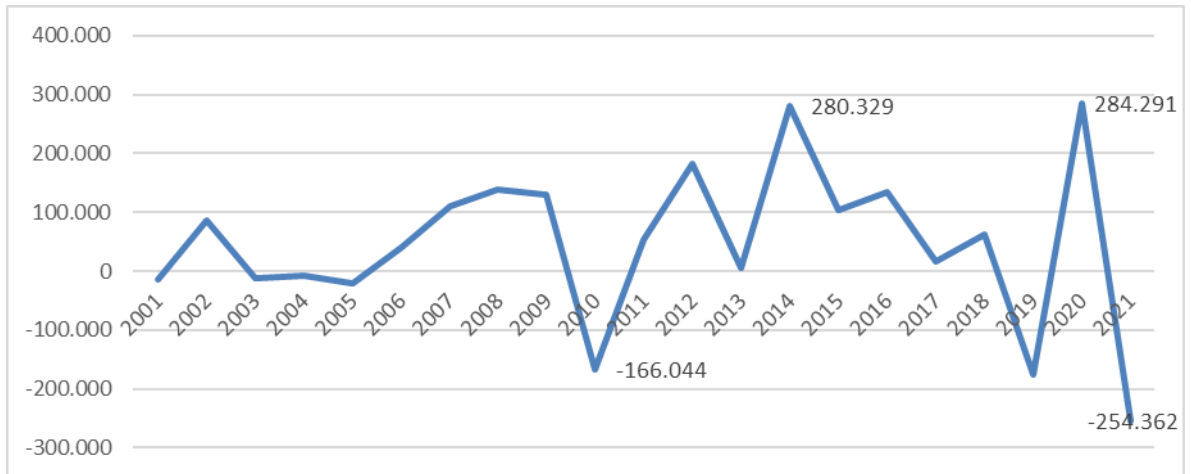
Fonte: gráfico feito pela equipe de fiscalização a partir da planilha ‘Operações de mercado aberto’, elaborada pelo Banco Central (peça 24).

47. Ainda analisando o gráfico 1, em janeiro de 2000, o total das operações era de R\$6,4 bilhões e evoluiu para R\$ 60,0 bilhões em 2006. Com o forte aumento das reservas internacionais, adquiridas pelo BCB a partir de 2006, observa-se que o montante das operações compromissadas alcança o valor de R\$ 1.108,2 bilhões em 2018. Com o advento da pandemia em 2020, atingiu um pico R\$1.611,5 bilhões em setembro do referido ano, e uma queda no ano seguinte para R\$ 1.004,5 bilhões, em agosto de 2021.

48. O gráfico 2 mostra a variação nominal anual das operações compromissadas de 2000 a 2021 em R\$ Milhões, mostrando os picos e vales da evolução das operações compromissadas. Entre 2005 e 2008 nota-se um aumento das compromissadas, que foi interrompido pelos efeitos da crise do *subprime*, no qual afetaram o Brasil entre os últimos meses de 2008 e 2010. Entre 2010 e 2015 observa-se picos em 2012 e 2014, e vales em 2013 e 2015 com uma trajetória crescente. Entre 2015 e 2019 há uma forte queda. Por fim, há uma redução forte em 2021.

49. Entretanto pode-se notar um aspecto relevante no sentido de comparar os picos que são oriundos de crises, sejam decorrentes de má condução da política econômica, ou seja devido a aspectos fora de controle, como a pandemia em 2020 e 2021. Nesse contexto, embora a natureza e origem das crises brasileiras sejam diferentes, percebe-se que a variação anual das operações compromissadas apresentam valores muito semelhantes nos picos: em 2014 obteve-se um valor de R\$ 280,3 bilhões, enquanto em 2020 apresenta um valor de R\$ 284,3 bilhões. Notem que quanto maiores os picos, maior a liquidez na economia, que tem como consequência a atuação do BCB, via operações compromissadas, para enxugar o excesso de liquidez. Picos de excesso de liquidez são, normalmente, um sintoma de elevada incerteza. Por outro lado, vale destacar que os efeitos das crises de efeitos globais, como a crise do *suprime* e a pandemia do Covid-19, não são comparáveis entre países uma vez que eles possuem distintas características institucionais, culturais, sociais, dentre outras.

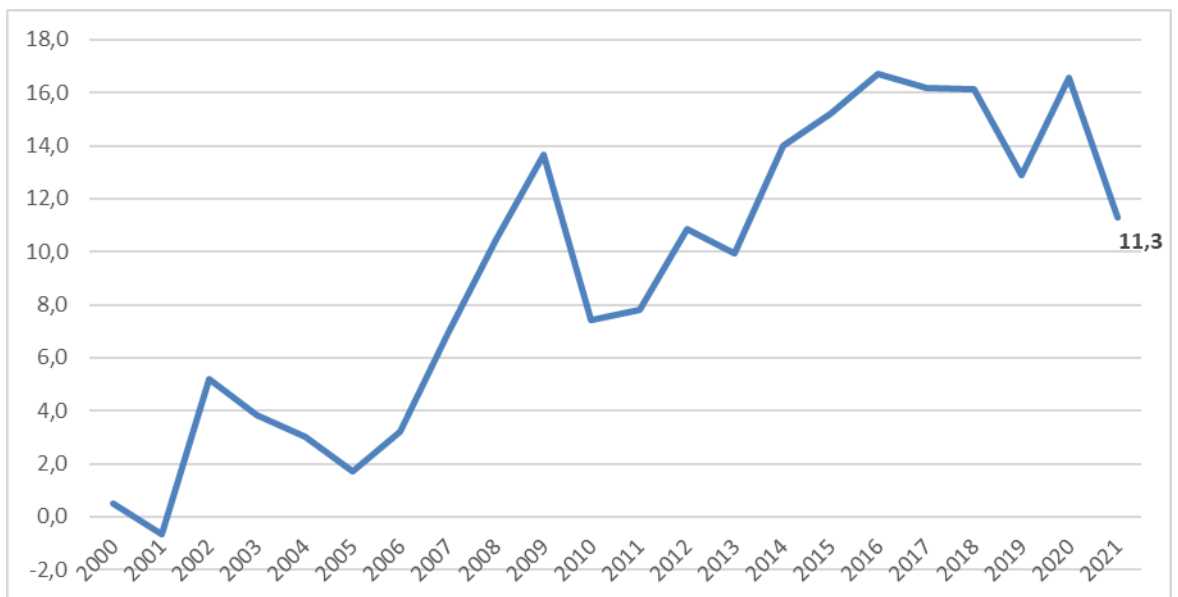
**Gráfico 2 – Variação nominal anual das operações compromissadas (2000 – 2021): R\$ Milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

50. A seguir, mostramos a evolução anual das operações comprometidas de 2000 a 2021 (% PIB), conforme Gráfico 3. De forma análoga ao gráfico 2, evidencia-se que ao avaliarmos as operações comprometidas como proporção do PIB, percebe-se que os maiores picos em 2016, com 16,7% do PIB, e em 2020, com 16,5% do PIB, também são muito similares.

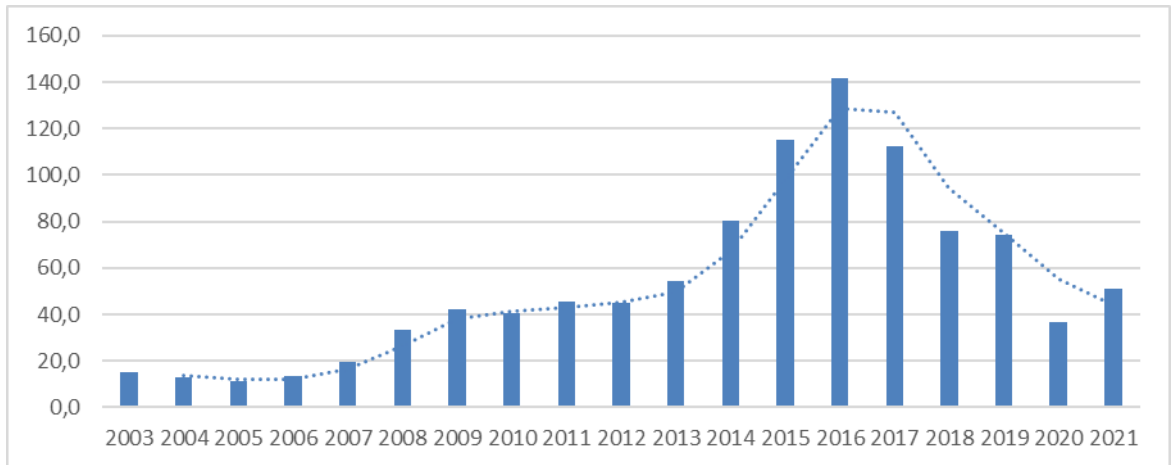
**Gráfico 3 – Evolução anual das operações comprometidas de 2000 a 2021 (% PIB)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

51. Por conseguinte, com o aumento do volume das operações comprometidas na ponta tomadora de recursos exercida pelo BCB, ao longo do tempo, era de se esperar que, igualmente, houvesse um incremento, com o passar do tempo, dos custos das operações comprometidas, conforme se observa no gráfico abaixo.

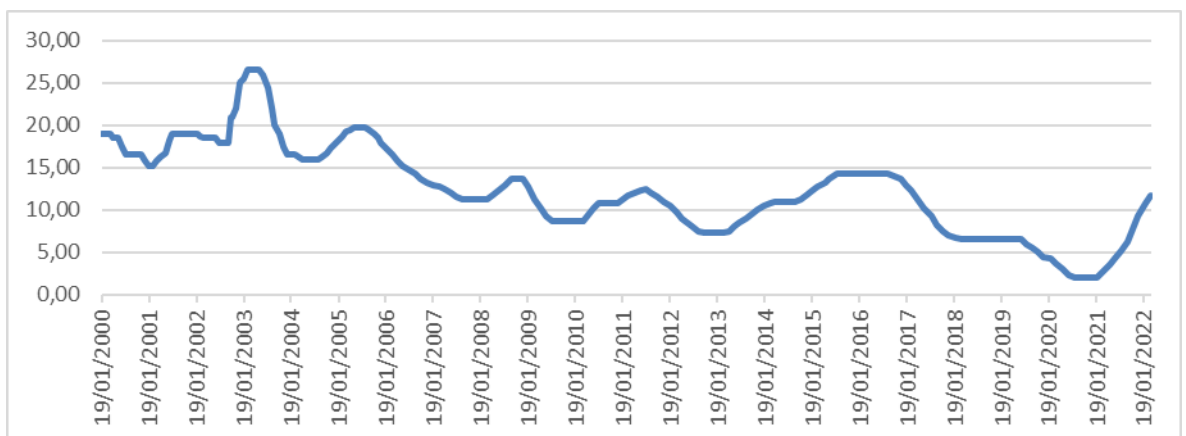
**Gráfico 4 - Custo anual das operações comprometidas (em R\$ bilhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

52. Todavia, ainda analisando o Gráfico 4, dos custos anuais das operações compromissadas, constata-se que, a partir do ano de 2016, exercício em que ocorreu o pico histórico anual de gastos com juros decorrentes das operações compromissadas, em que houve um dispêndio de R\$ 141,8 bilhões, observa-se que o custo das compromissadas entrou em uma tendência de baixa, conforme se visualiza na média móvel de 2 períodos (linha tracejada azul), plotada no Gráfico 4 acima, passando para R\$ 51,1 bilhões em 2021. Entretanto, ao analisar a curva do Gráfico 1 ‘Evolução histórica do saldo mensal das operações compromissadas’, constata-se que, a partir de 2016, de uma forma geral, o volume de operações compromissadas continuou ascendente. Isso significa que, em que pese o volume de operações compromissadas tenha aumentado ao longo desse período, de uma forma geral, contrariamente, as despesas de juros pagas pelo BCB, a partir de 2016, entraram em declínio. Um dos principais fatores que explica tal fenômeno é a taxa Selic, vez que há uma relação direta de proporcionalidade entre a taxa Selic e o custo da transação, caso sejam mantidas inalteradas as demais variáveis. Considerando que o custo das compromissadas é algo muito próximo da taxa Selic Meta, quanto maior a Selic, maiores serão as despesas com juros pagos pelo BCB. Simetricamente, quanto menor a Selic, também menores serão os juros pagos na realização da transação. Nesse contexto, cabe trazer o seguinte gráfico:

**Gráfico 5 - Série histórica da Selic Meta**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

53. Ao analisar o gráfico acima, em 2016, a meta da taxa Selic estava em 14,25% e foi para 2% (piso histórico), em 2020. O impacto dessa queda acentuada da meta da taxa Selic foi observado no custo das operações compromissadas feitas pelo Banco Central. A título de exemplo, enquanto em 2020, no auge da pandemia, em setembro, as operações compromissadas atingiram o volume de R\$1,6 trilhão (pico mensal histórico, conforme Gráfico 1 (Evolução histórica do saldo mensal das operações compromissadas), nesse mesmo período a Selic Meta atingiu o seu menor valor histórico (2% a.a.). Como resultado, o Banco Central pagou nesse exercício de 2020 apenas R\$36,7 bilhões



de juros ao realizar as operações compromissadas, que corresponde ao menor montante de juros anualmente pago nos últimos dez anos, conforme se observa no Gráfico 4 – Custo anual das operações compromissadas.

54. Feita a análise dos custos das operações compromissadas, cabe agora responder o item ‘d’ do primeiro questionamento da CFT, acerca de qual seria a comparação da taxa paga nas operações com aquelas estabelecidas pelo Comitê de Política Monetária (se seriam elas iguais menores ou maiores).

55. Já foi demonstrado que, no sistema de metas por inflação implementado no Brasil, a cada 45 dias, o Copom estabelece a meta da taxa Selic para que a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional – CMN seja atingida. Por sua vez, o Departamento de Operações do Mercado Aberto do Banco Central realiza as transações com operações compromissadas com o objetivo de regular a liquidez do mercado de reservas bancárias, de modo que o valor da taxa Selic efetiva seja mantido em sintonia com a meta de juros estabelecida pelo Copom.

56. Dessa forma, a taxa Selic efetiva se refere à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos (operações compromissadas) de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. A forma como é calculada é a seguinte, segundo Assef Neto (ob. cit., p. 102): ‘A taxa Selic é apurada diariamente após o encerramento das operações. É determinada como uma média ponderada das operações de financiamento de um dia, lastreadas em títulos públicos federais realizadas no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). A taxa é expressa ao ano com prazo de um dia.’

57. Para dar uma maior concretude à matéria, cabe trazer a seguinte tabela, com o histórico de operações de seis dias de operações compromissadas realizadas no mercado monetário:

<b>Taxa Selic - Dados diários</b>					
<b>Data</b>	<b>Base de cálculo</b>		<b>Operações</b>	<b>Média taxas praticadas (% a.a.)</b>	<b>Selic Meta (% a.a.)</b>
	<b>Taxa Selic efetiva (% a.a.)</b>	<b>Financeiro (R\$)</b>			
19/04/2022	11,65	1.349.621.499.360,81	1502	11,65	11,75
18/04/2022	11,65	1.361.148.162.667,41	1549	11,65	
14/04/2022	11,65	1.365.386.413.670,13	1541	11,65	
13/04/2022	11,65	1.362.296.086.245,00	1542	11,65	
12/04/2022	11,65	1.401.790.962.820,43	1551	11,65	
11/04/2022	11,65	1.379.582.117.530,15	1545	11,65	

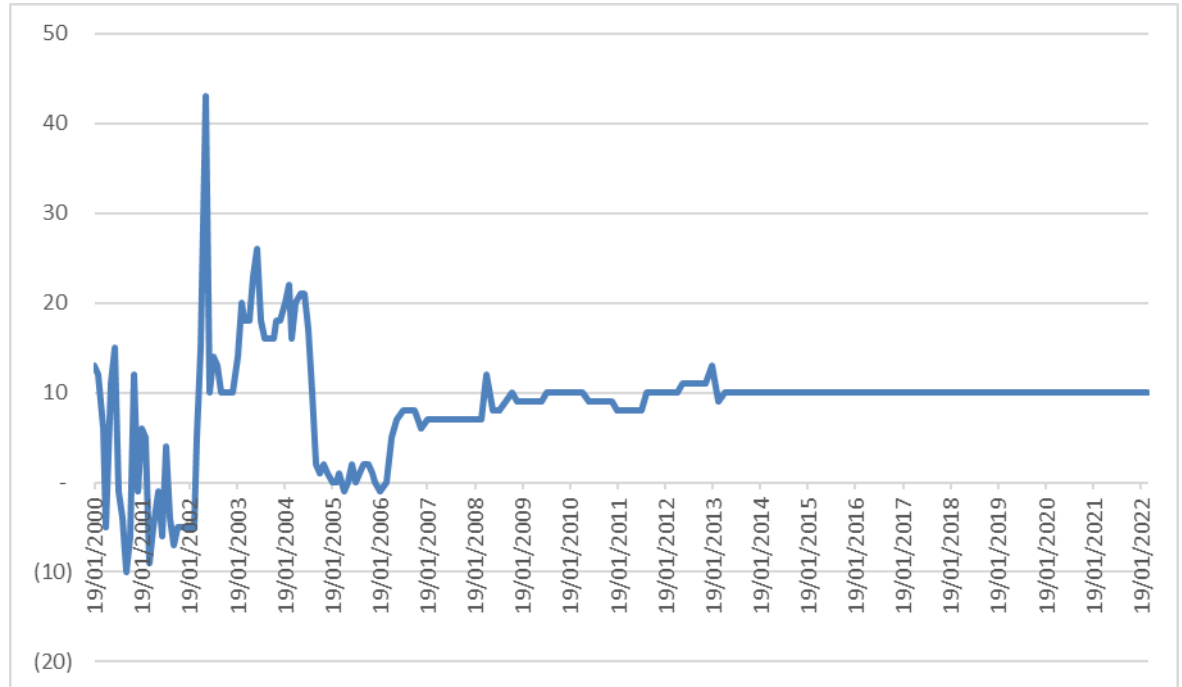
Fonte: Banco Central do Brasil, com adaptações (<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/selicdadosdiarios>)

58. Assim, com base na tabela acima, tomando como referências as operações compromissadas realizadas no dia 19/4/22, foram transacionadas 1.502 operações, que perfizeram o total de um pouco mais de R\$ 1,3 trilhão. Conforme tabela acima, nesse mesmo dia, a taxa média dessas operações realizadas foi 11,65% a.a., que é considerada a taxa Selic efetiva, correspondente à média das operações compromissadas realizadas naquele dia.

59. Mais um ponto que merece destaque da tabela, é que a taxa Selic meta definida pelo Copom estava em 11,75% a.a. e que taxa selic *over* de todas as operações constantes no quadro foi 11,65% a.a., ou seja, a taxa Selic efetiva, nesses casos, foi apurada 10 pontos-base (11,75% menos 11,65%, multiplicado por 100) abaixo da Selic meta. Isso não é por acaso. Considerando a ampla publicidade dada ao regime de metas para inflação, em que mercado já sabe previamente qual é a taxa Selic meta definida pelo Copom, e que também é notório que o Banco Central enxugará todo o excesso de liquidez, via operações compromissadas, o mercado, há alguns anos, adotou a praxe de realizar operações compromissadas 10 pontos-base abaixo da Selic meta, quando o BCB atua na ponta tomadora de recursos. Cabe destacar que, atualmente, o BCB, por meio da Política Operacional de Mercado Aberto (peça 27, p. 9) permite uma diferença máxima de 15 pontos-base da Selic meta para a Selic efetiva. Para demonstrar essa diferença ao longo do tempo, em uma série

histórica, cabe destacar o seguinte gráfico, que foi construído a partir da subtração da Selic efetiva da Selic meta, e depois multiplicado por cem (ou seja, convertida em pontos-base), em uma série histórica temporal:

**Gráfico 4 - Diferença histórica de pontos-base entre a Selic meta e Selic efetiva**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

60. Observa-se no gráfico acima que, nos seis primeiros anos de implantação do regime de metas por inflação (2000 até 2006), havia volatilidade no diferencial da Selic meta para a Selic efetiva. A partir de 2006, esse *spread* (diferença) das taxas começou a se estabilizar, até que, a partir de 2013 até momento atual, tal diferença consolidou-se na casa de 10 pontos-base. Ou seja, o mercado condicionou-se a negociar as operações compromissadas 10 pontos-base abaixo da Selic meta, definida pelo Copom. Cabe destacar que, no gráfico acima, quando a taxa é negativa, é porque o BCB atuou na ponta doadora de recursos. Assim, hodiernamente, caso o Banco Central tivesse que injetar liquidez, via compromissadas, é de se esperar que a taxa Selic efetiva fique 10 pontos-base acima da Selic meta. A partir desses fatos, foi questionado ao BCB o motivo da ocorrência desse diferencial de taxas, que respondeu, por meio do Memorando 021/2022 – Demab/Gabin, da seguinte forma (peça 21, p. 6):

‘A Taxa Selic efetiva (Selic-over) é calculada com base na média ponderada diária das taxas praticadas nas operações compromissadas com prazo de um dia útil que têm por objeto títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).

A meta para a Taxa Selic (Selic-meta), por sua vez, é a meta de juros definida pelo Copom como diretriz para implementação da política monetária, e para o controle da inflação.

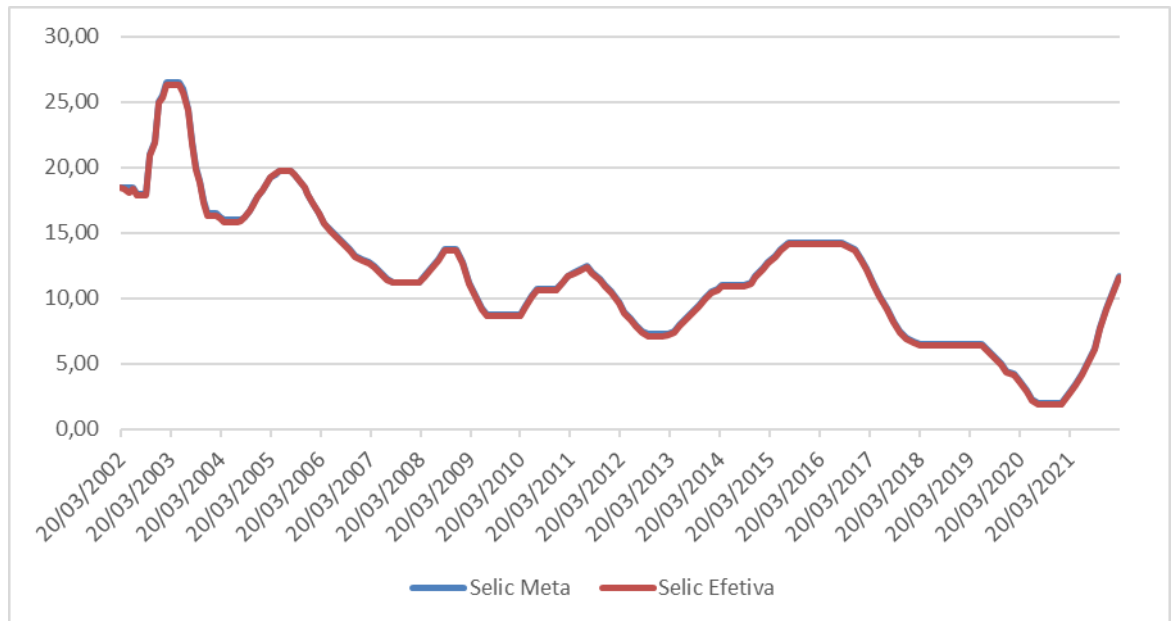
**De forma conceitual, a diferenciação entre a taxa efetiva e a meta se dá pelo fato de que a meta é definida por medida discricionária da autoridade monetária, como diretriz de política monetária, enquanto a Taxa Selic efetiva é um indicador de referência das taxas de juros efetivamente praticadas nas operações compromissadas com prazo de um dia útil, cursadas em mercado, com lastro em títulos públicos federais custodiados no sistema Selic.**

**Sob o ponto de vista econômico-financeiro, se há excesso de liquidez agregada no sistema, e os recursos excedentes serão direcionados para o BCB, espera-se que a taxa de juros de equilíbrio, definida pelo fluxo de operações compromissadas (norteada pela oferta de reservas livres superior à demanda), seja menor que a meta definida para a Taxa Selic. De outro lado, se houvesse falta de liquidez por algum período (oferta de reservas livres inferior à**

demanda), seria esperado que a Taxa Selic efetiva diária se situasse um pouco acima da meta de juros definida pelo Copom. **O objetivo do BCB na implementação da política monetária, é que o afastamento diário da Taxa Selic efetiva em relação à meta não seja excessivo, a ponto de impor prejuízos aos objetivos de política monetária.**

61. Logo, aplicando esse racional dessa pequena diferença entre a taxa Selic meta e a taxa Selic efetiva, foi produzido o gráfico abaixo, em que é possível visualizar ao longo do tempo tal diferença. Nesse gráfico foram plotadas juntas as taxas Selic meta e Selic efetiva.

**Gráfico 5 - Curva histórica da Selic meta vis-a-vis à Selic efetiva**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

62. No gráfico acima, constata-se que a Selic efetiva, desde 2002, sempre foi apurada com uma pequena diferença da Selic Meta. Visualmente, considerando a escala do gráfico, não se observa distanciamentos significativos entre tais taxas, uma vez que uma taxa acompanha a outra *pari passu*.

63. Portanto, considerando que o objetivo das operações compromissadas, no âmbito da política monetária, ao regular a liquidez do sistema, consiste em buscar a convergência da Selic efetiva para a Selic Meta, evitando oscilações excessivas, a ponto de impor prejuízos aos objetivos de política monetária, com base no Gráfico 5 - ‘Curva histórica da Selic meta vis-a-vis à Selic efetiva’ e no Gráfico 4 - ‘Diferença histórica de pontos-base entre a Selic meta e Selic efetiva’, acima destacados, constata-se que o BCB, ao utilizar as operações compromissadas, cumpriu tal objetivo, vez que, ao longo do tempo, a Selic efetiva sempre ficou próxima da Selic meta e que, além disso, principalmente a partir de 2013 (Gráfico 4), a diferença entre tais taxas estabilizou-se na ordem de 10 pontos-base.

64. Cabe destacar que as operações compromissadas são apenas um dos instrumentos postos à disposição do BCB para a condução da política monetária. Assim, conforme já evidenciado, essas transações têm como objetivo maior regular a liquidez do sistema financeiro de modo a garantir que a taxa Selic efetiva não se distancie da Taxa Selic meta. Nessa senda, conforme já demonstrado, sistematicamente, tal objetivo vem sendo atingido. Todavia, esse é apenas um dos braços da política monetária. Nesse contexto, não foi analisada, por exemplo, a eficácia do sistema de metas por inflação como um todo, tampouco foi examinado se a taxa Selic meta definida pelo Copom, ao longo do tempo, foi a necessária para manter a inflação dentro da meta estabelecida pelo CMN, vez que tais aspectos extrapolam o objeto deste trabalho, que tem como cerne as operações compromissadas.

65. Desse modo, é possível responder ao item ‘d’ da questão 1 da CFT (qual a comparação da taxa

paga nas operações com aquelas estabelecidas pelo Comitê de Política Monetária - seriam elas iguais menores ou maiores?), afirmando que o custo das operações compromissadas corresponde à taxa Selic efetiva que, atualmente, situa-se 10 pontos-base abaixo da Selic meta, situação que ocorre quando o BCB atua na ponta tomadora de recursos, enxugando o excesso de liquidez do sistema.

66. Em que pese a existência desse custo, cabe uma análise em sentido específico dessa operação, qual seja: toda operação compromissada está lastreada em títulos públicos. Assim, ao enxugar a liquidez, o Banco Central dá em garantia títulos públicos existentes em sua carteira que são remunerados pelo Tesouro, situação que minimiza o custo das operações para o Banco Central.

#### **Dos fatores condicionantes do excesso de liquidez estrutural no Brasil**

67. Uma vez demonstrado e analisado os custos das operações compromissadas, cabe examinar a razão por qual o BCB tem que enxugar, atualmente, cerca de R\$ 1 trilhão por dia, que corresponde ao excesso de liquidez existente no sistema financeiro, que é estrutural.

68. Conforme já demonstrado, as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central do Brasil – BCB, constituem instrumento de regulação das condições de liquidez da economia e são realizadas sob a forma de venda (compra) de títulos públicos no mercado secundário, mediante o compromisso de recompra (revenda), e com o objetivo de garantir que a taxa de juros de mercado seja compatível com a meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

69. As operações de controle de liquidez são realizadas no mercado secundário por meio de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional - TN, tendo em vista que é vedada a emissão de títulos próprios pelo BCB (art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF). Os títulos públicos na carteira do BCB são utilizados como instrumento clássico de política monetária exclusivamente para regulação da liquidez, conforme preconiza o art. 164, § 2º, da Constituição Federal.

70. Para um melhor entendimento do funcionamento da política monetária e da evolução das operações compromissadas é necessário inicialmente avaliar os efeitos de mudanças das operações do Ativo e Passivo com base em Balancete consolidado sintético das autoridades monetárias – A.M.

**Tabela 1 - Balancete Consolidado Sintético da Autoridades Monetária**

ATIVO	PASIVO
(1) Reservas Internacionais	<b>(5) Base Monetária:</b>
(2) Títulos Públicos Federais	(5.1) papel Moeda em Poder do Publico
(3) Operações de Redesconto	(5.2) Reservas Bancárias em moeda corrente e em depósitos nas A.M.
(4) Outros empréstimos aos bancos comerciais	<b>(6) Recursos não monetários:</b>
(5) Outras Operações	(6.1) Depósitos do Tesouro Nacional (Conta única) e saldo líquido das demais contas
Total do Ativo	Total do Passivo

Fonte: Economia Monetária – A Macroeconomia no Contexto Monetário, Ernani Teixeira, Editora Saraiva, 2002.

71. Considerando-se que o Ativo é igual ao Passivo, esse balanço mostra que a base monetária equivale à diferença entre as aplicações da autoridade monetária (Ativo) menos os recursos não monetários. Dessa forma, pode-se determinar os fatores de expansão e contração da base monetária. De um lado a expansão das aplicações da A. M., por meio de compra de títulos públicos federais, pressiona a expansão da base monetária, dado o passivo não monetário. Por outro lado, dados os ativos, o aumento dos recursos não monetários reduz a base monetária, representando os fatores de contração. Destaque-se que a política monetária no período analisado controla a taxa de juros (taxa Selic) de forma que a oferta de moeda é endógena, nesse caso, a base monetária. Portanto, quando o BCB determina a taxa de juros, seja elevando, mantendo ou reduzindo a nova taxa a cada reunião do Copom, as operações apresentadas na tabela 1 são alteradas ou ajustadas

para induzir que a taxa de juros convirja para a taxa Selic meta.

72. Ante o exposto, vale ressaltar os fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas, conforme figura 1, nos quais destacam-se os efeitos de mudanças nas principais operações do TN e do BCB sobre a base monetária. Os fatores condicionantes dividem-se em dois tópicos. O primeiro refere-se às operações do TN com trânsito na conta única, no qual reflete uma relação entre TN e mercado. O segundo refere-se às operações do BCB no que se refere a operações com reservas internacionais e depósitos compulsórios.

**Figura 1 - Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas**

**Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas**

Principais operações do TN e do BCB	Impacto na base monetária (liquidez) em T <sub>0</sub>
<b>Operações do TN com trânsito na Conta Única (TN x mercado)</b>	
<b>Operações com títulos públicos</b>	
Emissões de títulos	Contração
Resgates de títulos	Expansão
<b>Demais operações</b>	
Resultado primário (déficit/superávit)	Expansão/contração
Receitas primárias	Contração
Despesas Primárias	Expansão
Outras receitas financeiras	Contração
Outras despesas financeiras	Expansão
<b>Operações do Banco Central</b>	
<b>Operações com Reservas Internacionais</b>	
Compra	Expansão
Venda	Contração
<b>Depósitos compulsórios</b>	
Elevação de alíquotas	Contração
Redução de alíquotas	Expansão

Fonte: Banco Central do Brasil

73. Com base na Figura 1, no que tange ao resultado primário, além de outras receitas e despesas financeiras, pode-se observar que: i) quando ocorrem déficits primários, tal que despesas excedem receitas, há uma redução de recursos na Conta Única no lado do passivo do Balanço do BCB, e dado os ativos, provoca uma expansão da base monetária. Da mesma forma, *ceteris paribus* (mantidas inalteradas as demais variáveis), quando aumentam as outras despesas financeiras, reduzem-se os valores monetários da Conta Única, gerando uma expansão da base monetária; ii) quando ocorrem superávits primários, tal que receitas excedem despesas, há um aumento de recursos na Conta Única no lado do passivo do Balanço do BCB, e dado os ativos, provoca uma contração da base monetária. Da mesma forma, *ceteris paribus*, quando aumentam as outras receitas financeiras, aumentam os valores monetários da Conta Única, gerando uma contração da base monetária.

74. Ainda com base na Figura 1, observa-se que quando há emissões de títulos públicos, ou seja, o governo está vendendo títulos públicos e, portanto, tomando dinheiro emprestado ao mercado, resulta em última instância numa contração da liquidez da economia. Dessa forma, ao vender títulos públicos e, por consequência, aumentar o saldo da Conta Única, então dado o total de Ativos do BCB, há uma redução da base monetária. Por outro lado, quando se observa que há resgates de títulos públicos, o governo está pagando os empréstimos prévios obtidos no mercado, implicando numa expansão da liquidez no sistema econômico e, portanto, da base monetária, *ceteris paribus*. Em outras palavras, quando há o resgate dos títulos, reduz o passivo não monetário e, dado o total de Ativos do BCB, há um aumento a base monetária.

75. A despeito das operações do BCB, no que se refere a operações com reservas internacionais e depósitos compulsórios, pode-se avaliar que: iii) quando há compras (vendas) de reservas internacionais, registra-se um aumento (redução) da liquidez na economia implicando que, dado o passivo não monetário, ocorre uma expansão (contração) da base monetária. Além disso, quando há



um aumento (redução) dos depósitos compulsórios, via aumento (redução) de alíquotas, reduz-se (aumenta-se) a capacidade dos bancos expandirem o crédito, ou seja, tal política leva a contração (expansão) da liquidez na economia.

76. Ante o exposto, faz-se necessário avaliar os fatores condicionantes das operações compromissadas, apresentada em duas tabelas. As tabelas 2A e 2B mostram os fatores condicionantes da evolução anual das operações compromissadas em R\$ milhões no período de 2001 a 2020. A Tabela 2A mostra o estoque das compromissadas e o impacto monetário das operações do Banco Central. Por sua vez, a tabela 2B mostra o impacto monetário das operações do Tesouro Nacional, os juros nominais e outras variações patrimoniais, além da variação dos estoques das operações compromissadas.

77. O impacto monetário das operações do Banco Central refere-se às operações do setor externo que equivalem às operações de reservas internacionais, ao resultado de caixa das operações de swap cambial e aos depósitos compulsórios e demais operações do BCB, conforme tabela 2A. Pode-se destacar que os valores positivos indicam que há um aumento das operações compromissadas, ou seja, o BCB entra vendendo títulos no mercado secundário com o objetivo de reduzir a liquidez da economia. Inversamente, quando os valores são negativos, o BCB entra comprando títulos no mercado secundário com o objetivo de aumentar a liquidez do sistema econômico.

**Tabela 2A – Fatores condicionantes da evolução anual das operações compromissadas – RS milhões**

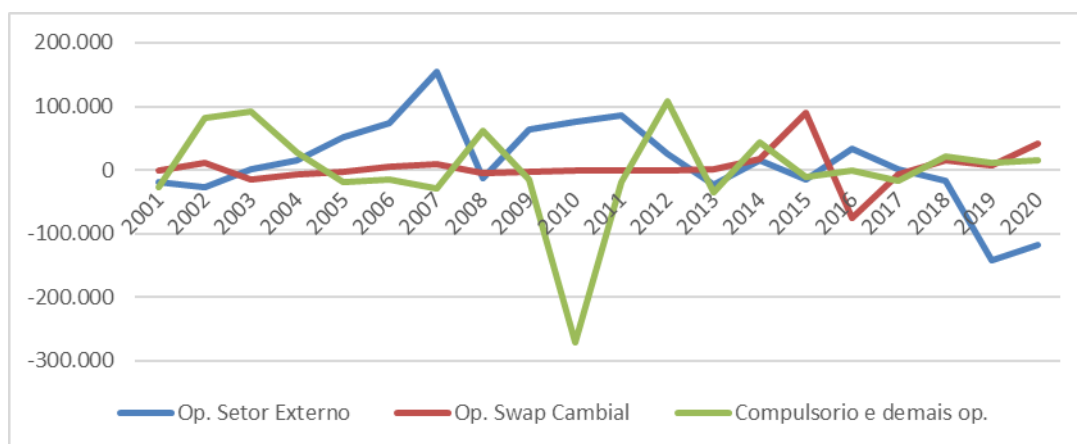
Ano	Estoque	Impacto monetário das operações do Banco Central			
		Operações do setor Externo (1)	Resultado de caixa das operações de swap cambial	Compulsórios e demais operações do BCB	Total
2000	6.049				
2001	-8.776	-18.572	0	-27.059	-45.631
2002	77.089	-26.427	10.942	82.585	67.101
2003	65.810	643	-15.632	91.887	76.898
2004	58.892	14.556	-6.032	27.950	36.474
2005	37.168	52.395	-2.684	-18.126	31.584
2006	77.367	74.369	5.436	-14.988	64.817
2007	187.416	155.391	8.812	-29.618	134.585
2008	325.155	-12.124	-4.801	62.180	45.254
2009	454.710	62.937	-3.199	-14.079	45.659
2010	288.666	75.553	0	-270.653	-195.100
2011	341.878	85.156	-706	-18.247	66.203
2012	523.995	25.897	-1.098	108.766	133.565
2013	528.734	-22.429	1.315	-34.491	-55.605
2014	809.063	16.275	17.329	43.958	77.561
2015	913.280	-15.038	89.657	-10.470	64.150
2016	1.047.484	32.533	-75.562	-944	-43.974
2017	1.064.980	1.397	-7.033	-16.275	-21.911
2018	1.128.342	-17.349	15.125	21.280	19.057
2019	951.508	-141.168	7.640	11.282	-122.246
2020	1.235.799	-117.734	40.801	15.270	-61.663
2021	981.436				

(1) operações de reservas internacionais. Fonte: Dados preliminares do BACEN

78. O gráfico 6 mostra a evolução do impacto monetário das operações do setor externo, ao resultado de caixa das operações de swap cambial, além dos depósitos compulsórios e demais operações do BCB. As operações do setor externo mostram um forte crescimento da acumulação das reservas internacionais entre 2002 e 2007, mas com a crise do *subprime* em 2008, houve uma queda. Entre 2009 e 2012 as reservas continuaram aumentando, embora num ritmo menor. A partir de 2013 houve uma trajetória de redução, destacando-se que a partir de 2016 nota-se uma queda mais acentuada. Em suma, houve uma expressiva expansão dos estoques de reservas internacionais,

em grande parte do período analisado, contribuindo fortemente para aumentar a liquidez na economia. Neste cenário de elevada liquidez, o BCB não tinha outra opção senão vender os títulos do tesouro no mercado secundário, via operações compromissadas e, assim, reduzir o excesso de liquidez. Com base na Tabela 1A e no gráfico 4 também se percebe o papel importante das operações de swap cambial, no sentido de tornar o mercado de ativos cambiais mais eficiente. Nota-se com base no gráfico 4 que a partir de 2014 esse mercado mostra maior volatilidade. Por fim, os depósitos compulsórios e demais operações mostram a maior queda em 2010, que resultam em alguma medida na forte expansão creditícia, lembrando que neste ano a economia cresceu 7,4%. A partir de 2015 observa-se uma trajetória de relativa estabilidade.

**Gráfico 6 – Fatores condicionantes da evolução anual das operações compromissadas: Impacto monetário das operações do BC – R\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

79. A tabela 2B mostra o impacto monetário das operações do Tesouro Nacional, por meio das operações com títulos públicos, do resultado primário do Governo Federal e das demais operações financeiras do Governo Federal. Adicionalmente, vale destacar os valores dos juros nominais e outras variações patrimoniais.

**Tabela 2B – Fatores condicionantes da evolução anual das operações compromissadas – R\$ milhões**

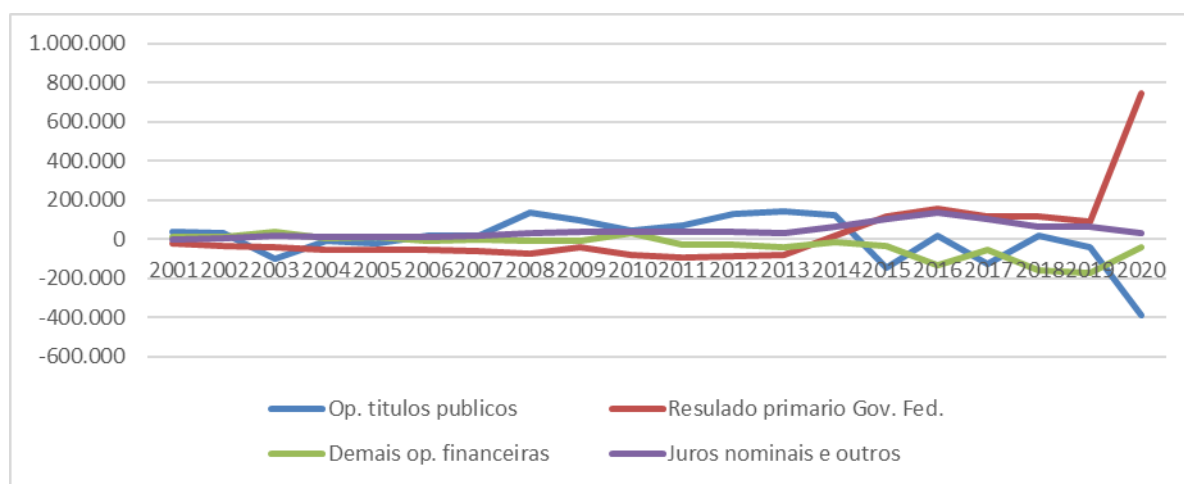
Ano	Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional				Juros nominais e outras variações patrimoniais	Variação nominal dos estoques
	Operações com títulos públicos	Resultado primário do Governo Federal	Demais operações financeiras do Gov. Federal com impacto	Total		
2001	41.274	-22.671	10.726	29.329	1.477	-14.824
2002	31.216	-32.697	12.213	10.733	8.031	85.864
2003	-102.680	-38.939	37.874	-103.745	15.568	-11.278
2004	-9.409	-52.722	4.429	-57.702	14.309	-6.918
2005	-21.630	-56.053	13.046	-64.637	11.329	-21.724
2006	21.613	-51.524	-7.987	-37.898	13.280	40.199
2007	17.663	-60.083	-826	-43.247	18.711	110.049
2008	138.058	-71.780	-6.733	59.545	32.940	137.739
2009	97.314	-43.073	-10.772	43.469	40.426	129.554
2010	43.239	-79.243	29.063	-6.941	35.998	-166.044
2011	72.049	-93.587	-28.933	-50.470	37.480	53.212
2012	128.750	-86.838	-29.561	12.350	36.202	182.117
2013	141.925	-76.609	-39.025	26.291	34.052	4.739
2014	126.611	20.357	-11.348	135.620	67.148	280.329
2015	-145.704	115.956	-33.866	-63.613	103.681	104.217
2016	16.158	158.501	-131.057	43.603	134.575	134.204

2017	-127.241	117.681	-52.905	-62.465	101.871	17.496
2018	19.504	115.453	-156.403	-21.446	65.752	63.363
2019	-40.615	88.302	-168.486	-120.799	66.211	-176.835
2020	-388.139	744.716	-43.596	312.981	32.973	284.291

Fonte: Banco Central do Brasil.

80. O gráfico 7 mostra a evolução do impacto monetário das operações do Tesouro Nacional, que são decorrentes das operações com títulos públicos, do resultado primário do Governo Federal e das demais operações financeiras do Governo Federal. Além disso, mostra a evolução dos juros nominais.

**Gráfico 7 – Fatores condicionantes da evolução anual das operações compromissadas: Impacto monetário das operações do Tesouro Nacional e juros nominais – R\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

81. Quanto à evolução do impacto monetário das operações do T.N. pode-se destacar que:

i) a partir de 2014 há déficits primários do governo federal decorrentes das políticas fiscais de anos anteriores, no qual se acentua com o advento da pandemia em 2020. Como já comentado na Figura 1, quanto maiores forem os déficits primários, maior será a expansão da base monetária e, portanto, maior liquidez na economia. Se houver excesso de liquidez, o BCB entra realizando operações compromissadas para reduzir a liquidez aos níveis adequados;

ii) a evolução das operações com títulos públicos federais mostra que os valores positivos indicam um aumento de compras ou resgates de títulos públicos, resultando em uma expansão da base monetária e, portanto, uma maior liquidez. O período entre 2004 e 2014 mostra uma maior expansão monetária. Um excesso de liquidez induz realizações de operações compromissadas vendendo títulos no mercado secundário. Inversamente, quando os valores são negativos, o BCB entra comprando títulos no mercado secundário com o objetivo de aumentar a liquidez do sistema econômico via operações compromissadas, que se pode observar nos exercícios financeiros de 2003 a 2005, 2015, 2017, 2019 e 2020;

iii) as demais operações financeiras do Governo Federal com impacto monetário mostram que nos exercícios financeiros de 2006, 2007 a 2009, e de 2012 a 2020 os valores são negativos. Quando a resultante de todos os fatores condicionantes da liquidez indica escassez de reservas bancárias no sistema, o BCB pode atuar comprando títulos no mercado secundário com o objetivo de aumentar a liquidez agregada do sistema econômico.

82. Ante o exposto, vale também ressaltar a evolução dos Juros nominais e outras variações patrimoniais que apresentam valores positivos e, portanto, resultam em uma expansão da base monetária e maior liquidez no sistema econômico. Quando há recompra de títulos públicos há expansão monetária, pois o BCB paga o principal mais os juros nominais, gerando um aumento da liquidez na economia.

83. Portanto, atualmente, a soma de todos os fatores condicionantes descritos neste tópico resultou em uma liquidez estrutural na ordem de R\$ 1 trilhão, que obriga o BCB, na condução da política monetária, a esterilizar diariamente tal montante. Além disso, constata-se que o principal fator condicionante foi a acumulação das reservas internacionais.

84. Por fim, basicamente, a forma de reduzir esse excedente de liquidez estrutural é com a utilização de títulos públicos mais longos. Todavia, desde a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, o BCB está impedido de emitir títulos próprios. Já o Tesouro não emite títulos focando na política monetária, para regular a quantidade de moeda na economia. O foco da STN é executar a política fiscal. Assim, somente emitirá títulos no montante estritamente necessário para cumprir a necessidade de financiamento do setor público.

85. Uma outra hipótese possível para diminuir o excesso de moeda a ser esterilizado diariamente seria com a venda definitiva de títulos da carteira do BCB. Tal solução depende de uma decisão conjunta entre o BCB e o Tesouro, uma vez que há algumas variáveis a serem levadas em consideração, como a eventual concorrência dessas alienações com as emissões primárias do Tesouro e a questão da necessidade de o BCB possuir uma carteira de títulos com tamanho suficiente para servir de lastro para realização das operações compromissadas, no âmbito da política monetária. Enfim, essa decisão conjunta envolve aspectos sensíveis e estratégicos relacionados às atividades fins da Autoridade Monetária e da Autoridade Fiscal.

86. Ainda se vislumbra a possibilidade de venda de parte das reservas internacionais, como forma de diminuição da liquidez estrutural. Todavia, considerando que esse instrumento é de suma importância para absorver choques econômico-financeiros internacionais, torna-se uma medida complexa de ser implementada.

87. De qualquer forma, esse quadro de excesso de liquidez não é necessariamente um problema. O BCB, pela sistemática atual, enxugará o montante que for necessário para atingir os seus objetivos na condução da política monetária. Ademais, nesse contexto, ter um sistema financeiro líquido pode até ser desejável sob o ponto de vista da Autoridade Monetária, pois facilita fluidez dos meios de pagamento e da concessão de crédito.

### **Operações Compromissadas: A Experiência Internacional**

88. Inicialmente, cabe traçar um panorama geral da liquidez em um contexto global e como os bancos centrais lidam com tal situação. Com efeito, cabe trazer excerto de um estudo de Carlos Kawall Leal Ferreira (A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central, p. 2-3):

**‘Desde o início dos anos 2000, houve notável processo de expansão dos balanços dos Bancos Centrais (BCs). Em primeiro lugar, isso envolveu sobretudo os países emergentes, com crescimento dos superávits em transações correntes após a crise asiática e, posteriormente, elevação de relações de troca com o ciclo de alta de preços das *commodities*.**

**Com a crise financeira de 2008, a expansão dos balanços atingiu também os principais BCs do mundo desenvolvido, como *Federal Reserve* (Fed) e o Banco da Inglaterra e, mais recentemente, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão, em decorrência de políticas de compra de ativos (quantitative easing ou QE) ou empréstimos de longo prazo (*Long Term Refinancing Operations - LTRO*, na zona do Euro).**

**A expansão dos balanços tem como passo inicial o aumento da base monetária, com o BC adquirindo ativos (em geral, títulos públicos ou moeda estrangeira). Esse aumento é esterilizado basicamente de três formas: operações compromissadas (com lastro, em geral, de títulos públicos), depósitos remunerados ou não junto ao BC (compulsórios ou voluntários, sem lastro) ou emissão de títulos próprios, ou seja, títulos que são passivos da própria autoridade monetária.**

**De acordo com Working Paper do FMI (Gray e Pongsaparn, 2015), após a crise de 2008, o excesso de liquidez (ou de reservas bancárias) gerado pelos BCs passou a ser estrutural, tornando-se *asset driven* ou seja, impulsionado pelo crescimento do ativo:**

‘Nos anos recentes, vários sistemas bancários de economias avançadas moveram-se de um déficit

estrutural de reservas bancárias para um superávit estrutural, como resultado da Crise Financeira Global (CFG)... Em adição, a forte elevação dos fluxos de capitais interfronteiras que se seguiu à CFG renovou os desafios para os Bancos Centrais de países emergentes na gestão efetiva das reservas bancárias' (Gray e Pongsaparn, 2015, tradução nossa, p.4)

Tal expansão foi em geral esterilizada via instrumentos como o excesso de reservas bancárias (depositadas junto ao banco central voluntariamente) ou a emissão de títulos próprios (pelo próprio BC). Os que não fizeram isso usaram títulos públicos ou o depósito compulsório. O uso de instrumentos para absorver o excesso estrutural de liquidez não prescindiu da continuidade da sintonia fina do ajuste de liquidez de curtíssimo prazo, com base em *repos* (a nossa 'operação compromissada'), *swaps* ou depósitos *overnight*.

89. Destarte, embora por motivos distintos, tanto países desenvolvidos, quanto em desenvolvimento, expandiram os balanços dos seus bancos centrais, seja por compra de ativos ou moedas, passando, assim, para uma situação de excesso de liquidez estrutural. Especificamente no Brasil, conforme demonstrado no tópico anterior, o principal motivo para tal situação foi o processo de acumulação das reservas internacionais, assim, como ocorreu em diversos países em desenvolvimento.

90. Josué Alfredo Pellegrini, Consultor Legislativo do Senado Federal, faz uma discussão sobre as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central do Brasil com base em um Estudo Especial em outubro de 2017 vinculado ao Instituto Fiscal Independente. Dentre os tópicos da respectiva discussão, o autor faz uma avaliação comparativa sobre operações compromissadas entre o Banco Central do Brasil e de outros países.

91. Segundo o autor, a escolha dos países possui alguns aspectos em comum com o Brasil, principalmente quanto ao fato de serem países emergentes e acumularem elevado montante de reservas internacionais, igual ou superior a 15% do PIB. Os países emergentes, inclusive o Brasil, receberam um grande volume de recursos externos no período de 2004 a 2012, ou seja, reservas internacionais, induzindo os Bancos Centrais a enxugarem a liquidez excedente via instrumentos de política monetária, inclusive compromissadas. Destaque-se ainda que de acordo com a padronização do FMI, as reservas estão nos direitos junto a não residentes (*claims on non-residents*).

92. Ante o exposto, ao que parece, o Brasil foi o único dos quatorze países da amostra do autor que fez uso intensivo de operações compromissadas. Pellegrini (2017) destaca que embora a padronização do FMI não use diretamente as expressões empregadas internacionalmente para designar as compromissadas (*repurchase agreement ou repo e reverse repurchase agreement ou reverse repo*), pode-se inferir se o uso é relevante pelo tamanho da carteira de títulos públicos no ativo, uma vez que tais títulos são utilizados como garantia nas operações compromissadas. Nesse contexto, a carteira consta em direitos junto ao governo central (*claims on central government*). Nesse aspecto, chama atenção a distância entre o Brasil e os demais países, pois a carteira brasileira correspondia a mais de 24% do PIB ao final de 2016, enquanto as Filipinas ocupavam o segundo lugar entre os outros treze países com apenas 3%.

93. A despeito da relação com os respectivos governos, além de se diferenciar pelo tamanho da carteira de títulos públicos, o Banco Central do Brasil destaca-se também no lado do passivo, conforme Pellegrini (2017). Com base nos critérios do FMI, o saldo da conta única do Tesouro foi classificado como obrigações junto ao governo central (*liabilities to central government*), que correspondia a 17% do PIB, em 2016, seguido da África do Sul, com 11%, e da Rússia, com 8%. Dessa forma, a relevância da relação com o Tesouro Nacional faz com que o Banco Central seja o segundo maior banco dentre os demais quatorze citados por Pellegrini, com ativo (ou passivo) equivalente a 45% do PIB. Apenas o banco central da Tailândia é maior, com 46% do PIB, seguido pela Malásia (36%), Rússia (35%) e Filipinas (31%). Isto posto, o autor enfatiza que esses quatro países possuem reservas internacionais acima de 28% do PIB, patamares bem mais elevadas que os 19% do Brasil. No Brasil, além de também ter reservas elevadas, pesam muito na determinação do tamanho do Banco Central as contas que retratam a relação com o Tesouro Nacional.

94. As operações compromissadas realizadas pelo Banco Central aparecem classificadas em outras



obrigações junto a outras instituições depositárias (*other liabilities to other depository corporations*), de acordo com a padronização do FMI. O banco central da Tailândia tinha 22% do PIB, seguido pelo Brasil com 17% do PIB e o terceiro da lista era o banco central da Malásia, com 11% do PIB. No entanto, nos casos da Tailândia e Malásia, os montantes não devem se referir a compromissadas, pois a carteira de títulos públicos de ambos é muito baixa. Ainda segundo Pellegrini, o mais provável é que, no caso deles, e de outros da lista, os valores constantes dessa conta se refiram a outros passivos não raros no balanço dos bancos centrais, como títulos de sua própria emissão ou ainda depósitos voluntários remunerados de instituições financeiras.

95. No que tange aos depósitos compulsórios, eles estão incluídos na base monetária (*monetary base*), como obrigações junto a outras instituições depositárias (*liabilities to other depository corporations*), de acordo com a padronização do FMI, no qual o BCB possui com 7% do PIB, ocupando a terceira posição, junto com a Hungria, e atrás das Filipinas e da Turquia, ambos com 11% do PIB. Pellegrini destaca que em outros quatro países, os compulsórios variavam de 3 a 4% do PIB, mostrando que o uso desse instrumento no Brasil é comparativamente elevado, mas sem grande distanciamento dos demais.

96. Vale também ressaltar, segundo Nyawata (2012, p. 8), que considerando-se vários países emergentes analisados, apenas cinco usavam títulos do tesouro exclusivamente e onze só recorriam aos títulos de emissão do banco central e outros onze empregavam os dois tipos. Pode-se ressaltar que o Brasil utiliza apenas títulos do Tesouro exclusivamente.

97. Com base no capítulo de livro de Edmar Bacha (2016), intitulado ‘O Fisco e a Moeda: Ensaio sobre o Tesouro Nacional e o Banco Central’, Carlos Kawall Leal Ferreira faz uma discussão sobre a dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro e Banco Central. Kawal (2016, p. 254-7) analisa a composição do passivo dos bancos centrais dos EUA, União Europeia, México, Coréia do Sul e Brasil, em 2015 e relata que apenas no Brasil as compromissadas se destacaram. Nos três primeiros países, predominaram os depósitos remunerados no Banco Central, especialmente no caso dos Estados Unidos. Por outro lado, na Coréia do Sul, o instrumento mais utilizado foi a emissão de títulos próprios da autoridade monetária, seguido dos depósitos voluntários. Em 2015 ainda não havia o instrumento dos depósitos voluntários remunerados no Brasil, que somente foi instituído em 2021.

98. Kawal (2016) mostra que a partir de uma análise não exaustiva de 4 bancos centrais (2 de países desenvolvidos, Fed (Federal Reserve Bank) e BCE (Banco Central Europeu), e dois de países em desenvolvimento, Banxico (Banco Central do México) e Bank of Korea (Banco Central da Coreia), observamos que a esterilização dos QEs (*Quantitative Easing*) ou acúmulo de reservas internacionais se deu sobretudo via depósitos remunerados junto aos Bancos Centrais (reservas bancárias excedentes, notadamente Fed e BCE) ou emissão de títulos próprios (principalmente Bank of Korea); o uso de *reverse repos* (ou operações compromissadas) não foi relevante. Para o Fed, BCE e Banxico, os dados são referentes a setembro de 2015. Para o BoK, os dados são referentes a julho de 2015. Para o BCB, os dados são de novembro de 2015. Vale ressaltar que no Brasil não foi realizado procedimentos de esterilização com base no ‘afrouxamento monetário quantitativo’, isto é, ‘Quantitative Easing’ - QEs.

99. Na ótica de Bernanke (2015), a possibilidade de que o Federal Reserve pudesse receber depósitos remunerados voluntários (*excess reserves*) durante a crise financeira global foi crucial, pois a esterilização tradicional (via *reverse repos*) ficou prejudicada pela expansão dos empréstimos de liquidez do Fed, dado o tamanho relativamente pequeno de sua carteira própria de *treasuries* (títulos públicos americanos). Bernanke destaca ainda que em 2008 havia o risco que os empréstimos de emergência, que tinham o efeito colateral de elevar as reservas bancárias, levassem o juro de curto prazo a cair abaixo da meta do *fed funds* (taxa de juros básica americana, equivalente à taxa Selic, no Brasil), gerando perda de controle da política monetária. Notem que já destacamos nesse relatório que o instrumento dos depósitos remunerados voluntários no Brasil só foi instituído em 2021 e, portanto, ainda não tem um papel tão relevante quanto as operações compromissadas, no que tange à administração da liquidez na economia.

100. Kawal enfatiza que o Fed havia obtido autorização do Congresso para remunerar as reservas

bancárias já em 2006, mas com vigência somente a partir de 2011 por motivos orçamentários, já que tal medida reduziria o lucro do BC norte-americano, que é regularmente transferido ao Tesouro. No entanto, tal possibilidade foi antecipada, na crise, pela mesma lei que criou o TARP (*Troubled Asset Relief Program*) em 2008, após a quebra da Lehman Brothers. Dessa forma, isso permitiu ao Fed ‘indexar’ o depósito remunerado à própria taxa do *fed funds*, desincentivando a alocação da liquidez pelos bancos no mercado a taxas inferiores à meta de juros de curto prazo do Fed. Pode-se observar que o BCB tem essa mesma preocupação de evitar arbitragem entre os depósitos remunerados e a taxa Selic.

101. Antes disso, ainda seguindo Kawal (0016), a falta de lastro para esterilização foi mitigada por uma linha de crédito do Tesouro (*Supplementary Financing Program - SFP*), que financiou alguns dos programas de empréstimos emergenciais do Fed. Tal expediente, no entanto, incomodava Bernanke: ‘(...) o SFP variava em tamanho e tinha que ser reduzido quando o governo se aproximava do seu limite legal de endividamento...E, como dirigentes de um banco central independente, não gostávamos de depender da ajuda do Tesouro para executar a política monetária.’ (tradução nossa, p. 237). Nesse contexto, notem que o BCB já atuava com operações compromissadas lastreadas pelos títulos públicos federais.

102. Ainda segundo Bernanke, em 2009 o Fed cogitou buscar autoridade para emissão de passivos próprios (*Fed bills*). No entanto, isso esbarrou na percepção de que o Congresso dificilmente apoiaria esta prerrogativa e na relutância do Tesouro, que não se mostrou confortável com a criação de títulos que concorressem com os seus. Notem que essa mesma discussão foi feita aqui no Brasil quanto à concorrência entre títulos do Tesouro e do BCB, inclusive nesse relatório. Isso posto, o Fed utilizou o mecanismo das reservas bancárias excedentes como principal mecanismo de esterilização do crescimento do balanço, com base na remuneração do IOER (*Interest on Excess Reserves*), a qual se mantém desde então no nível da meta do *fed funds*. Em abril de 2012, o Fed criou o *Term Deposit Facility*, permitindo a constituição de depósitos a prazo remunerados pelo IOER mais um pequeno spread, os quais têm sido utilizados esporadicamente.

103. Destacamos que, no caso do Brasil, a esterilização da compra de reservas internacionais ficou a cargo da expansão das operações compromissadas do Banco Central (ou *reverse repos*). O BCB, desde maio de 2002, foi impedido de emitir títulos próprios, por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

104. Ainda há um aspecto a ser abordado. Conforme já demonstrado anteriormente, no mundo, essencialmente, os principais instrumentos de política monetária utilizado pelos BCs, para lidarem com o excesso de liquidez estrutural que ocorre em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento são os depósitos voluntários, as emissões de títulos pelo próprio BC e as operações compromissadas, embora a nomenclatura desses instrumentos possa variar de um país para outro.

105. Assim, diferentemente dos outros bancos centrais citados nos mencionados estudos, que detinham outros instrumentos de política monetária para enxugar o excesso de liquidez estrutural dos seus sistemas financeiros, o BCB, por sua vez, essencialmente ficou limitado ao uso das operações compromissadas, como único instrumento que apresentava a característica de ter grande flexibilidade, agilidade e alcance para a regulação dos meios de pagamento, com impacto imediato e direto sobre os agregados monetários. Somente a partir de agosto de 2021, é que o BCB passou a dispor também dos depósitos voluntários (ainda com volume baixo de operações), instrumento que outros bancos centrais já utilizavam há alguns anos. Nesse contexto, não se pode olvidar da vedação da emissão de títulos próprio pelo BCB. Logo, esse é um dos motivos para o BCB ter um volume de operações compromissadas tão representativo nos seus balanços, quando comparado aos seus demais pares, que podiam utilizar outros instrumentos para lidar com o excesso de liquidez.

106. Ademais, em termos de custo da política monetária, que é uma das principais preocupações da CFT, mesmo que o BCB pudesse utilizar os três instrumentos citados (compromissadas, emissão de títulos próprios e depósitos voluntários), não se esperaria uma redução das despesas com juros, uma vez que o BCB, ao ter que esterilizar o excedente de liquidez do sistema, com a utilização de qualquer desses três instrumentos, pagaria algo próximo da Selic meta nas transações em *overnight*.

Desse modo, os instrumentos utilizados pela Autoridade Monetária devem ser vistos apenas como um dos meios possíveis para operacionalizar a política monetária, e, ademais, qualquer que seja o instrumento utilizado, em termos agregados, é de se esperar praticamente o mesmo custo operacional, porquanto o objetivo da utilização desses instrumentos seria a convergência da Selic efetiva para a Selic meta.

### **Dos benefícios da Política Monetária**

107. Não é possível analisar os custos das operações compromissadas, sem levar em consideração os benefícios da atuação da Autoridade Monetária para a Sociedade. Para tanto, inicialmente, deve-se evidenciar a missão do BCB. O Banco Central do Brasil é a instituição federal que tem o dever de regular o volume de dinheiro e de crédito da economia, com o objetivo de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional. Além disso, tem a missão de promover a eficiência e o desenvolvimento do sistema financeiro de um país. Desse modo, em última instância, a atuação do BCB, por meio da política monetária, visa à consecução de um bem-estar social para toda a coletividade, ao buscar manter estável o poder aquisitivo da moeda brasileira.

108. Nessa senda, por meio do Ofício de Requisição 01-39/2021-SecexFinanças (peça 16) foram feitos os seguintes questionamentos ao BCB: ‘(...) quais são os benefícios obtidos com a utilização das operações compromissadas? Os benefícios superam os custos?’. Em resposta, a Autoridade Monetária, por intermédio do Memorando 021/2022 – Demab/Gabin (peça 21, p. 2) asseverou que:

‘Relativamente aos benefícios resultantes do uso das operações compromissadas pelo BCB, importa destacar, no âmbito do atendimento à missão constitucional para a execução da política monetária (§2º, art. 164, CF, de 1988), que tais operações desempenham papel central como instrumento para a administração da oferta de moeda e da taxa de juros de curto prazo pelo BCB. **O pleno uso dessas operações pelo BCB, em função de sua elevada eficiência como instrumento para a gestão da disponibilidade de reservas no sistema bancário, permite o manejo eficiente da taxa de juros de curto prazo, garantindo, por conseguinte, a adequada implementação da política monetária, cujo objetivo finalístico é assegurar a estabilidade de preços.**

**Nesse contexto, a manutenção da taxa de inflação baixa, estável e previsível é capaz de oferecer benefícios diretos e indiretos de elevada importância para o bem-estar econômico e social dos cidadãos. Ao tempo que preserva o poder de compra da moeda, o controle da inflação torna o ambiente econômico mais previsível e estável, favorecendo a ampliação do investimento produtivo, a geração de empregos e o crescimento econômico sustentável.**

Tendo em vista que as operações compromissadas continuam a desempenhar papel central na administração da liquidez bancária, não haveria, atualmente, a possibilidade de uso de instrumento alternativo para controle da oferta de moeda, que pudesse responder com a mesma eficácia que as operações compromissadas, considerando as condições atuais de funcionamento do mercado de reservas bancárias, que trabalha com excedentes elevados de liquidez. Apesar da instituição recente do acolhimento de depósitos voluntários pelo BCB (Lei nº14.185, de 14 de julho de 2021) como instrumento complementar de política monetária, a capacidade de absorção de recursos livres no sistema bancário por meio deste instrumento ainda é significativamente baixa quando comparada com o volume de operações compromissadas realizadas pelo BCB com o mesmo objetivo.

**Dessa forma, o uso adequado de instrumentos de política monetária para assegurar o cumprimento dos objetivos que visam manter o poder de compra da moeda, com efeitos benéficos para a organização e estabilidade do sistema econômico e financeiro, aí incluídas majoritariamente as operações compromissadas, gera benefícios para a sociedade que superam seus custos de implementação.’**

109. Nessa ordem de ideias, de fato, conforme já demonstrado, há um custo elevado das operações compromissadas. Entretanto, conforme já explanado, tal custo é decorrente do elevadíssimo excesso de liquidez estrutural existente no País, que gira atualmente em torno de R\$ 1 trilhão, em que a Autoridade Monetária é obrigada a enxugar tal volume diariamente para que haja a convergência da taxa Selic efetiva para a Selic Meta. Assim, estando a Selic meta devidamente calibrada pelo Copom, espera-se que a meta de inflação definida pelo CMN seja cumprida pelo

BCB.

110. Nesse cenário, é inconteste que uma inflação controlada torna o ambiente econômico mais previsível e estável, favorecendo a ampliação do investimento produtivo, a geração de empregos e o crescimento econômico sustentável. Desse modo, embora a diversidade de variáveis envolvidas nos ambientes econômico e social tornem extremamente complicado qualquer análise no sentido de buscar quantificar os valores monetários de tais benefícios, vez que essa estimativa sujeita-se a um grau elevado de subjetivismo, compartilha-se da visão da Autoridade Monetária no sentido de que esses aspectos positivos qualitativos decorrentes de uma inflação controlada superam os custos da política monetária, não obstante o volume médio diário de títulos públicos, via operações compromissadas, negociados nos últimos anos, em comparação a outros países com economias similares, conforme já apontado, além do citado custo da condução da política monetária merecerem uma atenção especial por parte do Controle.

111. Cabe ainda destacar um aspecto das operações compromissadas utilizadas para fins de política monetária, concernente ao processo de acúmulo de reservas internacionais. Conforme já demonstrado, as reservas internacionais são o principal fator condicionante para que hoje se tenha uma liquidez estrutural na ordem de R\$ 1 trilhão, fazendo com que o BCB tenha que esterilizar diariamente tal montante, via operações compromissadas. O racional dessa situação é simples. Quando começou a ingressar no país uma quantia considerável de dólares, o BCB adotou a política de acumulação de divisas, só que, ao realizar tal transação, a Autoridade Monetária comprava esses dólares e, em contrapartida, emitia e entregava o equivalente em reais para a contraparte. Logo, na sequência, com essa injeção de liquidez na economia, o BCB tinha que enxugar esse excesso de moeda nacional, via operações compromissadas.

112. Dentro dessa lógica operacional, embora o BCB estivesse executando a política monetária, é possível afirmar que a aquisição dos dólares ingressados no Brasil deu-se mediante ‘financiamento’, via operações compromissadas. Nesse sentido, Carlos Kawall Leal Ferreira (no artigo ‘A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central’) afirma que:

‘(...) evidencia-se uma situação particular do balanço do BCB: a opção pela esterilização da compra de reservas internacionais implicou notável expansão adicional do ativo, **já que foi necessário ampliar a carteira de títulos públicos de modo a ‘financiar’ a compra de reservas internacionais. É como se, para cada unidade monetária de reserva internacional adquirida, fosse necessário constituir uma unidade monetária de título público no ativo do BCB (para lastrear as operações compromissadas).**’

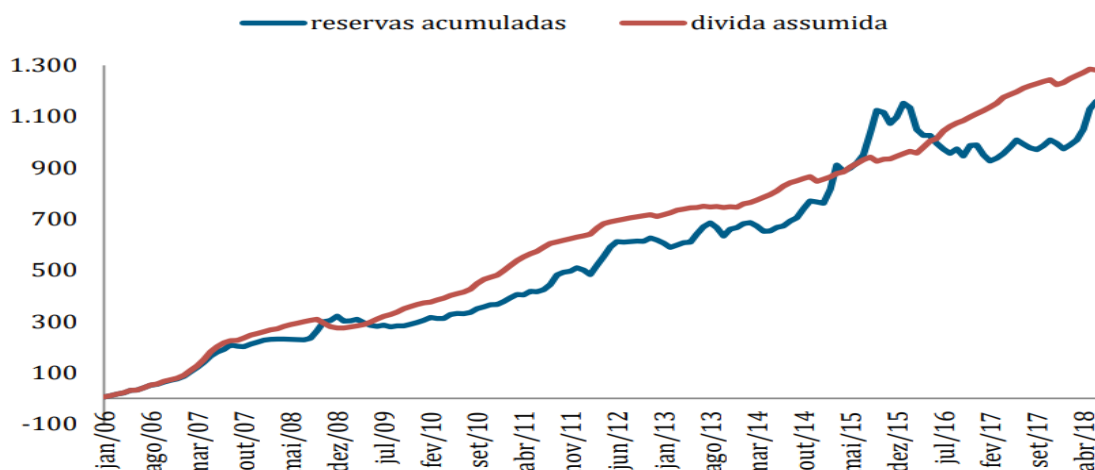
113. Em sentido análogo, Josué Alfredo Pellegrini (no estudo ‘Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais’, Instituto Fiscal Independente, Nota Técnica 20, de 24 de agosto de 2018) assevera que:

‘As reservas internacionais subiram de US\$ 56,6 bilhões em abril de 2006 para US\$ 374,3 bilhões em abril de 2012, portanto, um expressivo aumento de 6,6 vezes. Desde então, as reservas mantiveram-se basicamente nesse último patamar (US\$ 379,5 bilhões, em julho de 2018). **Na ausência de superávits fiscais, a estupenda aquisição de reservas nesses anos foi financiada com endividamento.**

Operacionalmente, o Banco Central atuou no mercado de câmbio para comprar os intensos fluxos de divisas que entravam no país, em um contexto de condições externas bastante favoráveis. **A contrapartida da compra de reservas seria o aumento da liquidez da economia, já que as aquisições precisariam ser pagas em reais. Com o objetivo de evitar que o excesso de liquidez reduzisse a taxa Selic abaixo do nível considerado adequado para cumprir a meta de inflação, o Banco Central compensava a atuação no mercado de câmbio, retirando liquidez da economia por meio do aumento das operações compromissadas, o principal componente da dívida pública, depois da dívida mobiliária.**

114. Nessa senda, Pellegrini (ob. cit.) trouxe o seguinte gráfico para estabelecer a correlação praticamente direta entre a dívida assumida (operações compromissadas) pelo BCB e a acumulação das reservas internacionais:

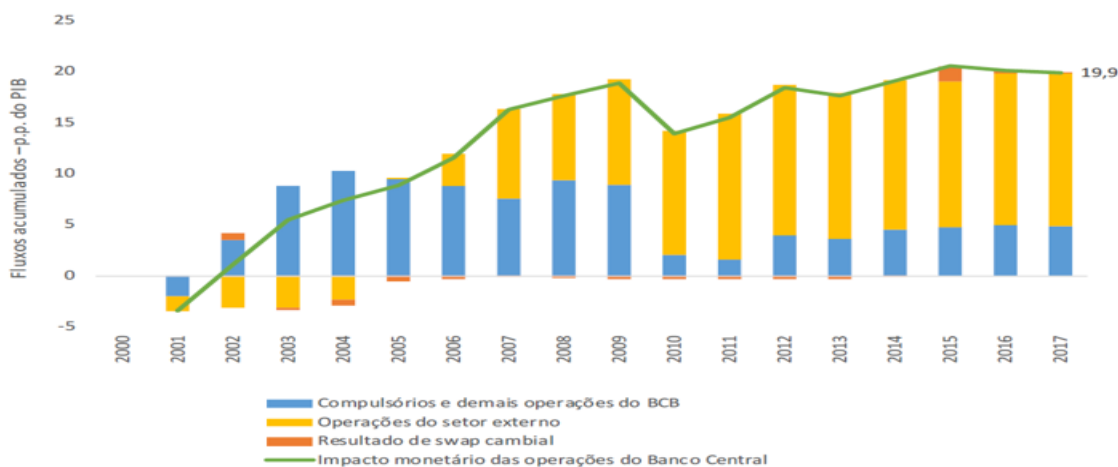
GRÁFICO 1. RESERVAS ACUMULADAS E DÍVIDA ASSUMIDA PARA ADQUIRI-LAS – R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

115. Desse modo é razoável arrematar que a evolução do volume das compromissadas se deve em boa medida à evolução da acumulação das reservas internacionais. Destarte, observa-se que uma parte razoável dos elevados custos para realização de compromissadas está correlacionada diretamente ao nível atual das reservas internacionais. Para ter uma melhor noção dessa grandeza, cabe evidenciar o gráfico abaixo em que o amarelo se refere ao processo de acumulação de reservas internacionais.

Evolução das operações compromissadas – BCB



Fonte: Nota Técnica do Banco Central do Brasil 47, Fatores condicionantes da evolução da dívida pública

116. Assim, uma boa parte do custo das operações compromissadas, na condução da política monetária, é na prática, essencialmente, utilizada para pagar os juros do ‘financiamento’ do acúmulo de reservas internacionais, representando, dessa forma, efetivamente um custo de manutenção das reservas internacionais, que, nunca é demais lembrar, representa um importante ‘amortecedor’ econômico-financeiro contra crises internacionais, conforme se demonstrará, sinteticamente, a seguir.

117. O Gráfico 8, abaixo, mostra a evolução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) referente à dívida externa líquida em milhões de Reais no período de 1981 a 2021, isto é, a Dívida Externa Total deduzida dos ativos do BCB como as reservas internacionais. Em outras palavras, a Dívida Externa Bruta é a soma da dívida externa bruta do setor público não-financeiro e do Banco Central, enquanto a Dívida Externa Líquida é a Dívida Externa Bruta menos as aplicações em moeda estrangeira. Como o Banco Central está incluído, as reservas internacionais do Banco Central também são consideradas como aplicações e, portanto, deduzidas do total.



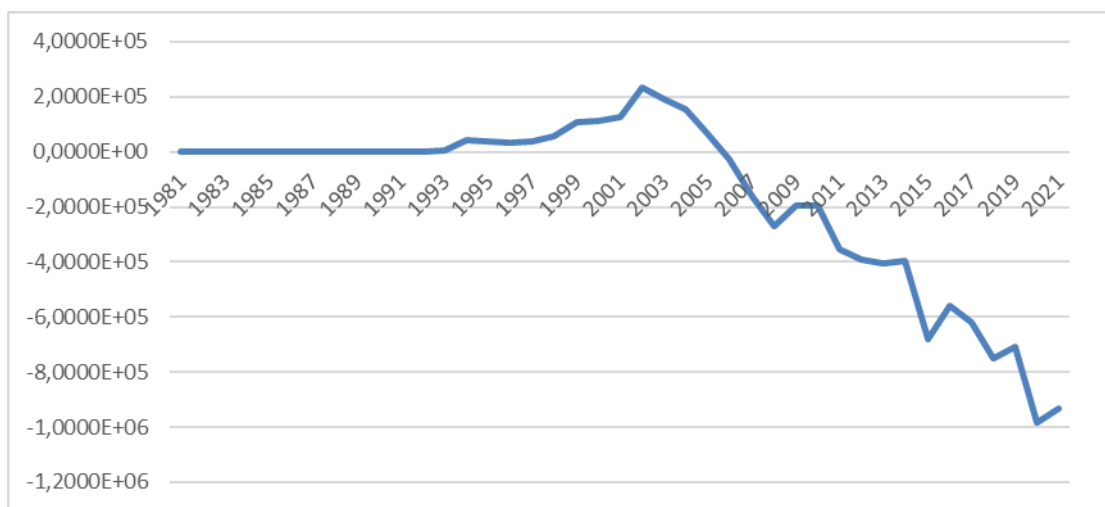
118. O gráfico apresentado a seguir mostra que até 2005 o país tinha um montante de reservas internacionais inferior à dívida externa bruta como destacado no gráfico 8. Pode-se observar que de 1981 até 1993 o colchão de liquidez era praticamente nulo, de forma que a economia brasileira era bastante vulnerável a choques externos adversos, como a crise da dívida no início dos anos 1980, quando houve um forte aumento das taxas de juros americanas. Como o Brasil pagava taxas de juros do mercado americano, com o aumento abrupto dos pagamentos dos juros pelo Brasil, desencadeou-se uma forte recessão, gerando inflação e desemprego. Nesse sentido, numa análise contrafactual, se houvesse naquela época um volume de reservas internacionais que temos hoje, o impacto do choque seria bem menor e administrável. Entretanto, várias outras crises se sucederam, sejam referentes a crises cambiais ou a crises financeiras. Até o final dos anos 1990 ainda tivemos crises, tais como as crises cambiais dos países do leste asiático, a crise da Rússia e da Argentina.

119. Considerando-se que entre 1994 e 1998 foi implementado um regime cambial em que o BCB controlava a taxa de câmbio, isso propiciou sucessivos ataques cambiais especulativos, o que culminou com a liberação da taxa de câmbio no final do exercício de 1998. Esse período entre meados de 1994 e 1998 ficou conhecido como o Plano Real, destacando-se que nesse mesmo período houve uma troca de dívida externa para dívida interna, quando a cotação do dólar e real era praticamente de 1 para 1. Como houve uma forte redução da dívida externa, isso já reduziu fortemente a vulnerabilidade do país em relação aos choques externos.

120. Em 1999 houve uma mudança institucional que melhorou muito as condições de condução das políticas macroeconômicas, com o tripé macroeconômico baseado no câmbio livre, metas de inflação e de superavit primário. Pode-se observar que em 2002 a dívida externa líquida alcançou o pico, evidenciando que nesse ano houve a menor participação das reservas internacionais em relação à dívida externa bruta em todo o período analisado. Entre 2002 e 2005 começa a ter um aumento das reservas internacionais e já a partir de 2006 as reservas superam a dívida externa bruta, mostrando um aumento contínuo das operações externas que tem resguardado e evitado impactos negativos de choque externos, exceto o choque da Covid-19 que se trata um uma crise de natureza sanitária. Entretanto, vale ressaltar que se o país não tivesse um colchão de liquidez com folga, certamente os impactos adversos no Brasil na crise do *subprime* em 2008 e 2009 e da pandemia em 2020 e 2021 seriam muito maiores.

121. Dessa forma, em se tratando de estabilidade da política econômica, em análise retrospectiva, infere-se que os benefícios do elevado volume de reservas internacionais estejam compensando os custos das operações compromissadas.

**Gráfico 8 – Evolução da DLSP - dívida externa líquida - total - R\$ (milhões)**



Fonte – IPEA e BCB

**2) Qual o impacto na utilização de operações compromissadas para a colocação de títulos pelo Tesouro Nacional?**

122. No contexto desse questionamento, a CFT fez as seguintes colocações:

‘O Tesouro Nacional, no momento de colocar seus títulos, encontra concorrência das operações compromissadas, de modo que, caso as condições não sejam demasiadas atraentes para as instituições financeiras, essas podem encontrar alocação para seus recursos, com as mesmas garantias oferecidas pelo Tesouro (uma vez que os títulos utilizados como garantia nessas operações são os mesmos títulos públicos), e em condições financeiras muito semelhantes.’

123. Por meio do Ofício de Requisição 02-39/2021-SecexFinanças, foi feito o seguinte questionamento ao Tesouro Nacional: ‘Qual o impacto direto ou indireto na utilização de operações compromissadas para a colocação de títulos pelo Tesouro Nacional, tanto em períodos de normalidade, quanto em momentos de estresse econômico-financeiro?’. Por intermédio de Despacho (peça 19, p. 2), a STN afirmou que:

**‘Em condições normais, a emissão de títulos públicos pelo TN não é influenciada pelas operações compromissadas do BC, visto que as operações compromissadas são realizadas com prazos mais curtos (gestão de liquidez) quando comparadas com as emissões do TN. A título de exemplo, em fevereiro de 2022, 99,3% das operações compromissadas do BC concentravam-se no prazo de um dia (overnight). Por sua vez, o TN emite títulos com prazos mais longos, a partir de 6 meses, o que não gera competição entre as atuações do BC e do TN.**

Em períodos de alta volatilidade do mercado, o TN tende a aumentar as emissões de curto prazo. Como exemplo, em 2020, ano de início da pandemia, 33,9% das emissões do TN foram concentradas em títulos de 6 e 12 meses, percentual que caiu para 9% do total de emissões em 2021, com a melhora do cenário macroeconômico. O ano de 2020, período com grande volatilidade do mercado de títulos públicos, ilustra que, mesmo em condições extremas, nas quais o TN aumenta significativamente as emissões de curto prazo, não ocorrem emissões com prazos menores que 6 meses. **Contudo, diante de uma grande preferência dos investidores por liquidez em momentos de incerteza, como no início da pandemia em 2020, pode haver uma competição das compromissadas com outros ativos da economia, dada a característica de maior liquidez dessa opção de investimento quando comparada com outras opções do mercado, como os títulos públicos.**

**Essa característica dos títulos do TN emitidos em leilão (de, no mínimo, 6 meses, mesmo em momentos de volatilidade), evita a competição entre as operações compromissadas realizadas pelo BC para a execução da política monetária e as operações do TN para cobrir a necessidade de financiamento do governo federal.’**

124. Anui-se com o posicionamento do Tesouro acima destacado. Com o mesmo entendimento, o BCB complementa a matéria afirmando que (peça 21, p 5):

‘O TN, nas emissões primárias de dívida, não encontra concorrência das operações compromissadas, uma vez que os agentes ou investidores buscam melhores alternativas de alocação de portfólio que otimizem, ao mesmo tempo, rentabilidade, liquidez e risco de suas posições, como é o caso das escolhas entre a alocação de recursos em títulos públicos ou em operações compromissadas. **Nesse sentido, a demanda por títulos públicos nas emissões primárias do governo não é afetada sobremaneira pela existência das operações compromissadas**, uma vez que, apesar de o risco de contraparte estar abarcado por instrumento de elevada qualidade de crédito (de mesmo emissor), **ambas alternativas de investimento têm características que se diferenciam sobremaneira pelo risco, rentabilidade e liquidez, sendo o principal atributo das operações compromissadas o prazo curto para o vencimento (99% das operações compromissadas registradas no Selic têm prazo de um dia útil) e, consequentemente, o baixo risco de flutuação da taxa de juros.** O título público objeto de emissão primárias pelo TN, por sua vez, apresenta prazo de vencimento superior e rentabilidade atrelada a diferentes tipos de remuneração, tendo como objetivo o financiamento do gasto público e a rolagem da dívida mobiliária federal interna vincenda.’

125. A partir de tais explanações, entende-se ser oportuno aprofundar mais a análise da matéria. Inicialmente, cabe diferenciar o mercado monetário e o mercado de títulos públicos. Nesse sentido,

**‘O mercado monetário pode ser definido como o segmento do mercado financeiro caracterizado por operações de curto e curtíssimo prazos, no qual ocorrem o ajuste da liquidez do sistema econômico e a formação das taxas de juros básicas da economia. O mercado monetário pode ser caracterizado, também, pelas operações com reservas bancárias efetuadas pelas instituições financeiras. Os principais participantes do mercado monetário, além do Banco Central, são as instituições captadoras de depósitos à vista (bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas). As demais instituições financeiras autorizadas a emitir e/ou adquirir depósitos interfinanceiros também participam do mercado monetário.’ (Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços / Alexandre Galvão, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.78)**

126. No que tange aos títulos públicos:

**‘A STN administra a emissão e o resgate de títulos públicos para atender a política fiscal, de acordo com sua estratégia de gerenciamento da dívida, pautada pela minimização dos custos, gestão prudente de riscos e esforços no sentido de contribuir para o desenvolvimento do mercado brasileiro de títulos públicos. (...)**

Os títulos públicos federais são instrumentos financeiros de renda fixa (prefixados ou pós-fixados) emitidos pelo Governo Federal para obtenção de recursos da sociedade, com o objetivo primordial de financiar suas despesas. Os títulos da dívida pública podem ser emitidos para financiar o déficit orçamentário, nele incluído o refinanciamento da dívida pública, e para realizar operações com finalidades específicas definidas em lei.’ (Títulos Públicos e Gestão da Dívida Mobiliária, Informações até outubro de 2016, Série Perguntas Mais Frequentes, Banco Central do Brasil)

127. Assim, o mercado monetário é o ambiente em que o Banco Central, principalmente por intermédio das operações compromissadas, regula a liquidez do sistema e apura a taxa Selic. Já o mercado de títulos públicos é o ambiente em que o Tesouro Nacional conduz a política fiscal, notadamente, quanto ao financiamento de algumas despesas públicas, previamente autorizadas pelo Orçamento Geral da União.

128. Desse modo, a diferença marcante entre as operações compromissadas e os títulos públicos, sob a ótica do investidor, é o prazo da operação e a liquidez (facilidade de converter determinado ativo em dinheiro), vez que grande parte das compromissadas é de curtíssimo prazo e com amplíssima liquidez (pois o BCB enxuga todo o excesso de moeda da economia), enquanto os títulos públicos são de prazos médios e longos (a partir de seis meses) e com liquidez mais reduzida, se comparada às compromissadas, afinal, enquanto as operações compromissadas negociam mais de R\$ 1 trilhão por dia, o mercado secundário de títulos públicos gira em torno de R\$ 60 bilhões diariamente. Nesse cenário, o fator prazo da operação, de regra, tem um impacto direto no percentual da taxa de juros do respectivo instrumento financeiro, conforme se demonstrará na sequência.

129. Ademais, mesmo comparando uma operação compromissada, que rende a taxa Selic, com uma LFT, título público que também remunera com base na taxa Selic, há diferenças significativas entre os dois instrumentos financeiros, conforme preceitua Daniel Negreiros Conceição e David Deccache (Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação da Lei 14.185, de 2021, p. 13), que, com muita acurácia, as distinguiu da seguinte forma:

**‘Um fato que não costuma receber a atenção devida é que a taxa Selic se refere à remuneração das aplicações de um dia garantidas por títulos do TN, na forma das operações compromissadas descritas mais acima, e que esta não é necessariamente a taxa oferecida aos compradores dos títulos pós-fixados pagadores da taxa Selic (LFTs) quando originalmente vendidos pelo TN. Como o BCB é (quase) absolutamente competente na manutenção da Selic na meta definida pelo Copom, o comprador primário de uma LFT está comprando o direito de receber a remuneração anunciada pelo Copom sobre o seu valor de face, sem risco. No entanto, ainda assim as LFTs podem ser vendidas com ágio ou deságio, dependendo das condições de oferta e demanda existentes na ocasião de seus leilões primários.**

Este fato pode parecer paradoxal, mas realmente não é: a remuneração das LFTs é definida pela taxa Selic, mas a taxa Selic não é definida a partir da remuneração das LFTs. Como vimos, quando o TN vende uma LFT ele se compromete a devolver o valor de face mais o retorno dado pela taxa Selic. Por sua vez, a taxa que eventualmente remunerará o dono de uma LFT no seu vencimento será apurada a partir da taxa Selic diária que remunera as operações compromissadas (que coincide com a meta definida pelo Copom, graças à competência com que o BCB administra a taxa referencial), de modo que uma dada LFT devolverá ao credor no seu vencimento o seu valor de face adicionado do mesmo rendimento que seria obtido em uma sequência ininterrupta de operações compromissadas diárias remuneradas pela taxa Selic.

No entanto, **embora muito parecidas, a LFT comprada primariamente do Tesouro e as operações compromissadas ofertadas pelo BCB não são completamente indistinguíveis. São ofertadas em mercados diferentes, com a participação de agentes diferentes, e possuem estruturas e prazos diferentes.** Dependendo das condições de oferta e demanda quando do lançamento das aplicações remuneradas pela taxa Selic pelo TN, **é possível que os compradores das LFTs ofereçam um pouco mais ou menos do que o valor de face do título, de modo que para eles o retorno da aplicação seja um pouco menor ou maior que a taxa Selic.**

**Isto significa que não há substitubilidade perfeita mesmo entre as operações compromissadas intermediadas pelo BCB e remuneradas pela taxa Selic e as LFTs quando vendidas primariamente pelo TN.**

130. Conforme já evidenciado, a taxa Selic é a taxa básica de juros da economia, vez que influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros das aplicações financeiras. A taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia, que correspondem às operações compromissadas no *overnight*. Logo, a taxa Selic é considerada a taxa livre de risco de crédito e de liquidez **com um prazo de um dia de aplicação**. Por conseguinte, regra geral, a taxa Selic pode ser considerada o piso para se investir em títulos públicos.

131. Cabe agora demonstrar o efeito do fator prazo nas operações de renda fixa. A melhor forma de visualizar esse efeito é por meio da curva de juros, conhecida como estrutura a termo da taxa de juros. Pode ser conceituada da seguinte forma, de acordo com Assaf Neto (ob. cit., p. 205):

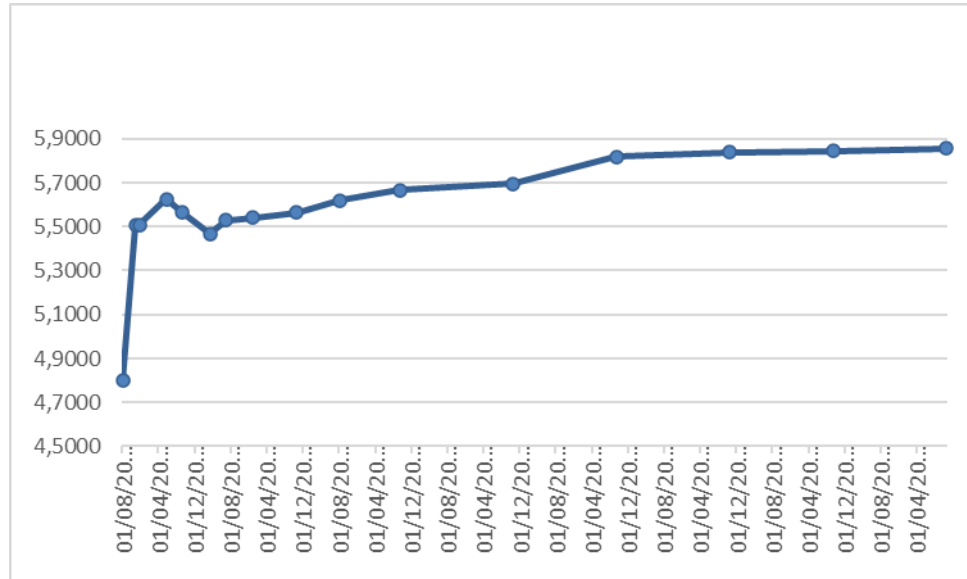
**‘A Estrutura Temporal das Taxas de Juros (ETTJ) descreve a relação entre os percentuais das taxas de juros e o prazo. Títulos com diferentes maturidades apresentam diferentes taxas de juros, conhecidas por rendimentos na maturidade. Ao se observar em determinada data os rendimentos dos títulos de diferentes maturidades, pode-se representar graficamente essa relação entre taxas de juros e maturidade, conhecida por curva de rendimentos.’**

132. Em outras palavras, ‘A estrutura a termo das taxas de juros mede a relação entre os rendimentos de títulos livres de inadimplência que diferem apenas em relação ao prazo até o vencimento’ (Teoria da estrutura a termo das taxas de juros -RAE-Revista de Administração de Empresas, vol. 47, nº 2, 2007, FGV). Dessarte, quando a curva de juros é positiva, que é a regra geral:

- Em situações normais, **espera-se que títulos cujo vencimento se dê em prazos mais longos, paguem juros (rendimentos) maiores do que aqueles cujo vencimento seja mais próximo;**
- **quanto mais tempo o investidor fica sem o seu dinheiro, mais exposto aos riscos e eventos imprevisíveis ele estará, portanto, é natural que ele exija um prêmio maior.** (Apostila do curso ‘Renda fixa no mercado aberto’, promovido pela FGV EESP, Escola de Economia de São Paulo)

133. Como exemplo de uma estrutura a termo, cabe trazer o seguinte gráfico de uma NTN-B, título público que paga uma taxa de juros prefixada mais o IPCA:

**Gráfico 9 – Estrutura de juros a termo da NTN-B**



Data de Vencimento	Tx. Indicativas
15/08/2022	4,7981
15/03/2023	5,5080
15/05/2023	5,5089
15/08/2024	5,6247
15/05/2025	5,5651
15/08/2026	5,4684
15/05/2027	5,5300
15/08/2028	5,5400
15/08/2030	5,5642
15/08/2032	5,6200
15/05/2035	5,6669
15/08/2040	5,6971
15/05/2045	5,8175
15/08/2050	5,8400
15/05/2055	5,8455
15/08/2060	5,8558

Fonte: Anbima, gráfico feito de pela equipe de fiscalização (dados referentes à data de 27/4/2022)

134. Ao analisar a atual estrutura a termo de juros das NTN-B, observa-se que, quanto maior o prazo de vencimento do título, de forma geral, maior é o prêmio de risco exigido pelo investidor, refletido nas maiores taxas praticadas nos vencimentos mais distantes.

135. Dessa forma, a decisão final na hora de investir em uma operação compromissada ou em títulos públicos recai nos critérios preestabelecidos de cada investidor. Se um determinado agente econômico busca um ativo em que há ampla liquidez, com a rentabilidade da taxa Selic e com o horizonte de curtíssimo prazo, nessa situação haverá uma preferência para a aplicação em operações compromissadas. Todavia, se um determinado investidor tiver um horizonte de investimento de médio e longo prazo, visando obter rendimentos superiores à Selic num prazo maior, ou querendo se proteger da inflação no longo prazo, por exemplo, então buscará investir em títulos públicos, em detrimento das operações compromissadas. Em outras palavras, como bem pontuou o BCB, ‘os agentes ou investidores buscam melhores alternativas de alocação de portfólio que otimizem, ao mesmo tempo, rentabilidade, liquidez e risco de suas posições, como é o caso das escolhas entre a alocação de recursos em títulos públicos ou em operações compromissadas’.

136. Além desses fatores que influenciam a tomada de decisão no processo de escolha em qual ativo investir (títulos públicos ou compromissadas), passa ser interessante analisar o perfil dos grandes compradores de títulos públicos, considerando seus objetivos institucionais e suas questões regulatórias aplicáveis. Assim, o primeiro passo é demonstrar quem são percentualmente os principais detentores dos títulos públicos federais, que são identificados na tabela abaixo, dentre os quais destacam-se os bancos, os fundos de investimento, o setor de previdência e outros.



(R\$ Bilhões)

	Dez/21		Jan/22		Fev/22	
Previdência	1.163,01	21,74%	1.170,98	21,82%	1.204,92	21,95%
Instituições Financeiras	1.575,46	29,45%	1.543,30	28,76%	1.621,85	29,54%
Fundos de Investimento	1.281,88	23,97%	1.303,89	24,30%	1.325,29	24,14%
Não-residentes	564,97	10,56%	565,37	10,53%	547,70	9,98%
Governo	234,64	4,39%	251,16	4,68%	251,26	4,58%
Seguradoras	207,71	3,88%	209,87	3,91%	212,26	3,87%
Outros	321,26	6,01%	322,22	6,00%	327,04	5,96%
<b>Total</b>	<b>5.348,94</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.366,78</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.490,32</b>	<b>100,00%</b>

Série Histórica e Notas Explicativas: Anexo 2.7

Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida de fevereiro de 2022

137. Nessa perspectiva, cabe traçar o perfil esperado dos compradores de cada instrumento da dívida pública, levando-se em consideração seus objetivos:

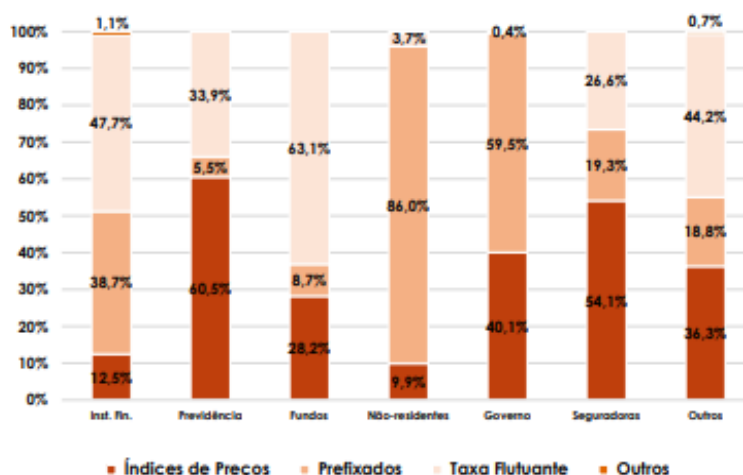
**Indexados à taxa Selic (LFT)** – Esses títulos são principalmente carregados pelas tesourarias dos bancos (carteira própria), bem como por fundos de investimento que querem ter a garantia de financiamento com taxa de juros repactuada diariamente, ou seja, no *overnight*. Além disso, cabe observar que, em termos de prazo, esses investidores estão concentrados principalmente em títulos com prazos mais curtos. **Os demandantes são conhecidos como investidores *buy-and-sell*, pois visam a rendimentos em bases diárias e querem ter a possibilidade de se desfazer do título rapidamente. A liquidez diária oferecida pelos fundos de investimento, associada à divulgação diária das cotas desses fundos, é um dos fatores fundamentais que induzem a uma presença expressiva de LFT nessas carteiras. Para custear os saques que podem ocorrer em momentos de queda nas cotas, os gestores tendem a manter em suas carteiras uma grande parte dos ativos nesses títulos, garantindo assim elevada liquidez.**

**Indexados a Índices de Preços (NTN-B)** – Os investidores desses títulos **caracterizam-se por possuírem objetivos que vão além da necessidade de liquidez diária e procuram casar seus passivos ou objetivos de investimento com as características dos títulos.** Os investidores de NTN-B **tendem, em sua maioria, a carregar o título por um tempo maior**, são investidores *buy-and-hold*. Nesse caso, destacam-se como maiores participantes **investidores de mercado de previdência** com gestão própria de sua carteira e investidores pessoas físicas (Tesouro Direto). Investidores não residentes vêm se tornando participativos nesse mercado, contribuindo para sua liquidez e diversificação da base de investidores.

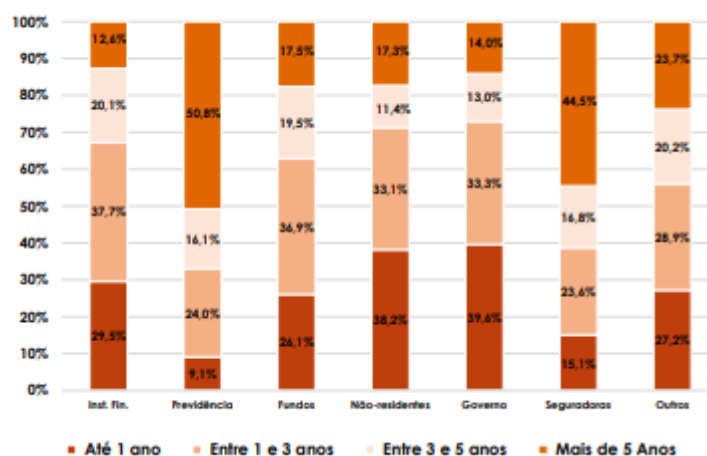
**Prefixados (NTN-F e LTN)** – Investidores em títulos prefixados buscam acompanhar a conjuntura econômica mais atentamente, dado a maior sensibilidade de preços a variações nas taxas de juros. Quanto mais longos os títulos (LTN mais longas e NTN-F), maior essa sensibilidade. **Os títulos mais longos costumam ser demandados, principalmente, para compor carteiras próprias de instituições financeiras e por investidores não residentes.** Pessoas físicas também alocam parcela considerável de seus investimentos em títulos públicos nesses títulos (via Tesouro Direto). As LTNs mais curtas recebem maior demanda em momentos de aumento nas taxas de juros, e, **dados seu curto prazo e baixo risco, também são utilizadas para gestão de liquidez de instituições financeiras.** (Dívida pública: a experiência brasileira / Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otavio Ladeira de Medeiros (organizadores), Editora Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional, 2009, p. 367)

138. Uma vez demonstrados os potenciais demandantes para cada tipo de título público, cabe trazer os seguintes gráficos abaixo, para constatar que as características apontadas no parágrafo anterior ocorrem na prática.

**Gráfico 2.2**  
Composição da carteira de títulos públicos por indexador—DPMFI Fevereiro/2022



**Gráfico 2.3**  
Distribuição por prazo de vencimento, por detentor—DPMFI Fevereiro/2022



Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida de fevereiro de 2022

139. Dessarte, cabe analisar a situação do setor previdenciário, que é o terceiro maior comprador de títulos públicos federais (com 22% dos títulos emitidos pelo Tesouro em sua carteira), ficando atrás apenas das instituições financeiras (29%) e dos fundos de investimento (24%), conforme tabela acima do Tesouro Nacional. O mercado de previdência, pelas características dos produtos ofertados, tem compromissos de longo prazo com seus segurados, participantes e assistidos. Logo, são naturalmente investidores focados no longo prazo. Desse modo, por possuírem objetivos institucionais que vão além da necessidade de liquidez diária, procuram casar seus passivos com seus objetivos de alocação de recursos. Assim, têm o perfil de investirem em títulos de longa duração, normalmente. Nesse sentido, ao analisar o gráfico 2.2 acima, observa-se que 60,5% da carteira de previdência está alocada em títulos relacionados a índices de preços, ou seja, em NTN-B, que pagam juros prefixados mais IPCA. Além disso, como o mercado previdenciário tem um objetivo institucional focado no longo prazo, apenas 9,1% dos títulos de sua carteira estão alocados em ativos com prazo de vencimento em até um ano. Aliás, comparativamente com os outros tipos de compradores, o setor de previdência, percentualmente, é o segmento que menos aloca recursos em títulos que vencem em até um ano. Além disso mais de 50% da sua carteira tem títulos que vencem em mais de cinco anos (maior percentual dentre os outros tipos de investidores).

140. Desse modo, dado o objetivo institucional do mercado previdenciário focado em investimentos de longo prazo, não se espera que esse tipo de investidor institucional, sendo o terceiro maior comprador de títulos públicos emitidos pelo Tesouro, atue de forma pesada no mercado monetário, via operações compromissadas, que são operações de curtíssimo prazo.

141. Ademais, cabe analisar a situação dos fundos de investimento que são os segundo maiores

compradores de títulos públicos. Quanto a esse tipo de investidor institucional, há uma ampla heterogeneidade, pois podem ser classificados em renda fixa, ações, cambial e multimercado (art. 108 da Instrução CVM 555). Além disso, dentro dessa classificação geral, há diversas subclassificações.

142. Porém, para o presente trabalho, será focado o segmento de renda fixa. Consoante os arts. 109 e 110 da Instrução CVM 555, os fundos classificados como renda fixa devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos, e devem possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

143. Cabe citar os fundos de renda fixa referenciados, que buscam acompanhar a variação de determinado indicador de referência (*benchmark*) definido em seu objetivo. Esse indicador pode ser um índice de mercado ou uma taxa de juros. Para isso, devem manter no mínimo 95% de seu patrimônio líquido investido em ativos que acompanhem o indicador e ter no mínimo 80% do patrimônio representado por títulos públicos federais, ativos de renda fixa considerados de baixo risco de crédito ou cotas de fundos de índice que invistam em ativos com essas características ([https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/fundos\\_investimentos/rendafixa.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/rendafixa.html)).

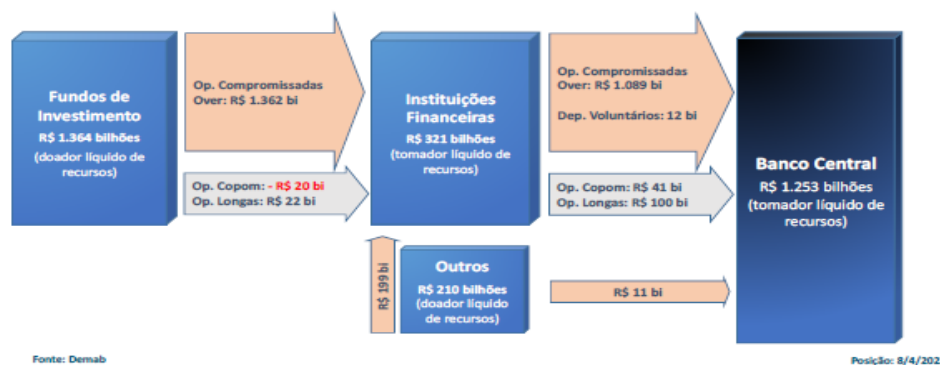
Dentro desse universo, há os fundos de duração longa, que, sob esse ponto de vista regulatório, são obrigados a alocar 95% do seu patrimônio em títulos públicos com prazo de média ou longa maturação. Assim, esse tipo de investidor qualificado, em tese, somente poderia alocar no máximo 5% do seu patrimônio em operações compromissadas, que são transações de curtíssimo prazo.

144. Por outro lado, há o fundo de renda fixa de curto prazo, que precisam respeitar o prazo máximo a decorrer de 375 dias, e prazo médio da carteira inferior a 60 dias. Logo, esse tipo de fundo investe essencialmente em operações de curto e curtíssimo prazo, e, assim, certamente alocam uma parcela razoável do seu patrimônio em operações compromissadas, no *overnight*.

145. Portanto, essa breve pincelada sobre alguns dos grandes compradores de títulos públicos serve para corroborar o entendimento que, de fato, não há concorrência entre as operações compromissadas e as emissões primárias de títulos públicos, pois tais investidores alocam seus patrimônios em diversos tipos de ativos, ora focado em títulos com prazo maior, ora em ativos de curtíssimo prazo, seja em razão de seus objetivos institucionais ou por questões regulatórias, além dos fatores já citados anteriormente, como a expectativa de obter ganhos superiores à taxa Selic em títulos de longo prazo, ou a preferência por liquidez das operações compromissadas.

146. Apenas a título ilustrativo, cabe demonstrar a importância dos fundos de investimento (não necessariamente apenas os de curto prazo), que é o tipo de investidor que mais demanda operações compromissadas, conforme se verifica no infográfico abaixo:

**Saldo líquido de operações compromissadas e depósitos voluntários**  
Distribuição e fluxo de liquidez no sistema



Fonte: Banco Central (peça 21, p. 9)

147. Para entender a dinâmica do infográfico, cabe trazer a resposta do BCB aos seguintes questionamentos da equipe de fiscalização: ‘Operacionalmente, como os fundos de investimento acessam as operações compromissadas realizadas pelo BCB, por meio de leilão, considerando que

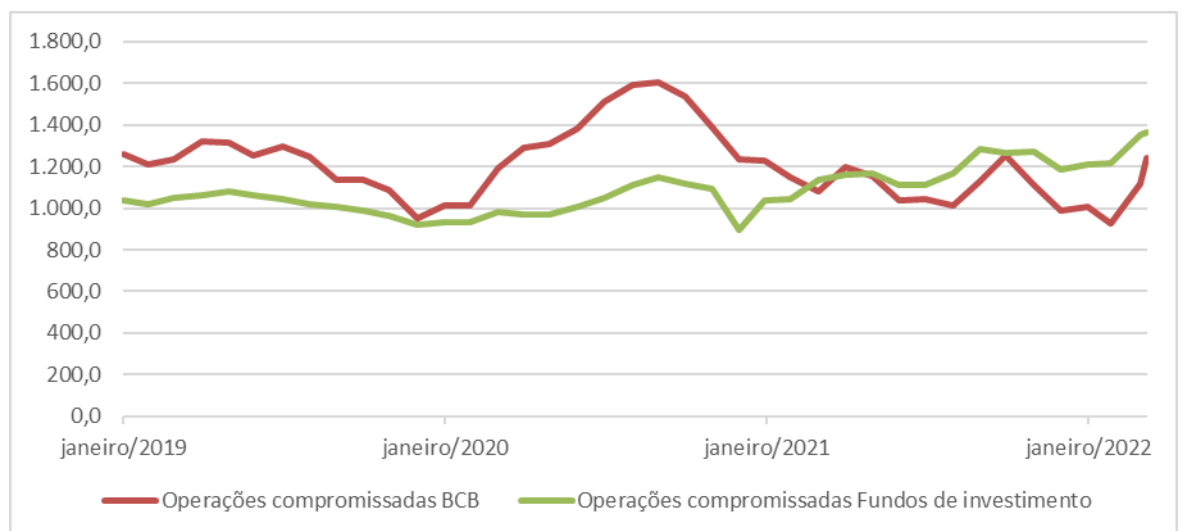
a Autarquia só pode transacionar com instituições financeiras, via reservas bancárias? Quais os tipos de transações financeiras são realizadas entre os fundos e os bancos para possibilitar tal acesso, por parte dos fundos de investimento?’.

148. Em resposta, o BCB (peça 21, p. 9) afirma que os fundos de investimento, por não serem instituições financeiras, não têm acesso direto aos leilões de operações compromissadas realizados pelo BCB. Assevera que, conforme indicado no esquema gráfico acima, os fundos de investimento realizam operações compromissadas com as instituições financeiras que, por sua vez, efetuam operações compromissadas com os demais participantes do mercado e com o BCB. Informa ainda que o BCB absorve os recursos disponíveis nas reservas bancárias excedentes das instituições financeiras por meio da venda de títulos de sua carteira com compromisso de recomprá-los em data futura. As instituições financeiras, por sua vez, podem realizar operações similares com os fundos de investimento, com a venda de títulos com o compromisso de recompra futura, podendo fazer uso, nesta negociação, do lastro em títulos públicos disponibilizado nas operações compromissadas realizadas com o BCB. Por fim, alega que, considerando o volume financeiro total das operações compromissadas transacionados em mercado, os fundos de investimento se apresentam como doadores líquidos de elevada soma de recursos nesse tipo de operação.

149. Desse modo, voltando ao infográfico acima, como se refere a uma ‘fotografia’ do que ocorreu no dia 8/4/2022, nesse dia, os fundos de investimento foram doadores líquidos em R\$1,364 trilhão às instituições financeiras, via operações compromissadas. Os bancos, por sua vez, captaram mais R\$ 199 bilhões de outros agentes econômicos, além dos R\$ 1,364 trilhão de recursos oriundos dos fundos. Assim, nesse dia, os bancos captaram o total de R\$ 1,563 trilhão. Porém, desse total, as instituições financeiras, somente absorveram R\$ 321 bilhões, parte dos recursos captados no mercado. Já o excedente R\$1,253 foi enxugado pelo BCB, na ponta tomadora de recursos, por meio de operações compromissadas, no âmbito da execução da política monetária, para que a taxa Selic efetiva não se distanciasse da Selic meta.

150. Por conseguinte, é possível afirmar que os fundos de investimento são os agentes econômicos que mais demandam operações compromissadas, porquanto são doadores líquidos de elevada quantia de recursos financeiros aos bancos. Assim, indiretamente, o BCB atende boa parte da demanda dos fundos de investimento por operações compromissadas, uma vez que, no âmbito da política monetária, pelo arranjo institucional vigente, é obrigado a enxugar todo o excedente de moeda das reservas bancárias das instituições financeiras, onde são depositados os recursos dos fundos. No gráfico abaixo, é possível ver a magnitude dessa situação ao longo dos últimos dois anos.

**Gráfico 10 – Participação do BCB e dos fundos de investimento nas operações compromissadas – saldo mensal corrigido**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

151. No Gráfico 10, primeiramente cabe destacar que as operações do Banco Central (linha laranja) foram sempre na ponta tomadora de recursos, enquanto as dos fundos de investimento (linha cinza) foram sempre na ponta doadora de recursos, ao depositar tais quantias nas instituições financeiras, no período desse gráfico. Ao observar o gráfico acima, constata-se que os fundos, na qualidade de doadores líquidos de recursos, têm uma participação muito relevante no mercado, transacionando normalmente acima de R\$ 1 trilhão em operações compromissadas. Ademais, observa-se que, a partir de meados do ano de 2021, com a linha cinza cruzando a linha laranja, as operações compromissadas dos fundos de investimento superaram o volume das compromissadas realizadas pelo BCB. Isso significa que as instituições financeiras passaram a serem tomadoras líquidas de um volume maior de recursos financeiros doados pelos fundos de investimento. Consequentemente, diminuiu o volume de liquidez a ser enxugado pelo BCB.

152. Voltando à comparação de títulos públicos com as operações compromissadas, observa-se que são operações com prazos distintos. As compromissadas, em sua grande maioria, são no *overnight*, com duração de um dia útil, enquanto os títulos são de médio e longo prazo, a partir de seis meses. Assim, conforme já evidenciado, em tese, nas operações mais longas, em face do risco envolvido, é comum o mercado exigir um prêmio de risco na aquisição de títulos públicos, que, normalmente, tende a ser maior que a taxa Selic efetiva, negociada nas compromissadas. Dessa forma, esse é o primeiro aspecto que o investidor pode considerar na hora da tomada de decisão.

153. Dessarte, cabe reiterar que a decisão final na hora de investir em uma operação compromissada ou em títulos públicos recai nos critérios preestabelecidos de cada investidor. Se um determinado agente econômico busca um ativo em que há ampla liquidez, com a rentabilidade da taxa Selic e com o horizonte de curtíssimo prazo, nessa situação haverá uma preferência para a aplicação em operações compromissadas. Todavia, se um determinado investidor tiver um horizonte de investimento de médio e longo prazo, visando obter rendimentos superiores à taxa Selic num prazo maior, ou querendo se proteger da inflação no longo prazo, por exemplo, então buscará investir em títulos públicos. Em outras palavras, como bem pontuou o BCB, ‘os agentes ou investidores buscam melhores alternativas de alocação de portfólio que otimizem, ao mesmo tempo, rentabilidade, liquidez e risco de suas posições, como é o caso das escolhas entre a alocação de recursos em títulos públicos ou em operações compromissadas’.

154. Um outro aspecto a ser considerado, já demonstrado, são os objetivos institucionais e os aspectos regulatórios dos grandes investidores institucionais, que são, em grande parte, os principais investidores em títulos públicos e operações compromissadas. Por exemplo, o setor de previdência, por ter obrigações de longo prazo, tem uma vocação institucional para investimentos focados no longo prazo. Logo, não se espera que tal setor opte por investir maciçamente em operações compromissadas, de curtíssimo prazo, em detrimento dos títulos públicos, de médio e longo prazos. Quanto ao aspecto regulatório, há os fundos de investimento de renda que são focados no longo prazo e, assim, são proibidos de alocarem parcela significativa do seu patrimônio em operações compromissadas, de curtíssimo prazo. Por outro lado, existem os fundos de curto prazo, em que, também por questões regulatórias, são obrigados a alocar parcela relevante do seu patrimônio no curto prazo, sendo assim, grandes demandantes de operações compromissadas.

155. Por conseguinte, todos esses aspectos corroboram a tese de que as operações compromissadas não concorrem com as emissões primárias de títulos públicos feitas pelo Tesouro Nacional.

156. Ainda respondendo à indagação feita pela CFT acerca da concorrência das compromissadas com a emissão de títulos públicos, já foi demonstrado que, em períodos de normalidade, que é a regra, não há que se falar de competição entre tais ativos financeiros. Todavia, há de se destacar que, em períodos de estresse econômico-financeiro ou de incertezas excepcionais, há sim uma demanda bem ampliada por operações compromissadas, por busca de liquidez e segurança, concernente aos ativos transacionados pelo Banco Central (operações compromissadas). Desse modo, somente excepcionalmente nesses momentos, há uma preferência do mercado para direcionar seus recursos para tais operações, em detrimento de qualquer outro ativo financeiro. Nesse sentido, o Tesouro Nacional (peça 19, p. 2) afirmou que:



‘(...) diante de uma grande preferência dos investidores por liquidez em momentos de incerteza, como no início da pandemia em 2020, pode haver uma competição das compromissadas com outros ativos da economia, dada a característica de maior liquidez dessa opção de investimento quando comparada com outras opções do mercado, como os títulos públicos.’

157. Em complemento, o Tesouro Nacional no Relatório Anual da Dívida Pública Federal de 2020, p. 20, asseverou que:

‘A necessidade de financiamento do Governo Federal  **aumentou em um momento de grande incerteza e aversão ao risco por parte dos investidores, que elevaram a demanda precaucional por liquidez. Como consequência, houve migração de recursos dos títulos públicos para as operações compromissadas, que têm prazos mais curtos e menor volatilidade nos preços. (...).** Claramente o aumento do déficit fiscal, por si só, já contribui para aumentar a liquidez do sistema e, conseqüentemente, o volume de operações compromissadas.’

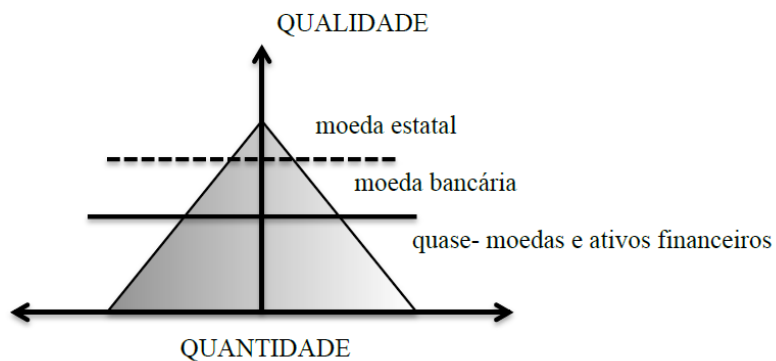
158. Com entendimento análogo, Norberto Montani Martins, Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba (Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana, Texto para Discussão 013 | 2020) preceituam que:

‘O choque financeiro causado pela pandemia da Covid-19 no Brasil pode ser sintetizado em dois movimentos principais, um externo e outro interno. Na frente externa, houve uma forte saída de capitais, acompanhada de grande desvalorização da moeda brasileira. No âmbito interno, **houve uma realocação dos portfólios na direção de ativos financeiros com maior liquidez, especialmente nos mercados de renda fixa: a riqueza saiu de ativos de crédito privado e da parte longa da dívida pública para títulos públicos com vencimentos mais curtos ou operações compromissadas.**

O resultado de ambos os movimentos foi uma grande depreciação dos ativos financeiros e a diminuição pronunciada da liquidez de mercado, o que ocorreu majoritariamente nos meses de março e abril.’

159. Há uma explicação acadêmica para tal fenômeno pela busca de liquidez nas operações compromissadas em momentos de estresse. Inicialmente cabe trazer a hierarquia dos instrumentos financeiros:

**Figura 1.2**  
**A hierarquia de instrumentos financeiros**



Fonte: MATTOS, Olívia Maria Bullio. ‘Bancos, ‘shadow banks’ e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI’, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp)

160. Ao explicar tal hierarquia:

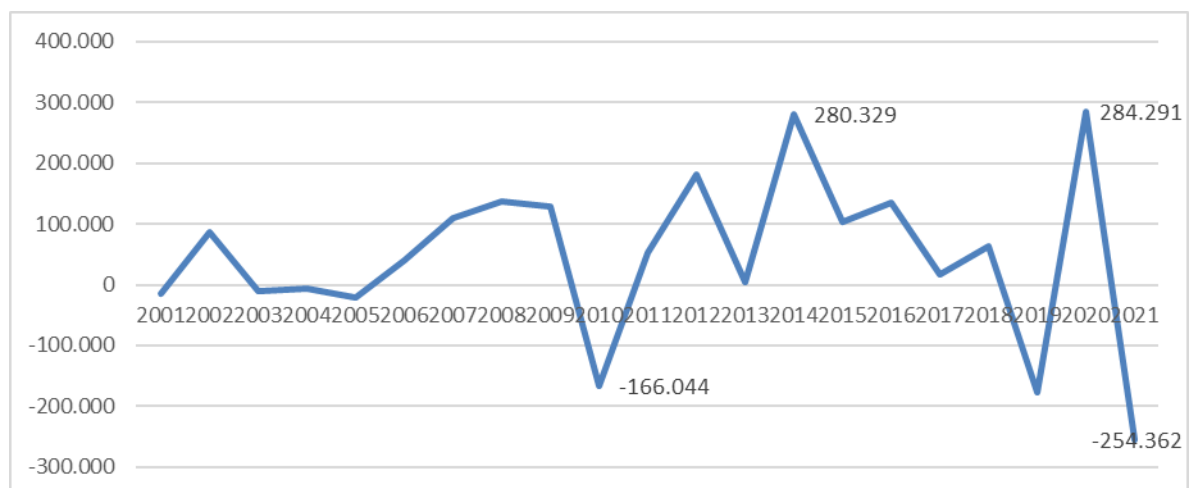
‘Wray e Papadimitriou (2010) colocam que a moeda é um ‘IOU’ – I Owe You –, um reconhecimento de dívida. **A moeda estatal hoje, moeda fiduciária, é uma dívida do BC, e não há nenhuma conversibilidade prometida em outro ativo. Esta, juntamente com outros instrumentos financeiros emitidos, que são dívidas privadas, formam uma hierarquia (figura 1.2), que não é estática. O IOU emitido pelo Estado sempre está no topo, pois é considerado o meio de pagamento último e mais líquido,** e os que estão abaixo dele são ordenados conforme sua conversibilidade na moeda estatal. **Os diversos ativos financeiros emitidos se diferenciam, assim, pelo seu grau de liquidez – a possibilidade de conversão à moeda estatal rapidamente e sem perda de valor (...). Assim, a liquidez de um ativo é determinada, no fundo, pela sua capacidade de ser transacionado em mercados.**

(...)

**Em momentos de *distress*, é mais difícil levantar recursos em mercados, que se tornam menos líquidos. Caso naquele momento a instituição tenha compromissos a saldar, terá que declarar *default* [inadimplência], o que pode provocar uma sequência de outros *defaults*. E, então, a liquidez desaparece.** Nestes momentos, a hierarquia dos instrumentos financeiros da figura 1.2 fica mais evidente. No boom, a base da pirâmide é mais larga, pois a emissão de ativos financeiros para financiar o crescimento do crédito e da alavancagem é maior. **No entanto, o caráter hierarquicamente superior da moeda estatal manifesta-se em crises, quando os agentes buscam desalavancagem, livrando-se das quase moedas privadas e ‘correndo’ para os instrumentos emitidos pelo Banco Central.** A base da pirâmide tende, assim, a ficar mais estreita, com um grande aumento da demanda pela moeda estatal e títulos emitidos pelo Estado. **A autoridade monetária precisa agir, nestes momentos, como um ‘emprestador e comprador de última instância’, emitindo moeda e também sendo o *market maker* e, de certa forma, chancelando o comportamento bancário do período anterior. O BC, assim, ‘irriga’ a pirâmide para que o preço de conversibilidade não suba (ou seja, para evitar uma deflação generalizada de ativos) e as moedas privadas continuem sendo aceitas. (...) O governo também age como o ‘emissor de última instância’ de ativos seguros.’** (MATTOS, Olívia Maria Bullio. ‘Bancos, ‘*shadow banks*’ e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI’, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas - Unicamp)

161. Dessa forma, em momentos de grande incerteza, é comum haver um deslocamento de portfólio dos agentes econômicos com forte migração para as operações compromissadas que, em função da atuação do BCB, detêm amplíssima liquidez diária e praticamente nenhuma volatilidade da taxa de juros, diferentemente do que ocorre no mercado secundário de dívida pública, em que a liquidez (volume de negociação) pode diminuir severamente e as taxas praticadas ficarem extremamente voláteis, notadamente as dos títulos mais longos, podendo acarretar perdas aos investidores. Tal fenômeno de migração para as compromissadas, em momentos de eleva incerteza, pode ser observado no seguinte gráfico:

**Gráfico – Variação nominal anual das operações compromissadas (2000 – 2021): R\$ Milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

162. Do gráfico acima, observa-se que os picos (variações excessivas no volume de operações compromissadas de um ano para o outro) estão, normalmente, associados a momentos de grande incerteza, a saber:

- 2007 a 2008: refere-se à crise do *subprime*, que se originou nos Estados Unidos;
- 2012: A crise da dívida pública europeia. Para alguns países da Zona do Euro tornou-se difícil pagar ou o refinanciar a sua dívida pública sem a ajuda de terceiros;
- 2014: A economia brasileira entrou formalmente em recessão a partir do segundo trimestre de 2014, segundo o Comitê de Datação do Ciclo Econômico (Codace) da Fundação Getúlio Vargas (A crise econômica de 2014/2017, Fernando de Holanda Barbosa Filho);
- 2020: pandemia da Covid-19.

163. Logo, quando ocorre uma ampla incerteza econômica, conseqüentemente, há um aumento na demanda por operações compromissadas. Assim, especificamente nesses momentos, em razão da atuação do BCB, na condução da política monetária, em enxugar todo o excesso de liquidez do sistema, via compromissadas, com tal atuação o BCB garante uma amplíssima liquidez diária para esse instrumento e também consegue manter a estabilidade da taxa Selic efetiva, fazendo que o investidor prefira alocar seus recursos nesse tipo de operação, em detrimento dos títulos públicos, que, nesses momentos, têm um volume de negociação reduzido, com um mercado secundário disfuncional, e alta volatilidade nas taxa de juros praticadas, resultado em perdas para os agentes econômicos. Destarte, nessas condições, as compromissadas, de fato, concorrerem com as emissões primárias de títulos públicos.

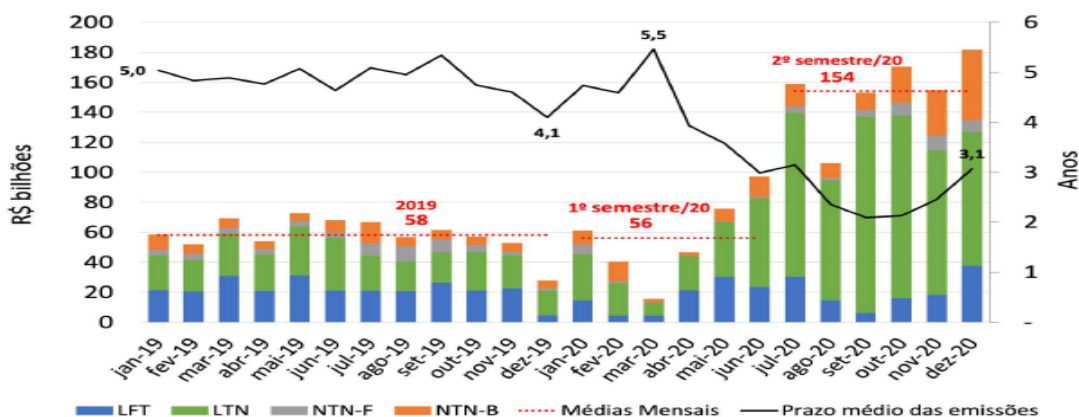
164. Aliás, cabe destacar que o Tesouro Nacional, nesses períodos de estresse, normalmente, suspende (ou diminuiu) emissão de títulos públicos, pois os investidores, em face do aumento da percepção de risco pelo mercado, exigem prêmios de risco maiores e títulos mais curtos para participarem das emissões primárias. E isso é justamente o que o Tesouro não deseja, vez que pioraria o perfil da dívida pública, por tornar o seu custo mais elevado e por diminuir o seu prazo médio de pagamento. É claro que essa sistemática adotada pelo Tesouro Nacional, em última instância, reforça a intenção já predisposta dos investidores de alocarem seus recursos nas compromissadas. Nessas situações, a STN, para suprir as necessidades de caixa da União, já prevista anteriormente, utiliza os recursos do colchão de liquidez (Conta Única mantida no BCB) até que a situação mercadológica volte a melhorar e seja possível emitir títulos em condições mais favoráveis.

165. Entretanto, cabe ressaltar que, em determinadas situações, o Tesouro pode ser obrigado a emitir uma grande quantidade de títulos, mesmo em uma situação adversa. Nesse sentido, extrai-se o seguinte excerto do Relatório Anual da Dívida Pública Federal – RAD do exercício de 2020:

‘A caracterização da severidade envolve a presença de elementos típicos de uma situação de estresse econômico e financeiro, como descrito na Seção 1.2 sobretudo para os meses iniciais da pandemia de COVID-19, **com a rara combinação de eventos como a queda acentuada da atividade econômica e aumento extraordinário da necessidade de financiamento da União.**’

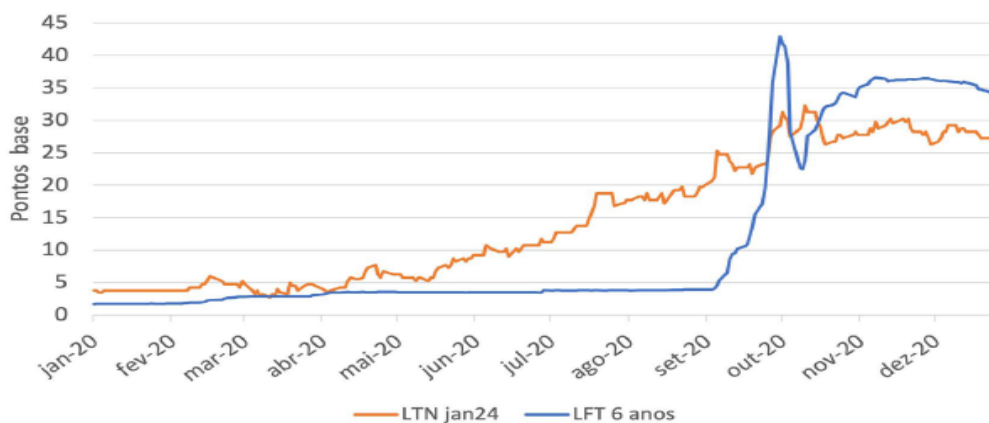
166. Assim sendo, durante a pandemia, o Congresso Nacional autorizou a realização de gastos extraordinários e em grande escala, como parte de um pacote de medidas adotadas para enfrentamento da crise. Dessa forma, o Tesouro foi obrigado a fazer emissões primárias mesmo nesse ambiente negocial conturbado. Conseqüentemente, teve que pagar elevados prêmios de risco e emitir títulos de curto prazo, de seis meses, que eram as condições então impostas pelo mercado para participar dos leilões da STN. Esses impactos no prazo e no prêmio de risco podem ser visualizados nos seguintes gráficos, extraídos do Relatório Anual da Dívida Pública Federal – RAD do exercício de 2020, em que se observa que o prazo médio das emissões caiu de 5,5 anos para 3,1 anos, no exercício de 2020 e que, nesse mesmo ano, o prêmio exigido de uma LFT longa, de seis anos, atingiu um pico de mais de 40 pontos-base:

Figura 8 – Emissões de títulos\* e prazo médio das emissões da DPMFi\*\*



\*As emissões consideram apenas os leilões tradicionais de venda  
 \*\*Prazo médio de emissão das ofertas públicas  
 Fonte: BCB

Figura 9 – Prêmio de risco dos títulos públicos



Fonte: Tesouro Nacional

167. Nesse cenário, é interessante trazer a análise do Tesouro acerca dos efeitos da crise nas emissões primárias, constante no RAD de 2020 (p. 11 e 12):

‘A necessidade de financiamento do Governo Federal aumentou em um momento de grande incerteza e aversão ao risco por parte dos investidores, que elevaram a demanda precaucional por liquidez. Como consequência, houve migração de recursos dos títulos públicos para as operações compromissadas, que têm prazos mais curtos e menor volatilidade nos preços. (...) Após o momento de maior volatilidade ocorrido em março e abril, em um contexto de incerteza e aumento contínuo da expectativa de déficit fiscal, os volumes financeiros captados se elevaram gradualmente, como se observa na Figura 8. Um elemento importante que permitiu ao Tesouro Nacional passar por esse período de transição foi a reserva de liquidez, que cumpriu a sua função como instrumento de proteção, garantindo ao emissor de dívida a flexibilidade necessária para ajustar a sua atuação às condições de mercado e aumentar as captações no momento apropriado.

Com o aumento na necessidade de financiamento, os volumes financeiros captados por meio de leilões de títulos públicos atingiram máximas históricas. Enquanto a média mensal de captações em 2019 foi de R\$ 58 bilhões, o mesmo indicador atingiu R\$ 126,7 bilhões no segundo semestre de 2020. Considerando o contexto de incertezas, aversão ao risco e elevada inclinação da curva de juros (...), o prazo médio de emissão se reduziu, como apresentado na Figura 8, implicando em encurtamento da dívida pública. Enquanto o prazo médio de emissão em 2019 foi de 5 anos, o indicador atingiu cerca de 2 anos em setembro e outubro, recuperando-se em seguida.

**Em um contexto de forte preferência dos agentes por liquidez e migração de recursos para as operações compromissadas, foi necessário promover ajuste via preços relativos, por meio da elevação dos prêmios oferecidos pelos títulos públicos.** Conforme se observa na Figura 9, o prêmio da LTN reagiu imediatamente ao choque de oferta, abrindo gradualmente a partir de maio10. No caso da LFT, por apresentar um mercado secundário com liquidez reduzida, o ajuste ocorreu apenas em setembro, de maneira abrupta. **O ajuste de preços relativos foi parte da estratégia do Tesouro Nacional para aumentar a atratividade dos títulos públicos em relação às operações compromissadas.** Apesar das perdas provocadas aos seus detentores e dos impactos negativos sobre as cotas de alguns fundos de investimentos, o ajuste de preços ocorreu de forma relativamente organizada. **A estabilização dos prêmios em patamares mais competitivos, ocorrida a partir de novembro, permitiu aumento das emissões de LFT, como se observa na Figura 8.**

Em 2020 o Tesouro Nacional realizou adaptações em seu plano de financiamento ao longo do ano para adequar o perfil das emissões ao abrupto aumento da necessidade de financiamento, sujeito às condições vigentes no mercado em cada momento. As alterações promoveram maior flexibilidade para a gestão da dívida e foram fundamentais para o sucesso da estratégia de financiamento.<sup>7</sup>

168. Tão logo as condições de mercado começaram a melhorar, o Tesouro iniciou um processo de melhora do perfil da dívida e voltou a emitir títulos em condições próximas ao do período pré-pandemia. Nesse sentido, cabe trazer as informações do RAD de 2021 (p. 10 e 11):

**‘No geral, o primeiro semestre de 2021 foi marcado por condições de mercado mais favoráveis às emissões do que o estimado ao fim de 2020, com boa demanda por NTN-B e prefixados mais longos. Assim, o Tesouro Nacional pôde privilegiar a maior emissão de títulos mais longos em detrimento das LTN com vencimentos em até 12 meses, mantendo os níveis adequados da reserva de liquidez. Isso permitiu a manutenção dos patamares elevados de emissões praticados na segunda metade de 2020, mas com melhora de alguns indicadores em direção a valores próximos aos observados anteriormente ao início da pandemia, como o prazo médio de emissões.**

(...)

**Nos meses de fevereiro e março, o Tesouro Nacional realizou leilões de rolagem antecipada, que consistiram na troca de títulos que venciam logo a seguir por outros mais longos.** Em fevereiro de 2021, foi realizada a rolagem da LFT 1/3/2021 (com colocação das LFT com vencimentos em 1/3/2022, 1/9/2023 e 1/9/2027). Em março de 2021, foi realizada a rolagem da LTN 1/4/2021 (com colocação das LTN 1/4/2022, 1/1/2023 e 1/7/2024, e NTN-F 1/1/2025). O Tesouro já havia realizado este tipo de leilão anteriormente. De 2011 a 2015, foram realizados diversos leilões de rolagem antecipada de prefixados e de LFT, com características semelhantes aos leilões realizados em 2021.

**As rolagens antecipadas em 2021 atingiram grande volume financeiro, com destaque para os leilões de rolagem da LFT 1/3/2021, que movimentaram um total de R\$ 46,4 bilhões, ou aproximadamente 25% do estoque do título.** Os leilões de rolagem antecipada da LTN 1/4/2021, por sua vez, movimentaram R\$ 21,9 bilhões, ou aproximadamente 7% do estoque do título.

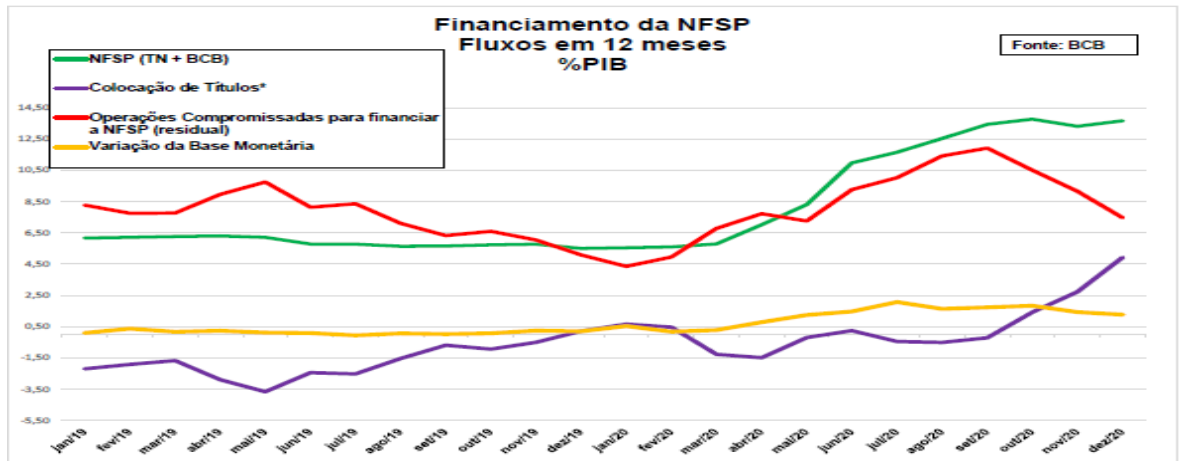
O ano se encerrou com captação total de R\$ 1,63 trilhão, maior volume da série histórica. A média mensal das emissões chegou a R\$ 135,7 bilhões. Para comparação, a média mensal em 2020 foi de R\$ 108,0 bilhões e R\$ 61,5 bilhões em 2019.

**Diferentemente de 2020, quando o aumento do volume mensal de emissões foi resultado da maior colocação de títulos prefixados de curto prazo, em 2021 a manutenção dos níveis mensais de emissão foi corroborada por um perfil melhor dos títulos emitidos. O Tesouro reduziu a emissão de títulos prefixados curtos (LTN de 6 e 12 meses), aumentando a colocação de títulos com prazos mais longos, como índice de preços (NTN-B), flutuantes (LFT) e prefixados (LTN com 24 e 48 meses), influenciado principalmente pela melhora do cenário macroeconômico no primeiro semestre do ano.** No quadro 1 ao lado, podemos observar a melhora no perfil de emissões ao longo do exercício, com destaque para a redução de títulos



prefixados curtos, LTN de 6 e 12 meses, que reduziram a sua participação no total emitido de 34% em 2020 para 9% em 2021. Como veremos nas próximas seções, este cenário motivou a revisão dos limites de referência para composição e estrutura de vencimentos da DPF definidos no PAF 2021 e aumentou o prazo médio das emissões. (...)

169. Portanto, o que ocorreu em 2021 é mais um fato que corrobora o entendimento de que as operações compromissadas não concorrem com as emissões de títulos públicos, salvo em momentos de estresse, na medida em que, assim que as condições de mercado melhoraram, o Tesouro passou a emitir títulos em condições próximas ao do período pré-pandêmico. Para ilustrar melhor tal situação, cabe trazer o gráfico abaixo:

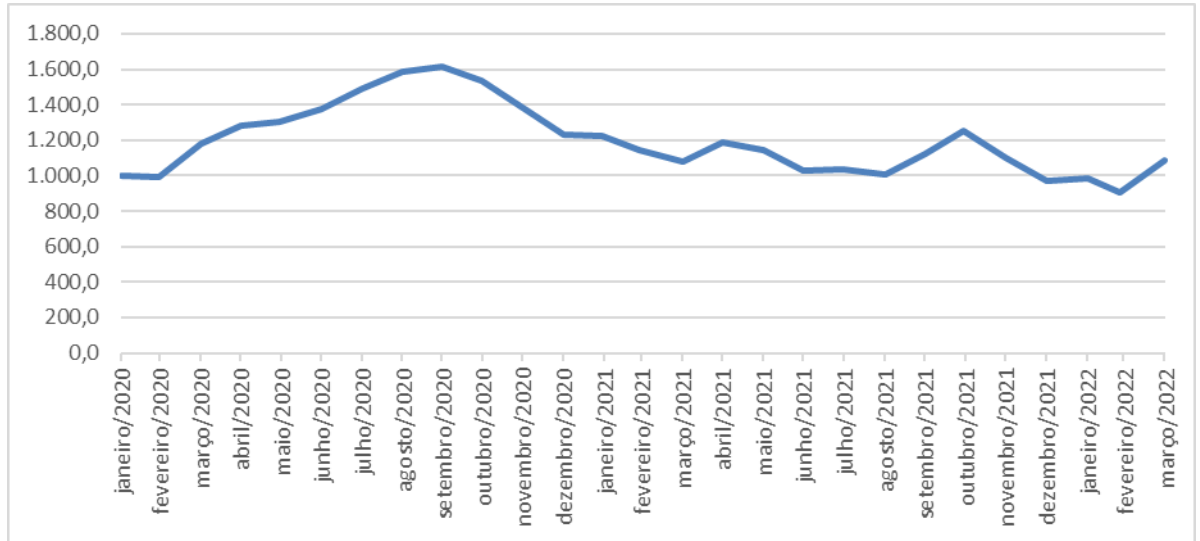


Fonte: ‘O financiamento do déficit fiscal brasileiro na pandemia do Covid-19’ (p. 10), de autoria de Margarida Gutierrez e Antonio Licha

170. No gráfico acima, a linha verde representa a necessidade de financiamento do setor público, que estava relativamente estável até meados de 2020. Porém, a partir do agravamento da pandemia, em razão das despesas extraordinárias voltadas para o enfrentamento da crise, tal necessidade elevou-se acentuadamente. Além disso, é possível observar que há praticamente uma correlação negativa (invertida) entre o volume negociado de operações compromissadas e o volume de emissão de títulos públicos, respectivamente, a linha vermelha e a roxa do gráfico acima. Assim, é possível, graficamente, visualizar a realocação do portfólio de investimento dos agentes econômicos. Por exemplo, a partir de fevereiro de 2020, observa-se que, ao passo em que as operações compromissadas (linha vermelha) aumentaram de volume, o volume das emissões primárias (linha roxa) entrou em uma curva descendente. Posteriormente, entre abril e maio, em razão dos gastos da pandemia, o Tesouro foi obrigado a emitir títulos, pagando elevado prêmio de risco e encurtando o prazo, para conseguir captar recursos. Simultaneamente, houve uma ligeira queda no volume das compromissadas, nesse mesmo período.

171. Já a partir de outubro de 2020, constata-se uma outra realocação da carteira dos investidores, vez que, claramente, o volume das compromissadas despencou, enquanto o das emissões do Tesouro aumentou significativamente, considerando a melhora da percepção de risco por parte dos agentes de mercado, que se sentiram seguros para realocarem seus recursos das operações compromissadas para os títulos públicos mais longos.

**Evolução histórica do saldo mensal atualizado das operações compromissadas (em R\$ bilhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

172. Cabe agora fazer uma análise, focando apenas as operações compromissadas. Ao examinar o gráfico ‘Evolução histórica do saldo mensal atualizado das operações compromissadas’, observa-se que, depois do pico do volume de compromissada em 2020, com a melhora do cenário em 2021, o volume de operações compromissadas negociadas pelo BCB, gradualmente, voltou ao mesmo patamar do começo de 2020, antes do início da pandemia. Ademais, no ano de 2020, foi atingido um pico de volume mensal de compromissadas na ordem de R\$ 1,6 trilhão, ao passo que, em 2021, o volume de compromissadas chegou a atingir cerca de R\$ 1,0 trilhão. Em outras palavras, nas extremidades, o BCB chegou a negociar um volume de operações compromissadas cerca R\$ 600 bilhões menor que o pico do ano anterior, refletindo as melhores condições de mercado, que demandava menos das operações compromissadas, dada a melhora da percepção dos riscos pelo mercado.

173. Assim, a melhora do cenário culminou no retorno gradual da demanda natural por títulos mais longos emitidos pelo Tesouro. Ademais, esse novo quadro também permitiu que o Tesouro alongasse, por meio de leilão de rolagem antecipada, aqueles títulos de curto prazo emitidos no auge da pandemia, possibilitando melhorar o perfil da dívida brasileira, conforme relatado nos relatórios emitidos pelo Tesouro acima destacados.

**3) Qual o montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária?**

174. A CFT da Câmara dos Deputados, ao fazer tal questionamento, acrescentou o seguinte (peça 3 do TC 013.448/2021-8):

‘Embora o BCB tenha a prerrogativa de realizar operações compromissadas com a finalidade de política monetária, não compete àquela instituição atuar na gestão da dívida pública. Até que medida o BCB estaria facilitando a administração do caixa das instituições financeiras com a permissão de acesso irrestrito por essas instituições ao instrumento? É possível que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de recebimentos e de pagamentos com a disponibilidade irrestrita do instrumento? Assim, torna-se necessário saber qual o montante das operações compromissadas que realmente caracterizaria volumes de curto prazo disponíveis nas instituições financeiras e quais estariam sendo utilizados de forma inadequada, caracterizando uma expansão ou até mesmo desvio das competências legalmente atribuídas ao BCB’

175. Dessa forma, ao tratar do primeiro aspecto da questão 3 da CFT, foi indagado ao Tesouro Nacional se o BCB, ao realizar operações compromissadas, com a finalidade de política monetária, intervém de forma direta ou indireta na gestão da dívida pública. A STN (peça 19, p. 1) afirmou que o arranjo institucional que define o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central é aderente a um conjunto de princípios registrados na literatura teórica, bem como às melhores práticas adotadas pelos países, para que não haja influência entre a política monetária e a política

fiscal, e conseqüentemente sobre a gestão da dívida pública federal.

176. Neste contexto, ainda asseverou que não há impacto das operações compromissadas sobre a gestão da dívida pública. Em geral, argumenta que as autoridades monetárias utilizam operações compromissadas, lastreadas em títulos públicos, para manejo da oferta e demanda de reservas bancárias.

177. Portanto, afirma que é natural que um banco central tenha uma carteira de títulos públicos no seu balanço e realize operações compromissadas para a manutenção da taxa básica de juros da economia (Taxa Selic) que é crucial para a condução da política monetária. **Neste arranjo, ainda de acordo com Tesouro, o volume de operações compromissadas reflete apenas o excesso de liquidez na economia que foi enxugado pelo BC com o objetivo de manter a Taxa Selic efetiva próxima da meta definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Por outro lado, arremata que as atuações do TN no mercado de títulos públicos são guiadas pela necessidade de financiamento do governo federal. Assim, conclui que os objetivos da política monetária e da política fiscal não são conflitantes na medida em que atuam com propósitos distintos.**

178. O Banco Central (peça 21, p. 4), ao responder o mesmo questionamento, afirmou que o uso de operações com títulos públicos federais por bancos centrais para fins de implementação da política monetária é fator estrutural que beneficia o desenvolvimento e o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos, o que favorece a gestão da dívida pública pelo governo.

179. Também assevera que a presença de um mercado de operações compromissadas com elevada liquidez e dinamismo, por exemplo, permite que o detentor de títulos públicos, de uma maneira geral, tenha acesso facilitado, e com baixo custo de transação, a operações de financiamento de suas posições (carteiras) no instrumento de dívida do governo. Ainda arremata que a facilidade do acesso a operações de financiamento com lastro em títulos públicos, dessa forma, atua em benefício da alocação de recursos no instrumento de dívida pública, favorecendo a gestão da dívida pública.

180. Por fim, o Banco Central ainda alega que a utilização de operações compromissadas pelo BCB, e o conseqüente aumento do número diário de operações no mercado de dívida pública, também favorece o desenvolvimento da infraestrutura própria de operações, com o desenvolvimento de sistemas eletrônicos sofisticados de liquidação e de custódia, e o emprego de títulos e procedimentos padronizados, que atuam em favor da formatação de um mercado bem estruturado de dívida, com baixo custo de transação, que acaba atraindo mais investidores interessados na alocação de recursos no instrumento de dívida, com redução potencial dos custos de emissão para o ente governamental.

181. Para melhor esclarecimento da matéria, cabe evidenciar a evolução histórica do relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, que corrobora tais alegações.

‘O Decreto-Lei 263, de 28 de fevereiro de 1967, transferiu da Caixa de Amortização (unidade pertencente à estrutura do Tesouro Nacional) para o Banco Central, a gestão da dívida pública interna. Adicionalmente, a Lei Complementar 12, de 8 de novembro de 1971, autorizou o Banco Central a emitir títulos para a execução da política monetária, observados limites estabelecido pelo CMN [Conselho Monetário Nacional]. Além disso, este instrumento legal ratificou a competência do Banco Central para administrar a dívida mobiliária interna da União e assegurar os pagamentos dos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional nos respectivos vencimentos.

O Banco Central foi, por muito tempo, portanto, responsável direto pela administração da dívida mobiliária interna do Governo Federal. Diante, disso, os agentes econômicos acostumaram-se a lidar com emissões primárias de títulos de responsabilidade direta tanto do Tesouro Nacional quanto do Banco Central, em ambos os casos, porém, cabendo ao último a execução das ofertas públicas. **Em função desse arranjo institucional pode-se concluir pela sobreposição de objetivos das políticas monetária e fiscal em duas situações particulares:**

**a) rolagem de dívida mobiliária vincenda;**

**b) financiamento de déficit público no período corrente.**

(...) em paralelo à criação da STN, registrou-se outro grande avanço institucional: a extinção da ‘Conta Movimento’. Até então, essa ‘Conta Movimento’ institucionalizava a existência de duas autoridades monetárias: o Banco Central e o Banco do Brasil. **Com isso, o desenho institucional**

era de tal forma confuso, que não se podia identificar com clareza as fronteiras entre as ações de política fiscal, de política monetária e de banco comercial.

(...)

Como corolário do esforço empreendido no sentido de organizar as contas do setor público brasileiro, em maio de 2000 foi promulgado a Lei Complementar 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), que, em seu artigo 34, impede o Banco Central de fazer emissão de dívida mobiliária a partir de 5 de maio de 2002. Dentro desse novo arranjo institucional, em breve estarão completamente segmentadas, sob os pontos de vista legal e administrativo, as operações e compra e venda de títulos públicos relacionados à condução das políticas monetária e cambial, das operações de compra e venda e títulos públicos vinculados ao controle da dívida mobiliária federal interna.’ (Mercados de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais, Carlos Hamilton Vasconcelos, Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, número 12, jan. 2002, p. 11-13)

182. Esse breve histórico das atribuições do Banco Central e do Tesouro Nacional é relevante, porquanto, conforme se constata, em determinadas situações, quando o BCB emitia títulos não se sabia exatamente se tal atuação estava relacionada à política monetária ou à política fiscal, dada a sobreposição desses objetivos, notadamente quando se tratava da rolagem de dívida mobiliária vincenda e do financiamento de déficit público no período corrente.

183. Assim, pode-se acrescentar que o grande ‘divisor de águas’ para extinguir essa sobreposição de objetivos foi a promulgação da Carta Magna de 1988 que, com base no § 1º do art. 164, passou a vedar ao BCB conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional. A partir desse momento, o Banco Central não mais poderia financiar as despesas da União, ou seja, não mais seria lícito à Autoridade Monetária executar a política fiscal, que, a partir de então, ficou a cargo do Tesouro Nacional. Alguns anos depois, com a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, pode-se dizer que houve um refinamento no modelo institucional da política monetária e fiscal, vez que, ao proibir o BCB de emitir títulos próprios, possibilitou aos agentes econômicos identificar com mais precisão ainda qual é o papel institucional do Banco Central e do Tesouro Nacional. Desse modo, estão completamente segmentadas, sob os pontos de vista legal e administrativo, as operações de compra e venda de títulos públicos relacionados à condução das políticas monetária e cambial, das operações de compra e venda e títulos públicos vinculados ao controle da dívida mobiliária federal interna.

184. Dessarte, não resta qualquer dúvida que, quando o BCB faz um leilão de operações compromissadas, mesmo estando lastreada com títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, está atuando na condução da política monetária, tendo como objetivo regular a quantidade de moeda no sistema para fazer com que a taxa Selic efetiva seja estável e não se distancie mais de 15 pontos-base da Selic meta. Por outro lado, quando o Banco Central operacionaliza um leilão de emissão primária de títulos públicos para o Tesouro Nacional, é de conhecimento geral de que se trata do próprio Tesouro executando a política fiscal, destinada, por exemplo, para financiar despesas públicas. Portanto, trata-se de objetivos bem distintos, que não se confundem ou sobrepoem um ao outro. Nessa ordem de ideias, o BCB (peça 21, p. 5) assevera que:

**‘Embora as operações compromissadas efetuadas pelo BCB para fins de implementação da política monetária sejam realizadas com o emprego de títulos públicos federais como lastro, o BCB não atua na gestão da dívida pública. O BCB e o TN têm suas atuações voltadas para políticas bem distintas, cujos objetivos não se confundem, apesar de utilizarem instrumento de atuação comum, que são as operações com títulos públicos federais. Ademais, as formas de operacionalização do instrumento são bem distintas. Enquanto o BCB usa predominantemente operações de curto prazo, voltadas para a gestão da liquidez, o TN utiliza as emissões de médio e longo prazo voltadas para a gestão da dívida pública e para o financiamento dos gastos da União.’**

185. Destarte, com base nesse arcabouço normativo, o arranjo institucional desenhado para o BCB e para o Tesouro Nacional permite concluir que não há desvio das competências legalmente atribuídas acerca da gestão da dívida mobiliária federal, executada pelo Tesouro. Ademais, como bem pontuou o BCB a existência de um mercado de operações compromissadas com elevada

liquidez e dinamismo, permite que o detentor de títulos públicos, de uma maneira geral, tenha acesso facilitado, e com baixo custo de transação, a operações de financiamento de suas posições (carteiras) no instrumento de dívida do governo. Nesse cenário, com a facilidade do acesso a operações de financiamento com lastro em títulos públicos, dessa forma, faz com que as operações compromissadas atuem em benefício da alocação de recursos destinados à aquisição de títulos públicos, favorecendo, em última instância, a gestão da dívida pública.

186. Feito tais esclarecimentos, agora é possível responder à questão central feita pela CFT de qual seria o montante de operações compromissadas que realmente se caracterizaria como necessário para a gestão da política monetária. A resposta a tal questionamento, no atual cenário em que há um excesso de liquidez estrutural no sistema, seria o *quantum* necessário para enxugar tal excedente de liquidez das reservas bancárias, via compromissadas e depósitos voluntários (ainda com volume bem reduzido), de modo a possibilitar que a taxa Selic efetiva não se distancie da Selic Meta, definida pelo Copom, no contexto do regime de metas de inflação. Para o entendimento perfeito dessa sistemática, devem ser tecidas algumas considerações.

187. Esse questionamento da CFT também foi feito ao Banco Central, que respondeu por meio do Memorando 021/2022 – Demab/Gabin (peça 21, p. 2-3) da seguinte forma:

‘A gestão da política monetária no Brasil, desde 1999, segue a sistemática de metas para a inflação. Uma vez definidas as metas de inflação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), cabe ao BCB adotar as medidas necessárias para dar-lhes cumprimento. O Copom, composto pelo Presidente e Diretores do BCB, é responsável pela definição de uma meta para a Taxa Selic que seja compatível com o cumprimento das metas para a inflação dentro do horizonte relevante para a política monetária. O BCB, por sua vez, utiliza os instrumentos disponíveis para administrar excedentes ou déficits de liquidez no mercado de reservas bancárias para que o valor da Taxa Selic efetiva não se distancie da meta de juros estabelecida pelo Copom.

**Assim, para orientar as atuações do BCB no mercado de reservas bancárias, o saldo agregado das contas de Reservas Bancárias das instituições financeiras no BCB é monitorado diariamente. Quando o valor desse saldo excede o montante total de recursos requeridos para cumprimento dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista (cujo cumprimento é efetuado diretamente na conta de reservas bancárias), identifica-se que há um excedente de reservas bancárias (ou de liquidez) no sistema. Tal excedente, do ponto de vista da execução da política monetária, precisa ser equilibrado para que a Taxa Selic não seja reduzida para valores incompatíveis com a meta de juros estabelecida pelo Copom.** Nesse caso, em particular, o BCB atua com operações de venda de títulos com o compromisso de recompra futura (operação compromissada de venda de títulos), para absorção de recursos excedentes. Nas situações em que esse saldo agregado das reservas bancárias é menor do que o montante total necessário para cumprimento do referido compulsório, identifica-se que há uma deficiência de reservas bancárias no sistema, que precisa equilibrado com a adição de liquidez em mercado. Nesse caso, são utilizadas pelo BCB as operações de compra de títulos em mercado com o compromisso de revendê-los em data futura (operação compromissada de compra de títulos).

**Os fatores condicionantes da liquidez bancária, que podem afetar o saldo agregado diário das reservas bancárias, são de origens diversas. Os principais fatores são: (i) as movimentações de recursos da Conta Única da União, incluindo o recolhimento de tributos, os gastos recorrentes da União, as emissões e os resgates de títulos públicos federais; (ii) as movimentações dos depósitos compulsórios; (iii) os saques e os depósitos de papel moeda nos bancos comerciais; (iv) as operações de compra e de venda de moeda estrangeira pelo BCB; e (v) os ajustes diários das posições em contratos de swap cambial.**

**Assim, o volume financeiro de intervenções do BCB no mercado aberto é função do comportamento dos fatores condicionantes da liquidez bancária, que afetam o saldo agregado das reservas bancárias. E esses fatores são, primordialmente, autônomos, ou seja, não são diretamente controlados pelo BCB. Considerando as condições atuais de funcionamento do mercado de reservas bancárias, o BCB tem trabalhado diariamente para administrar excedentes (elevados) de liquidez. E isso é feito com a realização de operações compromissadas e o acolhimento de depósitos voluntários, que, de forma combinada, atuam para a absorção de recursos livres no sistema bancário. Assim, a fim de manter a Taxa Selic**



**efetiva próxima à meta de juros definida pelo Copom, o montante total dos instrumentos utilizados pelo BCB para absorção de recursos deve corresponder ao excedente de reservas bancárias a ser administrado no período. Caso o BCB atue com volumes financeiros que se distanciem do valor desse excedente, seja absorvendo mais ou menos recursos que o necessário, o resultado será um efeito de distanciamento da Taxa Selic efetiva em relação à meta de juros definida, com potenciais prejuízos para a consecução dos objetivos de política monetária.**

188. Para tentar deixar a matéria mais clara ainda, cabe fazer algumas considerações, dando concretude ao assunto.

189. Assim, cabe descrever, brevemente, a dinâmica do mercado interbancário e sua interação com o BCB. Pois bem, cada instituição financeira, diariamente, deve projetar o fluxo de caixa das entradas e saídas de recursos da sua reserva bancária, que equivale a uma conta corrente dos bancos mantida junto ao Banco Central. Dessa forma, de antemão, já sabendo da sua necessidade de liquidez para realizar as suas operações cotidianas ao longo do dia, como, por exemplo, concessão de crédito, compra de títulos públicos e privados, operações com câmbio e outras, os bancos, entre 6h e 9h, normalmente, vão ao mercado interbancário ‘trocar reservas bancárias’, ou seja, fazem operações compromissadas entre si, de modo que os bancos que estejam com excesso de dinheiro em suas reservas bancárias emprestem para as instituições que estejam com insuficiência de liquidez, afinal, em que pese haver excesso de liquidez estrutural no sistema, há uma tendência dessa liquidez ficar mais concentrada nas instituições de maior porte.

190. Desse modo, diariamente, por volta da 9h, uma vez que os bancos tenham se resolvido entre si, transferindo dinheiro de quem está mais líquido para quem tinha deficiência de caixa, o BCB entra no mercado, por meio de leilão, e toma todo o excedente de liquidez do sistema, via operações compromissadas. Ao longo do dia, caso uma determinada instituição financeira, por um motivo qualquer, como, por exemplo, sofra um descalço extraordinário elevado não previsto, e precise de mais dinheiro na sua reserva bancária, pode buscar suprir essa deficiência de caixa no mercado interbancário ou utilizar as linhas de redesconto ofertadas pelo Banco Central. Ao final do dia, os bancos não podem ‘dormir’ com a reserva bancária deficitária, sob pena de sofrer sanção administrativa aplicada pelo BCB. Assim, têm que fazer uma operação de financiamento de liquidez com o BCB. Caso, ao final do dia, algum banco ainda esteja com disponibilidades em sua reserva bancária acima do exigido dos recolhimentos compulsórios, que não é remunerado, para não perderem o custo de oportunidade de não investirem tal recurso, também podem fazer uma operação de nivelamento com o BCB, este atuando na ponta tomadora, porém com uma taxa punitiva, normalmente trinta e cinco pontos-bases abaixo da taxa Selic efetiva. Essencialmente, essa é a dinâmica diária da interação entre o Banco Central e as instituições financeiras, no que tange à convergência da Selic efetiva para Selic meta, no âmbito da política monetária.

191. Cabe destacar que, antes de atuar nos leilões das operações compromissadas, o BCB faz uma estimativa de quanto tem que enxugar naquele determinado dia, por meio de um mapa de liquidez. Abaixo foi colacionado um excerto desse mapa, referente ao dia 10/3/2022.

Fatores condicionantes da liquidez de T	
<b>Moeda Manual</b>	<b>122</b>
<b>Operações Cambiais</b>	<b>0</b>
<b>Compulsório e Redesconto</b>	<b>2.037</b>
Rec. Compulsório Rec. a Vista - PAM	1.879
Outros recolhimentos compulsórios	158
Redesconto	0
Outros	0
<b>Operações de Mercado Aberto</b>	<b>1.079.150</b>
Compromissadas curtas	1.080.139
Compromissadas 3 meses	-1.451
Compromissadas 6 meses	0
Compromissadas outros prazos	0
Nivelamento	0
Juros compromissadas/Cupons de lastro	462
<b>Depósitos voluntários</b>	<b>5.506</b>
<b>Ajuste Swap Cambial BM&amp;F</b>	<b>-6.175</b>
<b>Tesouro Nacional</b>	<b>2.331</b>
Tributos	-1.495
INSS - Recolhimento	-149
INSS - Liberação	30
Ordens bancárias	4.308
Guia de Recolhimento da União	-317
Títulos públicos federais	-46
Vendas	-46
Compras	0
Resgates/Juros	0
<b>Liquidez com PAM informado</b>	<b>1.082.970</b>

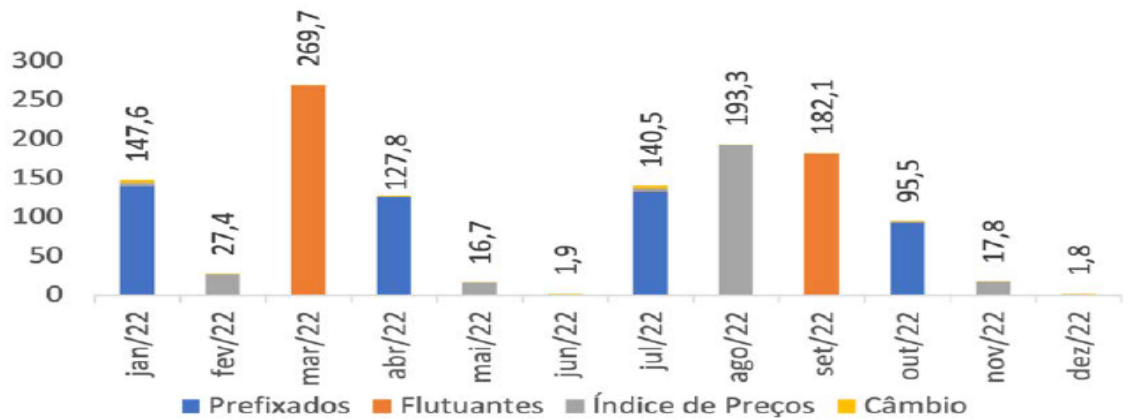
Fonte: BCB (em R\$ milhões, peça 25)

192. Ao analisar os fatores condicionantes da liquidez do dia 10/3/2022, observa-se que o principal fator impactante foram as compromissadas *overnight* do dia anterior que venceram nesse dia, na ordem de R\$ 1.080.139 milhões, que está fortemente relacionado ao excesso de liquidez estrutural vivenciado no país, principalmente decorrente do processo de acúmulo de reservas internacionais, conforme já demonstrado anteriormente. As outras contas não foram tão impactantes assim, porém cabe um comentário geral. O racional desses fatores é o que entra ou sai de recursos nas reservas bancárias dos bancos, de forma agregada. Por exemplo, nesse dia, a rubrica ‘Tributos’ está com saldo negativo. Isso significa que, nesse dia, R\$ 1.495 milhões saíram das reservas bancárias e foram para a Conta Única do Tesouro, pois os agentes econômicos pagaram, de forma consolidada, tal montante relativo a diversos tributos federais, diminuindo, conseqüentemente, a base monetária, vez que tal rubrica diminuiu o saldo das reservas bancárias. Já na rubrica ‘Ordens bancárias’, há um valor positivo. Isso significa que o Tesouro, ao pagar os fornecedores e prestadores de serviço dos diversos órgãos públicos federais, injetou R\$ 4.308 milhões nas contas correntes desses agentes, refletindo diretamente nas reservas bancárias, aumentando, assim, a base monetária.

193. Desse modo, utilizando esse racional em todos os fatores condicionantes da tabela acima, no dia 10/3/2022, o BCB estimou que teria que enxugar no sistema um montante de R\$1.082.970 milhões, que corresponde ao excedente de liquidez desse dia. Assim, no leilão do dia 10/3/22, o BCB enxugou R\$1.080.098 milhões (Peça 23), que correspondia ao excesso de liquidez desse determinado dia. Cabe destacar que não se exige uma exatidão na estimativa do BCB. O que se espera é uma proximidade da estimativa com o que efetivamente foi absorvido, como ocorreu no dia 10/3/2022.

194. Essa sistemática ocorre todos os dias úteis e devido às alterações, eventualmente bruscas, dos fatores condicionantes de liquidez, o valor a ser enxugado pelo BCB, normalmente, sofre alterações de um dia para outro. Um dos principais fatores que têm o condão de alterar bruscamente a base monetária são os vencimentos e as suas respectivas rolagens dos títulos públicos. Para melhor entendimento da situação, cabe trazer a seguinte figura:

**Figura 2 – Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2022 (R\$ bilhões)**



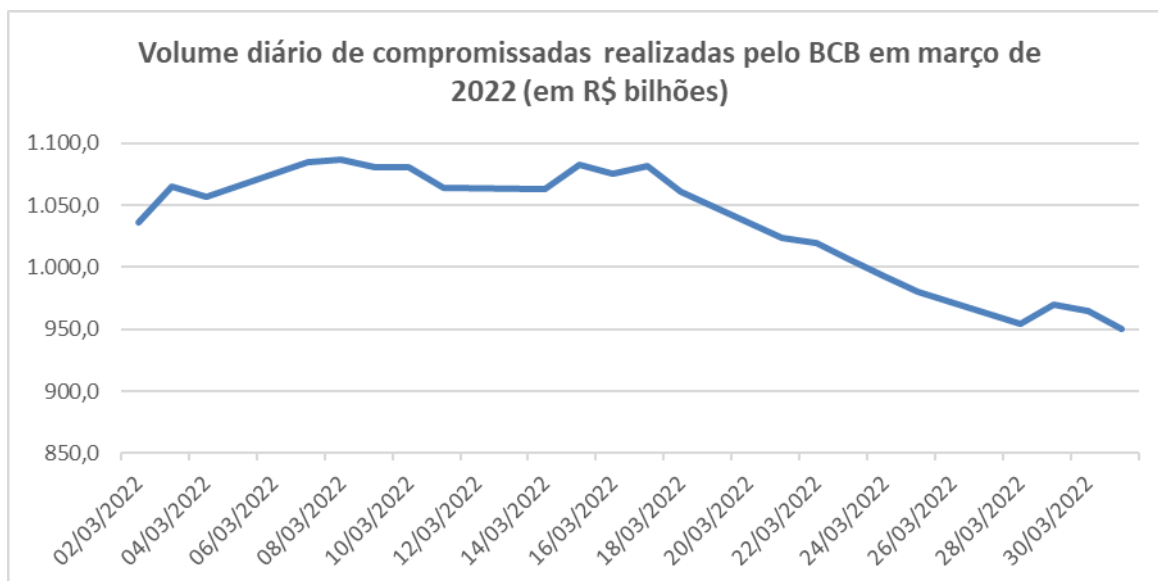
Quadrimestres	R\$ Bilhões	%
Jan - Abr	572,5	47%
Mai - Ago	352,4	29%
Set - Dez	297,1	24%
<b>Total</b>	<b>1.222,1</b>	<b>100%</b>

DPF	R\$ bilhões	%
Principal	1.073,7	88%
Juros	148,4	12%
<b>Total</b>	<b>1.222,1</b>	<b>100%</b>

Fonte: Tesouro Nacional (Plano Anual de Financiamento – 2022, p. 8)

195. Conforme se observa do gráfico acima, há meses em que há uma concentração maior de vencimento de títulos públicos, como em março de 2022, em que o Tesouro estima um vencimento num montante de cerca de R\$ 270 bilhões. Ocorre que, quando vencem os títulos, a STN não faz a rolagem imediata desses títulos, uma vez que realiza leilões de rolagem somente numa programação semanal, de modo a não ser obrigada a pagar prêmio adicional de risco em suas emissões. Assim, enquanto o Tesouro não faz a rolagem total desses títulos vencidos, tais recursos financeiros ficam depositados nas contas de reservas bancárias das instituições financeiras. Por conseguinte, o BCB, por sua vez, na condução da política monetária, tem que enxugar esses excedentes do sistema, via operações compromissadas. Logo, dentro desse arranjo institucional vigente de condução da política monetária, o vencimento de títulos públicos é um dos fatores que detêm o condão de ocasionar bruscas variações da base monetária e, conseqüentemente, fazer com o que o valor a ser enxugado pelo BCB também oscile abruptamente de um dia para outro.

196. Para ilustrar essa situação de variação diária dos valores a serem enxugados pelo BCB, cabe trazer o seguinte gráfico, contendo o volume diário de operações compromissadas realizadas no mês de março de 2022 pelo BCB, para esterilizar o excedente de recursos na economia:



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pela equipe de fiscalização

197. Ao analisar o gráfico acima, no dia 8/3/2022, o BCB enxugou R\$1.086,5 bilhões, correspondente ao maior volume enxugado pelo BCB nesse mês. Alguns dias depois, em 31/3/2022, o volume esterilizado foi R\$ 949,9 bilhões (menor valor esterilizado desse mês). Assim, considerando esses dois extremos de março de 2022, o Banco Central precisou enxugar 136,5 bilhões a menos, nesse curto intervalo de tempo.

198. Desse modo, respondendo à indagação da CFT, quanto ao montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária, deve ser aplicada a sistemática descrita nesse tópico. Dessa forma, o montante operações compromissadas equivale à quantia estritamente necessária para permitir ao BCB enxugar o excesso de liquidez de cada dia, que consiste, essencialmente, no montante de operações compromissadas vencidas nesse dia, acrescido ou subtraído dos fatores condicionantes de liquidez desse mesmo dia. Cabe destacar que, eventualmente, tais fatores condicionantes podem promover oscilações bruscas no *quantum* a ser absorvido pela Autoridade Monetária. Esse é o importe que garante que a taxa Selic efetiva fique estável e não se distancie da Selic Meta, definida pelo Copom. Portanto, diante desse quadro, não é possível apontar um número específico para tal montante, devido às constantes alterações diárias dos fatores condicionantes de liquidez, que faz esse volume oscilar todos os dias, conforme visto no gráfico ‘Volume diário de compromissadas realizadas pelo BCB em março de 2022’.

199. Cabe ainda destacar que essa questão já foi examinada pelo Tribunal anteriormente. Assim, exarou o seguinte entendimento (semelhante ao adotado por esta equipe de fiscalização), conforme voto condutor do Acórdão 1220/2019-TCU-Plenário, de lavra do Exmo. Min. Benjamin Zymler (TC 033.619/2016-6, peça 222):

‘38. Em apertada síntese, as operações compromissadas são operações realizadas pela autoridade monetária com objetivo de regular a liquidez no curto prazo, mediante a venda, com cláusula de recompra, de títulos do Tesouro Nacional. Uma vez que esses títulos possuem prazos mais longos, o Bacen negocia os papéis com prazo de recompra por ele definido, de modo a assegurar que a liquidez diária da economia esteja dentro dos parâmetros por ele estabelecidos.

39. Anteriormente, o controle da liquidez era feito mediante colocação de títulos de emissão do próprio Bacen (LBC, NBC). Contudo, em razão do disposto no art. 34 da LRF (‘Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar’), desde 2003 o Bacen se vale dos títulos do Tesouro que se encontram em sua posse para realizar esse ‘ajuste fino’ da liquidez.

40. **A liquidez do mercado varia constantemente e por inúmeros fatores.** A quantidade de dinheiro em circulação é reduzida, por exemplo, nas datas de pagamento de impostos, quando há postergação de gastos por parte do Tesouro (dinheiro parado na conta única), quando aumenta a

saída de capital do País. É elevada, por outro lado, quando do ingresso de moeda estrangeira, proveniente de receita de exportações, de transferências recebidas e de investimentos estrangeiros.

41. **Dessarte, não há como definir o volume ótimo de operações compromissadas, já que esse nível varia constantemente, a depender de inúmeros fatores – até mesmo da política fiscal, que escapa do controle do Bacen.** Uma política fiscal restritiva, por exemplo, que conduza ao aumento do resultado primário, contribui para a redução da liquidez, o que afetará a necessidade de o Bacen realizar operações compromissadas.

42. Não se deve esquecer que a utilização de outros instrumentos de política monetária pelo Bacen (depósitos compulsórios e redesconto) impacta a necessidade de realização de operações compromissadas.

43. Se houvesse a possibilidade de um estudo revelar o volume ótimo de operações compromissadas para uma série definida de cenários, os respectivos resultados não poderiam, por evidente, ser divulgados, sob pena de minar a atuação da autoridade monetária ou de elevar seus custos. Naturalmente os agentes econômicos, inclusive investidores estrangeiros, se antecipariam às ações do Bacen com o intuito de aumentar seus ganhos, o que resultaria na elevação do custo da atuação do Bacen, com impacto no seu resultado e, que é transferido semestralmente para o Tesouro Nacional.

44. **Por fim, a definição do volume ‘ótimo’ de operações compromissadas restringiria a liberdade de atuação da autoridade monetária quando esse limite fosse atingido, com consequências prejudiciais à economia nacional.’**

200. A CFT também indagou até que medida o BCB estaria facilitando a administração do caixa das instituições financeiras com a permissão de acesso irrestrito por essas instituições ao instrumento. A questão deve ser vista sob o prisma da política monetária. Pelo atual arranjo institucional, para que a taxa Selic efetiva convirja para a Selic meta e se mantenha estável, o Banco Central deve absorver todo o excedente de liquidez das reservas bancárias de todas as instituições financeiras. Diante do cenário de um excedente de liquidez estrutural, girando em torno de R\$ 1 trilhão, caso o BCB deixasse de esterilizar todo esse montante, via operações compromissadas, certamente a taxa Selic efetiva cairia e se distanciaria da Selic meta, definida pelo Copom e ainda haveria volatilidade da taxa Selic efetiva. Consequentemente, haveria um comprometimento do atingimento da meta de inflação, definida pelo CMN, podendo acarretar mais inflação, dado o estímulo monetário concedido.

201. Logo, respondendo ao mencionado questionamento, o BCB intervirá no mercado com o volume que seja o estritamente necessário para cumprir a sua missão. Com base nesse desenho institucional, em absorver todo o excedente de recursos das reservas bancárias, conclui-se ser inerente ao modelo que a atuação do BCB no mercado monetário seja sim fator relevante na gestão do fluxo de caixa das instituições financeiras. Tal aspecto ocorre também com outros instrumentos de política monetária, como as operações de redesconto, que correspondem a um empréstimo feito pelo BCB aos bancos que estão em uma situação temporária de iliquidez, para poderem realizarem suas operações ordinárias, como, por exemplo, a concessão de crédito.

202. Nesse caso, por ser uma atribuição do Banco Central prover tais recursos para as instituições financeiras, não deixa ser um outro instrumento de política monetária que afeta diretamente as reservas bancárias dos bancos, sendo assim, também um fator com relativa importância na gestão do fluxo de caixa das instituições financeiras. Afinal, como bem afirmou o Diretor de Política Monetária, Bruno Serra Fernandes, (no discurso da reunião sobre Características do sistema LFL e início dos testes de homologação, realizado em março de 2021): ‘O fornecimento de liquidez em moeda nacional é uma função clássica de bancos centrais, no seu papel de emprestador de última instância, com objetivo de manter a liquidez de instituições solventes, assegurando a fluidez dos pagamentos e o normal funcionamento nos mercados de crédito’.

203. A CFT outrossim questionou se seria possível que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de recebimentos e de pagamentos com a disponibilidade irrestrita do instrumento. Acerca desse questionamento, cabe trazer a posição do Banco Central (peça 21, p. 4):

**‘A existência de um mercado líquido e bem estruturado de operações compromissadas (com colateral em títulos públicos), por meio do qual as instituições podem administrar**



eficientemente suas necessidades individuais de liquidez, por certo que facilita o trabalho de gerenciamento de excedentes ou de déficits temporários de liquidez a cargo das instituições, em geral. Entretanto, isso não implica que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de caixa, uma vez que as condições gerais de funcionamento do mercado de reservas bancárias podem variar em direção contrária às necessidades individuais de seus participantes. Ademais, não há a certeza da disponibilidade irrestrita do instrumento, uma vez que tanto o BCB quanto as instituições participantes somente efetuam operações no montante exato para atendimento de suas necessidades e/ou objetivos individuais. **No caso específico do BCB, o montante de atuação no mercado de reservas bancárias se limita ao objetivo de equilibrar o saldo agregado das reservas bancárias no sistema, de modo que não há a garantia de que todas as necessidades individuais dos participantes serão contempladas.** Digno de nota, a esse respeito, é o fato de que o volume financeiro de operações compromissadas cursadas entre as instituições é superior ao volume financeiro das atuações do BCB.

204. A resposta do BCB é autoexplicativa, completa e, assim, prescinde de comentários adicionais.

#### **Do ‘orçamento de guerra’- Autorização ao BCB para aquisição de títulos públicos**

205. Antes de analisar a questão, cabe trazer novamente o item 9.3 do Acórdão 2897/2020-TCU-Plenário, abaixo reproduzido, de relatoria do Ministro Bruno Dantas:

‘9.3. ordenar a Segecex a constituição de apartados para o acompanhamento das medidas que vêm sendo planejadas pelo Banco Central no exercício das atribuições previstas nos incisos I e II do art. 7º da Emenda Constitucional 106/2020, a identificação dos riscos envolvidos nessas operações, em especial sob a perspectiva da regulação financeira e da política monetária, e a verificação da suficiência e robustez dos controles existentes;’

206. Inicialmente, cabe pontuar que a Emenda Constitucional 106/2020 não está mais vigente e que o BCB não exerceu a sua prerrogativa de adquirir títulos públicos e privados no mercado secundário.

207. Cabe destacar que no âmbito do TC 016.028/2020-1, processo de acompanhamento da atuação do BCB em sua regulação do Sistema Financeiro Nacional, em face à crise provocada pela pandemia do Covid-19, foi feito um estudo desse novo mandato conferido ao BCB para enfrentamento da crise sanitária, porém o exame estava mais focado no mercado secundário de títulos privados, notadamente as debêntures, uma vez que trazia risco de crédito privado para os balanços do Banco Central. Além disso, como o BCB jamais adquiriu tais papéis, até por falta de competência legal para tanto, havia uma série de fatores que mereciam a atenção do Tribunal, como, a ausência de sistemas para operar nesse tipo de mercado, a falta de experiência do pessoal do BCB na gestão desse tipo de ativo e a necessidade premente de instituir um sistema de controle interno para eventual realização desse tipo de operação. Assim, em face desses riscos ora levantados, a equipe focou análise, à época, na verificação da suficiência e robustez dos controles então instituídos para cumprimento do novo mandato concedido ao BCB pela PEC do ‘Orçamento de guerra’.

208. Todavia, no que tange à gestão dos títulos públicos, a situação é diametralmente oposta. O BCB, há muito tempo, gere uma carteira de títulos públicos, que, atualmente, está na ordem de R\$2 trilhões, para fins de consecução da política monetária. Logo, de muita data, há diversos controles e sistemas informatizados já instituídos que auxiliam o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do BCB a gerenciar tal carteira de títulos (situação já analisada em outros processos). Ademais, o corpo técnico do BCB, que atua nessa área, é altamente qualificado para exercer tal mister e tem ampla experiência na área. Notadamente, quanto aos riscos financeiros e de crédito da operação, caso o BCB viesse a adquirir títulos públicos no mercado secundário, não há que se falar em qualquer alteração de risco, vez que o Banco Central já está exposto a tais riscos, ao já possuir uma carteira de títulos emitidos pelo Tesouro.

209. Dessa forma, essencialmente, o que se vislumbra de diferença para a carteira do BCB, caso adquirisse papéis públicos no âmbito do orçamento de guerra, seria o comportamento da Autoridade Monetária quando o mercado secundário de títulos públicos se normalizasse. O BCB

poderia carregar tais papéis até o vencimento (situação provável), como sempre faz com a sua carteira. Alternativamente, também poderia vendê-los novamente ao mercado. Nesse caso, seria exigida uma coordenação com o Tesouro para não haver concorrência com as emissões primárias e, além disso, deveria ser feito em momento de mercado favorável para tanto, para evitar perdas financeiras. Por fim, cabe destacar que, certamente, tanto na aquisição, quanto na eventual alienação, o Banco Central interveria no mercado secundário de títulos públicos, por meio de leilão, como faz em todos os mercados em que atua, na qualidade de Autoridade Monetária.

210. Dessarte, diante do cenário da abstenção do mandato para a aquisição de títulos públicos no mercado secundário e da perda da vigência Emenda Constitucional 106/2020, surge a indagação se essa abstenção do BCB, de alguma forma, dificultou a gestão da dívida pública pelo Tesouro Nacional durante a pandemia, uma vez que o mercado secundário de títulos públicos, temporariamente, se tornou disfuncional. De antemão, é possível afirmar que a ausência de atuação do BCB não acarretou prejuízos à gestão da dívida. Porém, para chegar a essa conclusão, há a necessidade de abordar uma série de questões.

211. Para entender como ocorreu essa disfuncionalidade, cabe trazer excerto do seguinte artigo ‘Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana’, Texto para Discussão 013 | 2020, de autoria de Norberto Montani Martins, Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba que, embora esteja descrevendo o que ocorreu no mercado americano, segundo seus autores, tal processo se desenvolveu da mesma forma no Brasil:

‘O problema ocorreu de forma mais intensa no final do primeiro trimestre de 2020, no centro do sistema financeiro internacional: o mercado de títulos do Tesouro dos EUA em Nova Iorque. **Em poucos dias, houve uma enxurrada de ordens de venda que rapidamente comprometeu a capacidade de as instituições operadoras de mercado (*dealers*) conseguirem absorver em suas carteiras o excesso de títulos oferecidos em troca dinheiro.**

Como resultado, o custo desse serviço de liquidez – o que reflete o uso elevado da capacidade de estocar títulos existente no balanço dessas instituições – **explodiu, tornando disfuncional o principal mercado de liquidez do mundo.** A diferença entre o preço de compra e o preço de venda desses papéis (*bid-ask spread*) no mercado cresceu de 0,1% para 0,48% no espaço de alguns dias. **Esse congestionamento ameaçou a precificação desses papéis**, que determinam a estrutura a termo da taxa de juros da moeda básica do sistema global. O impacto sobre os mercados de títulos e ações privados e de títulos dos governos do resto do mundo era iminente (DUFFIE, 2020). **A fragilização imposta pelo processo de comprometimento dos mercados de liquidez só não chegou a desencadear uma situação de instabilidade por que o Fed promoveu rapidamente uma intervenção de grande porte (PAULA; SARAIVA, 2020). Nas três semanas que se seguiram ao dia 16 de março de 2020, o banco central americano comprou quase US\$ 1 trilhão em títulos do governo**, um volume semelhante ao total desses papéis que os *dealers* tinham em carteira ao final do mês de fevereiro. Só então o *bid-ask spread* voltou a níveis normais. **Nesse mesmo período, o mercado de capitais brasileiro também foi afetado e com isso o preço dos ativos financeiro e das ações nacionais despencaram.** Como mostraremos adiante, esse episódio levou o Banco Central do Brasil, à semelhança do norte-americano, a realizar uma forte intervenção para conter o processo de disrupção da liquidez de mercado.

(...)

**Todos os processos [descritos acima] (...) se desenrolaram também no Brasil, como reflexo dos movimentos internacionais (BURLAMAQUI; TORRES FILHO, 2020; PAULA; SARAIVA, 2020), mas também respondendo à dinâmica interna da pandemia.’**

212. Cabe reiterar quais foram os efeitos desse processo no Brasil, ainda consoante Norberto Montani Martins, Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba (ob. cit.):

‘O choque financeiro causado pela pandemia da Covid-19 no Brasil pode ser sintetizado em dois movimentos principais, um externo e outro interno. Na frente externa, houve uma forte saída de capitais, acompanhada de grande desvalorização da moeda brasileira. No âmbito interno, **houve uma realocação dos portfólios na direção de ativos financeiros com maior liquidez, especialmente nos mercados de renda fixa: a riqueza saiu de ativos de crédito privado e da parte longa da dívida pública para títulos públicos com vencimentos mais curtos ou**

operações compromissadas.

**O resultado de ambos os movimentos foi uma grande depreciação dos ativos financeiros e a diminuição pronunciada da liquidez de mercado, o que ocorreu majoritariamente nos meses de março e abril.'**

213. No Brasil, o Tesouro Nacional é quem assume o papel de agente estabilizador do mercado secundário de títulos públicos, em momentos de estresse, quando ocorre a consequente disfuncionalidade do mercado, já que é o responsável pelo gerenciamento da dívida pública. Assim, para tal mister, dispõe de alguns mecanismos que visam reestabelecer funcionalidade do mercado secundário, nesses momentos agudos de crise.

214. Desse modo, de acordo com o Tesouro (peça 19, p. 3-4), durante períodos de elevada volatilidade no mercado financeiro, quando há grande incerteza entre os agentes sobre a evolução de indicadores importantes, como taxas de câmbio e juros, os preços dos ativos financeiros, incluindo títulos públicos, flutuam fortemente. Também assevera que, nessas ocasiões, o Tesouro Nacional pode reduzir lotes ofertados dos leilões tradicionais; cancelar leilões ou realizar leilões extraordinários de compra e venda de títulos públicos, com o objetivo de prover liquidez aos investidores e auxiliar na formação de preços para aquele momento; ajustar as características dos leilões; revisar o Plano Anual de Financiamento e adotar iniciativas adicionais de comunicação com as diversas classes de detentores. Essas estratégias foram utilizadas pelo Tesouro em diversas ocasiões, assim como em 2020, na pandemia. Porém, alerta que, a depender do evento, a ação do Tesouro Nacional pode não ser suficiente para retomar a característica de funcionalidade dos mercados.'

215. No Relatório Anual da Dívida Pública Federal de 2020 o Tesouro trouxe a seguinte informação:

**'A reação inicial do mercado ao compreender os reais efeitos da pandemia foi de grande volatilidade e, em março, as taxas de juros futuros abriram abruptamente. O mercado de títulos públicos ficou disfuncional e o Tesouro Nacional executou programa de compra e venda simultânea de títulos, com o objetivo de prover referência de preços. O saldo líquido foi a recompra de R\$ 33,1 bilhões.'**

216. Um outro instrumento extremamente relevante para gerenciamento da dívida pública que o Tesouro detém é o colchão de liquidez, também denominado reserva de liquidez. De acordo com a STN:

**'A reserva de liquidez (ou colchão) da dívida pública compreende as disponibilidades de caixa destinadas exclusivamente ao pagamento da dívida e o saldo em caixa dos recursos oriundos da emissão de títulos. Ela constitui um subconjunto das disponibilidades de caixa depositadas na Conta Única do Tesouro Nacional, no Banco Central.'** (Relatório Mensal Dívida Pública Federal, fevereiro de 2021, p. 22)

217. Em complemento, o Tesouro (peça 19, p. 3-4) afirma que:

**'A reserva de liquidez (colchão) assegura flexibilidade ao gestor da dívida para a execução do planejamento de emissões de títulos, sobretudo em momentos de maior volatilidade, permitindo se adequar a oferta de títulos a cada semana em função das condições de mercado. Em suma, a manutenção de uma reserva de liquidez pelo Tesouro em níveis adequados, proporciona graus de liberdade para a gestão da dívida em momentos de instabilidade no mercado financeiro, o que representa um importante instrumento para mitigação de riscos da DPF.'**

218. Ao considerar um cenário de crise, a STN (peça 19, p. 3-4) assevera que:

**'O impacto sobre a gestão da dívida nesse cenário de aumento de gastos aprovados pelo Congresso Nacional depende da capacidade do TN de absorver este impacto por meio da reserva de liquidez (colchão da dívida). A sustentação de um caixa suficiente para cobrir os vencimentos da DPF por certo período oferece ao gestor da dívida a possibilidade de não só manter-se fora do mercado em momentos de turbulência, mas também disponibilizar recursos para o financiamento de despesas primárias extraordinárias sem pressionar excessivamente os**

**custos das emissões. A reserva de liquidez assegura flexibilidade ao gestor da dívida para a execução do planejamento de emissões de títulos, sobretudo em momentos de maior volatilidade, permitindo se adequar a oferta de títulos às condições de mercado.’**

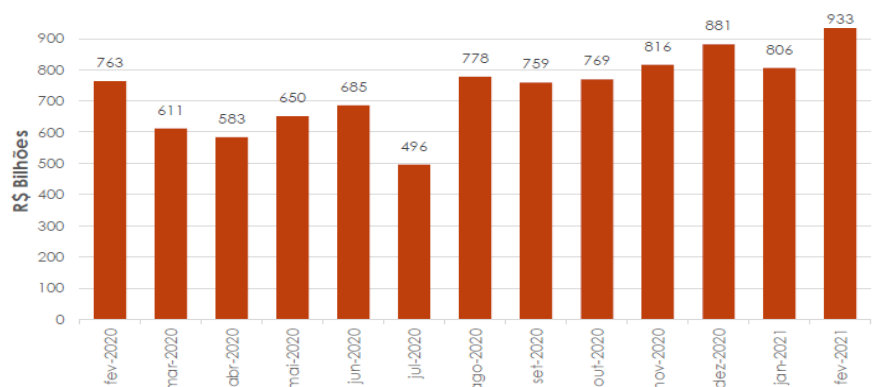
219. Desse modo, o colchão de liquidez é um instrumento de suma importância para o Tesouro Nacional gerenciar a dívida pública, notadamente, em momentos de crise. Tanto é assim, ao calcular a necessidade de financiamento da União de um determinado exercício financeiro, a STN afirma que o financiamento não deve ser visto como o volume de emissão de títulos a ser realizado ao longo do ano, e sim como o valor que deveria ser emitido para manter constante a reserva de liquidez (Plano Anual de Financiamento – PAF de 2022, p. 7). Ainda de acordo com o PAF de 2022, para esse exercício, foi estimado uma necessidade de financiamento de R\$ 1.234,6 bilhões. Ademais, informa (no PAF) que as emissões para atender essa necessidade serão realizadas numa programação semanal. Além disso, ainda segundo o Tesouro, com o nível do colchão de liquidez da época da elaboração do PAF de 2022, a STN teria a capacidade financeira de ficar nove meses sem realizar emissões de títulos públicos.

220. Feitos tais esclarecimentos acerca da reserva de liquidez, o mercado secundário, na crise da pandemia, num primeiro momento, ficou disfuncional, ou seja, como teve uma ‘enxurrada’ de ordem de vendas, tanto de estrangeiros se desfazendo de suas posições no Brasil, como de investidores locais fugindo da volatilidade excessiva dos títulos longos, a consequência foi a perda dos referenciais de preços praticados no mercado. Logo, tal fato por si só, já inviabilizou qualquer emissão do Tesouro, uma vez que não havia referencial de mercado. Assim, conforme já evidenciado, a Autoridade Fiscal teve que fazer intervenções no mercado secundário, em um programa de compra e venda simultânea de títulos, com o objetivo de prover referência de preços, sendo que o saldo líquido dessas transações foi uma recompra de R\$33,1 bilhões em títulos. Esse dispêndio foi custeado por meio da reserva de liquidez.

221. Nesse interim, paralelamente, as despesas públicas que seriam financiadas com as emissões de títulos públicos ainda tinham que ser honradas pela União. Com efeito, o Tesouro foi obrigado a utilizar os recursos do colchão de liquidez para quitar essas obrigações. No entanto, pouco depois, para fazer frente aos gastos extraordinários da pandemia, teve que emitir novos títulos, mesmo em condições desfavoráveis, medida, que, de certa forma, permitiu que a reserva de liquidez não atingisse um nível crítico, que dificultasse ou inviabilizasse a gestão da dívida pública.

222. Dessarte, é possível concluir que, quanto maior for a intensidade e durabilidade da crise, impedindo o Tesouro de emitir títulos em condições mais favoráveis, maior será a necessidade de o Tesouro utilizar os recursos do colchão de liquidez para o enfrentamento do estresse econômico-financeiro. Assim, cabe trazer a evolução da reserva de liquidez, no ano da pandemia:

Gráfico 6.1  
Evolução da Reserva de Liquidez da Dívida Pública



Fonte: Tesouro Nacional (Relatório Mensal Dívida Pública Federal, fevereiro de 2021, p. 22)

223. Do gráfico acima, constata-se que o nível mais baixo do colchão de liquidez foi no mês de julho, que atingiu R\$496 bilhões, considerando que, em fevereiro desse ano, o volume era de R\$763 bilhões. No mês de agosto de 2020, a reserva de liquidez foi recomposta, notadamente, em

razão da transferência de R\$325 bilhões do resultado do BCB para o Tesouro, tendo por base a Lei 13.320/2019, que dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil. A partir de então, gradualmente, o nível do colchão foi subindo. Em outras palavras, não houve mais necessidade de o Tesouro utilizar tais recursos com tanta intensidade, dada a melhora do cenário e o retorno das emissões em condições mais favoráveis. Portanto, a sistemática da utilização da reserva de liquidez em momento de estresse, permitindo a realizações de intervenções no mercado secundário de títulos públicos, associada com a melhora do quadro geral, permitiu ao Tesouro reestabelecer a funcionalidade do mercado secundário, sem que fosse preciso o BCB intervir no mercado, por meio do mandato que lhe foi conferido pela PEC do orçamento de guerra. Essa, também foi a conclusão do Tesouro (peça 19, p. 4), *in verbis*:

‘A Emenda Constitucional 106/2020, aprovada no contexto da pandemia, estabeleceu medidas para o enfrentamento da calamidade pública. Entre elas, algumas prerrogativas temporárias foram estabelecidas para a atuação do Banco Central, instituição responsável pela estabilidade do sistema financeiro nacional. **O inciso I do artigo 7º da EC 106 definiu a possibilidade de o BC comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, nos mercados secundários local e internacional durante a vigência do estado de calamidade. Contudo, diante da redução da volatilidade no mercado financeiro ao longo de 2020, entendemos que não houve necessidade de utilização dessa prerrogativa definida no inciso I do artigo 7º da EC 106.**

Após o momento de maior volatilidade ocorrido em março e abril de 2020, houve uma redução gradual das incertezas no mercado e os volumes financeiros captados pelo TN se elevaram progressivamente. **Um elemento importante que permitiu ao Tesouro Nacional passar por esse período de transição foi a reserva de liquidez, que cumpriu a sua função como instrumento de proteção, garantindo ao emissor de dívida a flexibilidade necessária para ajustar a sua atuação às condições de mercado e aumentar as captações no momento apropriado. Este aumento de emissões posterior permitiu uma recomposição da reserva de liquidez do TN.**’

224. Em complemento, o BCB (peça 21, p. 14-15), nesse quesito, asseverou que:

‘Os instrumentos de atuação disponíveis até a edição da EC nº 106, de 7 de maio de 2020, foram suficientes para o enfrentamento da calamidade pública nacional mencionada no art. 1º da referida emenda, **não tendo sido necessário comprar ou vender títulos de emissão do TN, de forma definitiva, no mercado secundário local, conforme autorizado pelo inciso I do art. 7º da EC nº106, de 2010.** Apesar de a EC 106, de 2020, permitir ao BCB dispor de novos instrumentos para o cumprimento de sua missão institucional, toda atuação do BCB é precedida por análises técnicas para ratificar a necessidade ou a conveniência de sua implementação para o interesse público. **Vale destacar que o principal cenário que levaria o BCB a atuar no mercado secundário local seria a redução significativa de sua liquidez, por um período determinado, a ponto de pôr em risco o bom funcionamento dos mercados de reservas bancárias e de títulos públicos federais, com efeitos potencialmente danosos para a implementação e para a transmissão da política monetária, bem como para a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.** Tal cenário poderia ser evidenciado por meio da análise de indicadores de liquidez do mercado secundário de títulos públicos federais, bem como com a análise do fluxo de recursos direcionados para os mercados de dívida, em geral.

**Importante ressaltar, a esse respeito, que mesmo que a compra de títulos públicos federais ou privados não tenha sido efetivada por parte do BCB, a autorização para sua realização auxiliou o processo de normalização dos mercados durante a crise pandêmica.**’

225. Cabe ainda tecer alguns comentários acerca desse último parágrafo que informa que, embora o BCB não tenha adquirido títulos públicos no mercado secundário, a simples autorização para tal mister auxiliou o processo de normalização dos mercados. Em que pese não ser possível mensurar esse efeito destacado pelo BCB, de fato, ocorre essa situação. O Banco Central, por exemplo, é o agente estabilizador do mercado de câmbio. Assim, quando esse mercado caminha para a disfuncionalidade, normalmente em momentos de crise, em não raras vezes, basta a Autoridade Monetária comunicar aos agentes econômicos que pode intervir de forma mais intensa para que o mercado volte à normalidade. Tal influência da Autoridade Monetária, certamente, ocorreu no mercado secundário de títulos, com o simples mandato conferido ao BCB para intervir nesse



mercado.

226. A razão para esse fenômeno é relativamente simples. O próprio Tesouro alertou que, a depender do evento, a sua ação pode não ser suficiente para retomar a característica de funcionalidade dos mercados, que pode ocorrer em razão de o colchão de liquidez ter um limite. Entrementes, era de conhecimento geral que a STN tinha um expressivo volume na reserva de liquidez e que, além desse fator, caso fosse preciso, ainda teria o BCB que poderia adquirir títulos no volume que fosse necessário para normalizar o mercado, vez que, por ter o monopólio para criar moeda, em tese, não possui qualquer limite de ordem técnica, operacional, financeira e orçamentária para comprar tais papéis, no volume que for preciso. Apenas a título de ilustração, no mercado americano, conforme já destacado acima, o FED, o Banco Central americano, adquiriu, em três semanas, cerca de US\$1 trilhão em títulos do mercado secundário de títulos públicos americano, para conseguir normalizar esse mercado.

227. Portanto, com base nesses aspectos, embora o BCB não tenha exercido o seu múnus de intervir no mercado secundário de títulos públicos, conclui-se que tal abstenção não prejudicou a gestão da dívida pública. Ademais, ainda que de uma forma não quantificável, pode-se dizer que contribuiu para a normalização do mercado secundário de títulos públicos, pela simples possibilidade de atuação da Autoridade Monetária, caso fosse necessário.

### CONCLUSÃO

228. Este trabalho tratou de dois temas conexos. O primeiro corresponde a uma Solicitação do Congresso Nacional acerca de diversos aspectos das operações compromissadas, no âmbito da política monetária exercida pelo Banco Central. O segundo consiste em analisar as aquisições de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário, no contexto do 'orçamento de guerra', previstas nos incisos I e II do art. 7º da Emenda Constitucional 106/2020.

229. Cabe destacar que o Banco Central tem um papel relevante na condução das políticas econômicas, vez que tem o nobre mister de executar as políticas monetária e cambial. No que tange à política monetária, objeto deste trabalho, tal política tem como objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Nesse cenário, a Autoridade Monetária dispõe de uma série de instrumentos para conduzir a política monetária, como os recolhimentos compulsórios e as operações de desconto.

230. Assim, um dos principais instrumentos que o BCB dispõe para atingir esse objetivo fundamental é a utilização das operações compromissadas, que consiste em uma transação que possibilita à Autoridade Monetária enxugar o excesso de liquidez das reservas bancárias das instituições financeiras, de modo a possibilitar que a Selic efetiva fique estável e se distancie, no máximo, 15 pontos-base da Selic meta, definida pelo Copom. (itens 13 a 37)

231. Cabe destacar que, atualmente, em razão de uma série de fatores, mas principalmente devido ao processo de acumulação das reservas internacionais, o sistema financeiro encontra-se numa situação em que há um excesso de liquidez estrutural, que obriga o BCB a enxugar sistematicamente cerca de R\$ 1 trilhão diariamente, via operações compromissadas. No que se refere ao custo das operações compromissadas, tais dados constam nas peças 22, 23 e 24, que serão enviadas, oportunamente, à CFT. (itens 67 a 87)

232. Ademais, não é possível falar em custos das compromissadas, sem tratar dos benefícios relacionados a tais custos, que se referem ao controle da inflação. Nesse cenário, é inconteste que uma inflação controlada torna o ambiente econômico mais previsível e estável, favorecendo a ampliação do investimento produtivo, a geração de empregos e o crescimento econômico sustentável. Desse modo, embora seja extremamente complicado quantificar em valores monetários tais benefícios, compartilha-se da visão da Autoridade Monetária no sentido de que esses aspectos positivos qualitativos decorrentes de uma inflação controlada suplantam os custos da política monetária. Além disso, não se pode olvidar que boa parte do custo das operações compromissadas, na condução da política monetária, é na prática, essencialmente, utilizada para pagar os juros do 'financiamento' do acúmulo de reservas internacionais. Dessa forma, uma boa parte do custo das compromissadas representa efetivamente o custo de manutenção das reservas internacionais, que,

nunca é demais lembrar, representa um importante ‘amortecedor’ econômico-financeiro contra crises internacionais. (itens 107 a 121)

233. Por fim, além dos benefícios gerados de uma inflação controlada, considerando que o objetivo das operações compromissadas, no âmbito da política monetária, ao regular a liquidez do sistema, consiste em buscar a convergência da taxa Selic efetiva para a Selic Meta, evitando oscilações excessivas, constata-se que o BCB, ao utilizar as operações compromissadas, cumpriu tal objetivo, vez que, ao longo do tempo, a taxa Selic efetiva sempre ficou próxima da Selic meta e que, além disso, principalmente a partir de 2013, a diferença entre tais taxas estabilizou-se na ordem de 10 pontos-base. (itens 57 a 66)

234. No que se refere à questão do impacto da utilização de operações compromissadas para a colocação de títulos pelo Tesouro Nacional, no que tange à concorrência das operações compromissadas com as colocações de títulos pelo Tesouro, é possível afirmar que não há indícios dessa concorrência em tempos de normalidade. Somente se observa tal fenômeno em momentos de crise. Como afirmou o Tesouro, em condições normais, a emissão de títulos públicos pelo TN não é influenciada pelas operações compromissadas do BCB, visto que as operações compromissadas são realizadas com prazos mais curtos (gestão de liquidez) quando comparadas com as emissões do TN, que são operações mais longas. Desse modo, são operações diversas e com horizontes de investimento distintos. As compromissadas são, em sua grande maioria, no *overnight*, com duração de um dia útil, enquanto os títulos são de médio e longo prazo, a partir de seis meses. Cabe ressaltar que as operações compromissadas são lastreadas em títulos públicos. (itens 122 a 171)

235. Dessarte, a decisão final na hora de investir em uma operação compromissada ou em títulos públicos recai nos critérios preestabelecidos de cada investidor. Se um determinado agente econômico busca um ativo em que há ampla liquidez, com a rentabilidade da taxa Selic e com o horizonte de curtíssimo prazo, nessa situação haverá uma preferência para a aplicação em operações compromissadas. Todavia, se um determinado investidor tiver um horizonte de investimento de médio e longo prazo, visando obter rendimentos superiores à taxa Selic num prazo maior, ou querendo se proteger da inflação no longo prazo, por exemplo, então buscará investir em títulos públicos, em detrimento das operações compromissadas. Em outras palavras, como bem pontuou o BCB, ‘os agentes ou investidores buscam melhores alternativas de alocação de portfólio que otimizem, ao mesmo tempo, rentabilidade, liquidez e risco de suas posições, como é o caso das escolhas entre a alocação de recursos em títulos públicos ou em operações compromissadas’. (itens 122 a 171)

236. Todavia, há de se destacar que, em períodos de estresse econômico-financeiro ou de incertezas excepcionais, há sim uma demanda bem ampliada por operações compromissadas, por busca de liquidez e segurança, concernente aos ativos transacionados pelo Banco Central (operações compromissadas). Desse modo, excepcionalmente nesses momentos, há uma preferência do mercado para direcionar seus recursos para tais operações, em detrimento de qualquer outro ativo financeiro, dada a característica de maior liquidez dessa opção de investimento (são aplicações *overnight*), quando comparada com outras opções do mercado, como os títulos públicos. (itens 122 a 171)

237. No que tange à última indagação da CFT, acerca do montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária, é possível afirmar que equivale à quantia estritamente necessária para permitir ao BCB enxugar o excesso de liquidez de cada dia, que consiste, essencialmente, no montante de operações compromissadas vencidas nesse dia, acrescido ou subtraído dos fatores condicionantes de liquidez desse mesmo dia. Cabe destacar que, eventualmente, tais fatores condicionantes promovem oscilações bruscas no *quantum* a ser absorvido pela Autoridade Monetária. Esse é o importe que garante que a taxa Selic efetiva fique estável e não se distancie da Selic Meta, definida pelo Copom. Portanto, diante desse quadro, não é possível apontar um número específico para tal montante, devido às constantes alterações diárias dos fatores condicionantes de liquidez, que faz esse volume oscilar todos os dias. (itens 174 a 204)

238. Quanto à eventual aquisição de títulos públicos pelo BCB, no âmbito da Emenda

Constitucional do orçamento da guerra, embora o BCB não tenha exercido o seu múnus de intervir no mercado secundário de títulos públicos, conclui-se que tal abstenção não prejudicou a gestão da dívida pública, pois o Tesouro Nacional, com os instrumentos que tinha a sua disposição, foi eficaz em reconduzir o mercado secundário de títulos públicos para a normalidade. Ademais, ainda que de uma forma não quantificável, pode-se dizer que o BCB contribuiu para a normalização do mercado secundário de títulos públicos, pela simples possibilidade de atuação da Autoridade Monetária, caso fosse necessário. Além disso, cabe ressaltar que o BCB já possuía uma estrutura de controle interno para realizar tal tipo de operação. (itens 205 a 227)

239. Ademais, haverá proposta para encaminhar ao solicitante, junto ao Acórdão a ser exarado pelo Tribunal, cópia das peças 22, 23 e 24 deste processo, que tratam das informações detalhadas solicitadas pela CFT.

240. Por derradeiro, conforme já evidenciado, dada a afinidade temática, o Acórdão 234/2022-TCU-Plenário, Rel. Min. Bruno Dantas, o Plenário do TCU autorizou o tratamento conjunto deste processo com os questionamentos da SCN (TC 013.448/2021-8), possibilitando, com otimização de esforços, a adequada manifestação desta unidade técnica. Desse modo, considerando que o TC 013.448/2021-8 encontra-se sobrestado, uma vez que no presente processo tal solicitação foi integralmente atendida, será proposto juntar cópia do acórdão que vier a ser proferido, dada a similitude da matéria tratada.

#### PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

1. Ante todo o exposto, encaminhem-se os autos à consideração superior, propondo:

a) conhecer da presente solicitação, por estarem preenchidos os requisitos de admissibilidade previstos no art. 38, inciso I, da Lei 8.443/1992, art. 232, inciso III, do Regimento Interno do TCU, e art. 4º, inciso I, alínea 'b', da Resolução TCU 215/2008;

b) informar ao Exmo. Sr. Marco Bertaiolli, Presidente da Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados, em resposta às indagações efetuadas, que:

Questão 1 da Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados - Qual o custo incorrido, ano a ano, desde a implantação da sistemática de metas de inflação, com a utilização das operações compromissadas?

i) Os custos das operações compromissadas correspondem aos juros pagos pelo Banco Central do Brasil decorrentes das transações realizadas com tal instrumento de política monetária. Assim, o custo total acumulado, no período entre 2003 e 2021, corresponde a R\$ 1.021,22 bilhões, a partir da soma dos seguintes montantes, ano a ano:

Ano	Custo das operações compromissadas (em R\$ bilhões) <sup>1/</sup>
2003	14,9
2004	12,8
2005	11,2
2006	13,2
2007	19,5
2008	33,6
2009	42,2
2010	40,5
2011	45,7
2012	45,0
2013	54,6
2014	80,4

2015	115,4
2016	141,8
2017	112,4
2018	76,1
2019	74,2
2020	36,7
2021	51,1

ii) Observa-se que até 2016, ao longo do tempo, houve um acréscimo dos custos das operações compromissadas, que se deve ao aumento gradual do volume de compromissadas transacionadas no decorrer desses anos. Todavia, a partir de 2017, o custo anual entrou em tendência descendente, principalmente, em razão da queda da taxa Selic, que foi caindo gradualmente de 14,25%, em 2016, até atingir o piso histórico de 2%, em 2020.

iii) Ademais, sem adentrar na análise do custo das operações compromissadas, tem-se que tal encargo busca a estabilidade de preços e manutenção das reservas internacionais. Diga-se, a utilização das operações compromissadas, para fins de política monetária, busca atingir a convergência da taxa Selic efetiva para a Selic meta, conforme definição do Comitê de Política Monetária, além do intuito de evitar a volatilidade dessa taxa de juros.

*a) qual o montante desses juros pagos?*

iv) O montante total de juros pagos corresponde a R\$ 1.021,22 bilhões, conforme detalhado no item 'i', acima.

*b) quais as taxas praticadas?*

v) As taxas efetivamente praticadas de todas as operações realizadas pelo Banco Central encontram-se em planilha anexada à peça 23 dos autos. Cabe informar que a taxa Selic efetiva é calculada a partir da taxa média ponderada dessas operações compromissadas realizadas diariamente. A título exemplificativo, segue abaixo tabela com registro de algumas dessas taxas nos anos de 2005, 2008, 2013, 2016, 2019, 2020 (auge da pandemia da Covid-19), 2021 e 2022:

Tipo da atuação	Data da liquidação	Dias úteis	Taxa	Tipo da taxa	Volume financeiro	Meta da taxa Selic
Tomadora	14/10/2005	1	19,450000	Taxa prefixada	699.999.867,76	19,500000
Tomadora	14/10/2005	1	19,450000	Taxa prefixada	749.999.504,24	19,500000
Tomadora	08/05/2008	1	11,610000	Taxa prefixada	14.199.993,50	11,750000
Tomadora	08/05/2008	1	11,630000	Taxa prefixada	199.999.354,36	11,750000
Tomadora	05/04/2013	1	7,160000	Taxa prefixada	10.923.638.027,78	7,250000
Tomadora	05/04/2013	1	7,150000	Taxa prefixada	5.097.315.113,56	7,250000
Tomadora	05/12/2016	1	13,650000	Taxa prefixada	10.690.751.727,39	13,750000
Tomadora	05/12/2016	1	13,650000	Taxa prefixada	10.690.751.727,39	13,750000
Tomadora	06/09/2019	1	5,900000	Taxa prefixada	7.528.200.146,26	6,000000
Tomadora	06/09/2019	1	5,900000	Taxa prefixada	5.565.164.110,02	6,000000
Tomadora	02/01/2020	1	4,400000	Taxa prefixada	39.416.520,81	4,500000
Tomadora	02/01/2020	1	4,400000	Taxa prefixada	62.153.766,09	4,500000

Tomadora	06/08/2021	1	5,150000	Taxa prefixada	280.136,38	5,250000
Tomadora	06/08/2021	1	5,150000	Taxa prefixada	1.926.910,35	5,250000
Tomadora	31/03/2022	1	11,650000	Taxa prefixada	18.332.580,09	11,750000
Tomadora	31/03/2022	1	11,650000	Taxa prefixada	15.725.126,65	11,750000

*c) qual o valor (montante) desses juros, atualizados mensalmente?*

vi) A quantia total de juros pagos, atualizados pelo IPCA, corresponde a R\$ 1.685,42 bilhões, a partir da soma dos seguintes valores, ano a ano:

<b>Ano</b>	<b>Custo das operações compromissadas (em R\$ bilhões) <sup>1/</sup></b>
2003	46,63
2004	36,65
2005	29,80
2006	33,23
2007	47,60
2008	78,51
2009	93,11
2010	85,67
2011	91,27
2012	84,39
2013	96,74
2014	134,50
2015	181,43
2016	201,44
2017	150,23
2018	98,80
2019	92,73
2020	44,03
2021	58,66

*d) qual a comparação da taxa paga nas operações com aquelas estabelecidas pelo Comitê de Política Monetária (seriam elas iguais menores ou maiores)?*

vii) A taxa paga nas operações corresponde a Selic efetiva que, atualmente, situa-se 10 pontos-base abaixo da Selic meta, esta definida pelo Banco Central de acordo com a decisão adotada pelo Comitê de Política Monetária – Copom, situação que ocorre quando o Banco Central do Brasil atua na ponta tomadora de recursos, enxugando o excesso de liquidez do sistema.

*Questão 2 da Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados - Qual o impacto na utilização de operações compromissadas para a colocação de títulos pelo Tesouro Nacional?*

viii) Com base na análise dos dados e informações coletadas, não foram encontrados indícios de haver concorrência entre as transações com operações compromissadas e as colocações de títulos pelo Tesouro, em tempos de normalidade. Esse fenômeno pode ser observado, por exemplo, em momentos de crise, como em 2020, por ocasião da pandemia da Covid-19. Em condições normais, a emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional não é influenciada pelas operações compromissadas do Banco Central do Brasil, visto que essas são realizadas com prazos mais curtos (gestão de liquidez) quando comparadas com as emissões do Tesouro, que são operações mais longas. Desse modo, são operações diversas e com horizontes de investimento distintos. As



compromissadas, mesmo lastreadas com títulos públicos, são, em sua grande maioria, no *overnight*, com duração de um dia útil, enquanto os títulos são de médio e longo prazo, a partir de seis meses.

Questão 3 da Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados - *Qual o montante de operações compromissadas que realmente se caracteriza como necessário para a gestão da política monetária?*

ix) No atual modelo legal/institucional em que se insere a Autoridade Monetária, não foram identificados parâmetros, inclusive em comparação com outros países de economias similares, para se buscar estimar um montante de operações compromissadas que seriam necessárias para a gestão da política monetária pelo Banco Central do Brasil. No caso, tem-se que o montante equivale à quantia necessária para permitir ao Banco Central o exercício de sua competência. As compromissadas estão sendo utilizadas para enxugar o excesso de liquidez de cada dia, que consiste, essencialmente, no montante de operações compromissadas vencidas nesse dia, acrescido ou subtraído dos fatores condicionantes de liquidez desse mesmo dia. Eventualmente, tais fatores condicionantes promovem oscilações bruscas no *quantum* a ser absorvido pela Autoridade Monetária, em especial devido às constantes alterações diárias dos fatores condicionantes de liquidez. Esse é o importe que garante que a taxa Selic efetiva fique estável e não se distancie da taxa Selic Meta, definida pelo Comitê de Política Monetária.

a) até que medida o Banco Central do Brasil estaria facilitando a administração do caixa das instituições financeiras com a permissão de acesso irrestrito por essas instituições ao instrumento?

x) Sob o prisma da política monetária, pelo atual arranjo institucional, para que a taxa Selic efetiva convirja para a Selic meta e se mantenha estável, o Banco Central utiliza a dinâmica de absorver todo o excedente de liquidez das reservas bancárias de todas as instituições financeiras. Trata-se da execução de uma política monetária convergente com as definições e análises técnicas desenvolvidas por metodologia que tem sido aplicada ao longo dos anos.

xi) Desta forma, o Banco Central deve intervir no mercado com o volume necessário para cumprir a sua missão institucional na condução da política monetária. Essa atuação de fato pode impactar de forma relevante a gestão do fluxo de caixa das instituições financeiras, mas não há elementos que permitam afirmar que esse seja um objetivo buscado pela Autoridade Monetária.

b) é possível que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de recebimentos e de pagamentos com a disponibilidade irrestrita do instrumento?

xii) Mediante análise dos dados e informações prestadas pelo Banco Central, tem-se a existência de um mercado líquido e bem estruturado de operações compromissadas (com colateral em títulos públicos), por meio do qual as instituições podem administrar eficientemente suas necessidades individuais de liquidez. Se por um lado esse instrumento facilita o trabalho de gerenciamento de excedentes ou de déficits temporários de liquidez a cargo das instituições, por outro lado essas instituições estão abrindo mão de operar com outros instrumentos de crédito mais rentáveis que a Selic meta (ou efetiva). Isso não implica que tais instituições estejam negligenciando a administração do seu fluxo de caixa, uma vez que as condições gerais de funcionamento do mercado de reservas bancárias podem variar em direção contrária às necessidades individuais de seus participantes. Além disso, no caso específico do Banco Central, o montante de atuação no mercado de reservas bancárias se limita ao objetivo de equilibrar o saldo agregado das reservas bancárias no sistema, de modo que não há obrigatoriedade de que todas as necessidades individuais dos participantes sejam contempladas.

c) encaminhar ao solicitante, em complemento às informações acima descritas, o presente relatório de fiscalização, acompanhado do respectivo Acórdão a ser exarado pelo Tribunal, bem como cópia das peças 22, 23 e 24 deste processo;

d) juntar cópia do acórdão que vier a ser proferido ao Processo 013.448/2021-8, dada a similitude da matéria tratada;

e) considerar a solicitação integralmente atendida, nos termos do art. 17, inciso I, da Resolução - TCU 215/2008; e,

f) arquivar o presente processo, consoante art. 169, incisos II e V, do Regimento Interno/TCU.”

2. Tendo em vista a relevância da matéria, bem como a complexidade e as peculiaridades do assunto, considere importante oferecer ao Banco Central do Brasil a oportunidade de se manifestar acerca das conclusões a que chegou a unidade instrutora em seu Relatório.

3. O Banco Central do Brasil, por sua vez, ao se manifestar nos autos (peça 36), informou sua concordância com o conteúdo do Relatório de Fiscalização da unidade instrutora, sem prejuízo de sugerir algumas correções de ordem técnica, as quais foram devidamente incorporadas à versão final do trabalho da SecexFinanças, acima transcrito.

É o relatório.