

DÍVIDA PÚBLICA, TESOURO NACIONAL E BANCO CENTRAL

A carteira de títulos para execução da política monetária

Leandro Maciel do Nascimento

O presente capítulo abordará um relevante tópico de Direito Financeiro: a relação entre a dívida pública e as operações de política monetária realizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) a partir de instrumentos (no caso, títulos públicos federais) emitidos e disponibilizados pelo Tesouro Nacional (TN). Trata-se de tema sensível e de grande relevância para a avaliação do grau de autonomia operacional das autoridades monetárias, para a mensuração dos custos fiscais e para a *accountability* de sua atuação, com impacto em indicadores econômicos e orçamentários.

No Brasil, por determinação constitucional, é “vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira” (art. 164, § 1º), podendo “comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros” (art. 164, § 2º). Por determinação legal, à autarquia monetária é vedado emitir títulos próprios (art. 34 da LRF), cabendo ao Tesouro Nacional manter um volume mínimo de títulos públicos à disposição do Banco Central para a execução de suas atribuições (art. 7º da Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019).

A exposição está dividida em três seções. Na primeira, serão expostos os vínculos entre a política monetária e a dívida pública, principalmente no que tange à constatação de que as operações com títulos públicos são o principal instrumento de atuação dos bancos centrais. Serão lembrados

os efeitos da Grande Recessão, iniciada em 2008: a necessidade, cada vez maior, de atuação coordenada entre bancos centrais e tesouros nacionais e a consolidação da mudança de paradigma da política monetária. Quanto a esse ponto, serão expostos alguns fundamentos da *Modern Money Theory* (MMT) e da chamada Teoria Quantitativa da Moeda.

Na segunda parte, serão apresentadas as justificativas para que os bancos centrais não emitam títulos próprios e utilizem os dos tesouros. Será detalhada a composição da carteira do BCB. Nela, predomina o título denominado Letra Financeira do Tesouro (LFT), indexado à taxa básica de juros Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Além disso, será abordada a predominância de realização de operações compromissadas em face de operações definitivas com títulos públicos.

A terceira parte discorrerá sobre os impactos da manutenção da carteira pelo BCB e das operações compromissadas no endividamento público. De um lado, a relação com os indicadores da dívida pública utilizados no Brasil e por organismos internacionais; de outro, o fato de no Brasil não haver regra fiscal a estabelecer limite quantitativo para o endividamento do governo federal.

12.1 Política monetária e operações com títulos da dívida pública

Os bancos centrais, para implementar as decisões de política monetária, têm à sua disposição instrumentos diretos e indiretos de atuação, com destaque para: 1) o estabelecimento dos níveis e o recolhimento compulsório de depósitos de bancos; 2) a realização de operações de desconto para instituições financeiras; e 3) a realização de operações de compra e venda de títulos públicos, emitidos pelos governos ou pelos próprios bancos centrais¹.

Tais mecanismos compõem o que, após a crise financeira de 2007-2008, ficou conhecido como “política monetária convencional”. Tratava-se, até então, do conjunto de estratégias adotadas pelos bancos centrais, fundadas no paradigma de que haveria uma relação necessária e automática entre taxas de juros, inflação e crescimento econômico².

1 UGOLINI, Stefano. **The evolution of central banking: theory and history**. London: Palgrave Macmillan, 2017. p. 220-221; BINDSEIL, Ulrich. **Monetary policy implementation: theory, past and present**. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 8; BUZENECA, Inese; MAINO, Rodolfo. **Monetary policy implementation: results from a survey**. **IMF Working Paper n. 7/7**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

2 CONTI-BROWN, Peter. **The power and the independence of the Federal Reserve**. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 139.

Após os eventos econômico-financeiros de 2008, o mencionado paradigma entrou em crise. Na época, por ocasião da desaceleração da atividade econômica, os sistemas financeiros passaram a demandar cada vez mais liquidez, ante o risco de recessão. Para atender a essa demanda e evitar o recrudescimento dos mencionados efeitos, tesouros e bancos centrais dos países mais diretamente afetados passaram a reduzir progressivamente as taxas de juros de curto prazo. Em pouco tempo, nos Estados Unidos, na Zona do Euro, na Inglaterra e no Japão, foram adotadas taxas de juros próximas a zero ou mesmo negativas³.

No entanto, tal redução não trouxe os resultados esperados. Constatação surpreendente, em face do precedente de redução da inflação estadunidense, nos anos 1980, mediante elevação da taxa básica de juros pelo Federal Reserve (FED)⁴. Percebeu-se a ocorrência da “preferência por liquidez”, situação em que a redução dos juros de curto prazo não tem o efeito imediato de reaquecer a atividade econômica. Isso porque as pessoas, as empresas e as instituições financeiras optam por manter seus recursos em guarda, ao invés de assumir o risco de os aplicar em atividades produtivas naquela conjuntura. Como a demanda por moeda se torna ilimitada, “toda compra de títulos por parte do Banco Central, através da emissão, aumenta a quantidade de moeda entesourada pelo público. Configura-se o que John Maynard Keynes chamou de a armadilha da liquidez”⁵. Nesse contexto, o custo de oportunidade de manter dinheiro entesourado mostra-se baixo ante os riscos de investimentos em atividades produtivas ou em produtos financeiros em um ambiente econômico em crise.

Em consequência, tesouros e bancos centrais passaram a ter que sofisticar e a sincronizar cada vez mais os instrumentos de política fiscal e de política monetária. Assim, além de reduzir a taxa de juros no curto prazo (que já estava perto de zero ou mesmo negativa), passaram a atuar também na redução da curva de juros (*yield curve*) no médio e no longo prazos. Pôs-se em execução, em níveis até então inéditos, programas de recompra de títulos de dívidas públicas e privadas⁶.

A propensão dos bancos centrais para recomprar títulos de longa maturação teve o efeito, entre outros, de reduzir a expectativa de ganhos

3 ROGOFF, Kenneth S. *The curse of cash*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 130.

4 ROGOFF, Kenneth S. *The curse of cash*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 119.

5 RESENDE, André Lara. *Os limites do possível: a economia além da conjuntura*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013. p. 133-134.

6 BERNANKE, Ben S.; GEITHNER, Timothy F.; PAULSON JUNIOR, Henry M. *Firefighting: the financial crisis and its lessons*. New York: Penguin Books, 2019.

futuros de seus detentores, aumentando-se o custo de oportunidade do entesouramento de recursos. Embora não fosse possível controlar as expectativas de longo prazo⁷, conseguiu-se aumentar a circulação monetária nas economias em crise⁸.

No Brasil, o financiamento das medidas anticíclicas teve uma de suas origens em alteração legislativa (com fundamento na Lei n. 11.803, de 5 de novembro de 2008) que, ao inserir nova regra para apuração do resultado do BCB, permitiu o repasse da variação cambial das reservas internacionais (cujo volume em dólar havia aumentado consideravelmente nos anos anteriores) para o Tesouro Nacional. Esse fluxo, da ordem de dezenas de bilhões de reais, foi associado à emissão direta de títulos em favor de bancos estatais, principalmente o BNDES, e, por fim, teve como contrapartida o aumento do saldo das operações compromissadas realizadas pelo BCB⁹.

Ao final dos anos 2000, os balanços dos bancos centrais expandiram-se em grande dimensão. Tanto a base monetária do lado passivo, a carteira de títulos livres do lado ativo, quanto as operações compromissadas em ambos os lados do balanço. Inclusive no Brasil. Tratava-se de um programa transnacional de emissão monetária em grande dimensão¹⁰. No entanto, mesmo com o aumento da quantidade de dinheiro disponível, os índices de inflação não cresceram de modo imediato e proporcional ao que se poderia esperar, conforme o paradigma da política monetária convencional¹¹.

-
- 7 SHILLER, Robert J. *Irrational exuberance*. 3. ed. New Jersey: Princeton University Press, 2015. p. 11.
 - 8 BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomics*. 7. ed. Boston: Pearson, 2017. p. 488.
 - 9 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017a. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025; CARVALHO JÚNIOR, Antonio Costa d'Ávila. "Operação de equalização cambial" e o financiamento do Banco Central ao Tesouro Nacional. **Estudo Técnico n. 04/2018**. Consultoria da Câmara dos Deputados. Brasília: Câmara dos Deputados, 2018. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/estudos/2018/201804OperaodeEqualizaoCambialeoFinanciamentodoBCBaoTesouroNacional.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025; VIANA, Murilo Ferreira. **A Lei n. 11.803 de 2008 e a relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional: o caso brasileiro à luz das experiências internacionais**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de Campinas. Instituto de Economia. Campinas, 2018. Disponível em: <https://repositorio.unicamp.br/acervo/detalhe/1080236>. Acesso em: 31 maio 2025.
 - 10 BERNANKE, Ben S.; GEITHNER, Timothy F.; PAULSON JUNIOR, Henry M. **Firefighting: the financial crisis and its lessons**. New York: Penguin Books, 2019.
 - 11 RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017. p. 87.

Esse mecanismo ficou conhecido como *Quantitative Easing* (QE) e foi utilizado pelo FED, pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Banco da Inglaterra entre 2008 e 2014¹². Foi executado por meio de operações de compra de dívidas (públicas e particulares) realizadas por bancos centrais, com respaldo dos respectivos tesouros¹³. O objetivo final era disponibilizar liquidez imediata e evitar os efeitos observados por ocasião da Grande Depressão dos anos 1930¹⁴.

Nas últimas décadas, as transações com títulos públicos realizadas pelos bancos centrais apresentaram volume maior que o dos depósitos compulsórios e mecanismos de desconto¹⁵. Como são mecanismos complementares ou alternativos, o crescimento de um leva à diminuição da participação dos outros no cômputo das medidas de política monetária. Foi o que ocorreu no Brasil entre 2005 e 2017, período em que se assistiu ao aumento das operações compromissadas, de um lado, e a um estacionamento da participação dos depósitos compulsórios, em proporção ao PIB¹⁶.

Reforçou-se, portanto, a predominância das operações em mercado aberto como principal instrumento de política monetária, não obstante a retomada mais intensa dos recolhimentos compulsórios durante o período imediatamente após o início da crise de 2008¹⁷. Em condições normais, operações com dívida são o mais relevante instrumento à disposição dos bancos centrais¹⁸.

-
- 12 CONTI-BROWN, Peter. *The power and the independence of the Federal Reserve*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 142-143.
 - 13 BERNANKE, Ben S.; GEITHNER, Timothy F.; PAULSON JUNIOR, Henry M. **Firefighting**: the financial crisis and its lessons. New York: Penguin Books, 2019.
 - 14 TROPEANO, Domenica. Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views. *In*: ROCHON, Louis-Philippe; OLAWOYE, Salewa 'Yinka (ed.). **Monetary policy and central banks: new directions in post-keynesian theory**. Northampton: Edward Elgar, 2012. p. 227.
 - 15 CAVALCANTI, Marco A. F. H.; VONBUN, Christian. Evolução da política de recolhimento compulsório no Brasil pós-Real. **Texto para Discussão 1826/2013**. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2013. p. 9. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&id=18276. Acesso em: 31 maio 2025.
 - 16 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 16-17. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.
 - 17 BUZENECA, Inese; MAINO, Rodolfo. Monetary policy implementation: results from a survey. **IMF Working Paper n. 7/7**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2007. p. 24. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.
 - 18 NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. **IMF Working Paper n. 10/40**. International Monetary

Além disso, as operações em mercado aberto, dada sua natureza persuasiva e indutora de comportamentos, bem como em razão de suas externalidades no mercado financeiro como um todo, passaram a ser práticas recomendadas por parte de organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI)¹⁹.

No Brasil, o panorama não é distinto. Nos últimos trinta anos, ocorreu um processo intenso de segregação de funções e de institucionalização cada vez maior da política monetária e da gestão da dívida pública, desde a criação da STN, em 1986, e a constitucionalização do BCB, em 1988. Ademais, desde o início dos anos 2000, observa-se igualmente aumento do volume da carteira de títulos à disposição do BCB, acompanhado de expressivo saldo das operações compromissadas lastreadas em títulos públicos²⁰.

A crise financeira de 2007-2008 e as medidas anticíclicas adotadas demonstraram a necessidade de mudança de paradigma da política monetária a cargo dos bancos centrais. Reconheceu-se a necessidade de ampliar os limites do monitoramento do volume dos agregados monetários e/ou da velocidade de circulação da moeda (indicadores pautados na chamada Teoria Quantitativa da Moeda e suas variantes). Passou-se a trabalhar com instrumentos mais sofisticados de controle de preços ou expectativas de inflação. Além disso, passou-se a ter maior atenção em relação a indicadores macroeconômicos sensíveis às decisões de política monetária, como a taxa de juros no curto prazo e seu comportamento (sua “curva”) no longo prazo.

Durante a segunda metade do século XX, embora os bancos centrais já trabalhassem com o regime de metas de inflação, o fundamento apresentado pela Teoria Quantitativa da Moeda ainda se apresentava como justificativa básica para as medidas de política monetária²¹, sendo o paradigma dominante acerca da natureza e da finalidade da política monetária, desde as análises de David Hume e David Ricardo, no século XVIII, até a Grande Depressão dos

Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 4. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

19 BUZENECÁ, Inese; MAINO, Rodolfo. Monetary policy implementation: results from a survey. *IMF Working Paper n. 7/7*. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2007. p. 3. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

20 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial IFI n. 3/2017*. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

21 RESENDE, André Lara. *Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017. p. 90-91.

anos 1930. Após críticas, foi retomado por Milton Friedman e outros economistas da chamada Escola de Chicago, nos anos 1950 e 1960²².

Percebeu-se, ao final dos anos 1980, haver um hiato entre a prática diária dos bancos centrais e dos tesouros nacionais e a justificativa teórica predominante²³. Na verdade, uma das primeiras críticas consistentes à Teoria Quantitativa da Moeda foi apresentada por Knut Wicksell, em trabalho publicado no final do século XIX. Porém, na época, suas críticas não tiveram imediata aceitação²⁴.

A crítica à Teoria Quantitativa da Moeda teve maior alcance aproximadamente um século depois. Segundo André Lara Resende, “apesar de sua aceitação quase universal, a pleiteada proporcionalidade fixa entre moeda e nível de preços nunca teve inquestionável sustentação empírica. Muito menos o sentido da causalidade da moeda para os preços”²⁵. Mais uma vez, o marco foi a crise de 2007-2008.

Como se pode perceber, ao longo do século XX, as chamadas âncoras monetárias foram progressivamente retiradas. Primeiramente, abandonou-se definitivamente o padrão-ouro, nos anos 1930²⁶. Posteriormente, a partir do início dos anos 1970, abandonou-se o chamado padrão ouro-dólar, o qual havia sido estabelecido nos acordos de Bretton Woods, de 1944²⁷.

Ainda nos anos 1970, Friedrich Hayek foi mais além. Ante os crescentes índices inflacionários do período, propôs o fim do monopólio estatal em moeda de curso forçado e defendeu a possibilidade de emissões privadas e a livre circulação de divisas estrangeiras, de modo que os agentes econômicos ficassem livres para escolher suas unidades de conta, meios de pagamentos e meios de reserva de acordo com suas preferências, em um ambiente de competição²⁸.

22 ROSENN, Keith S. **Law and inflation**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1982. p. 7-8.

23 WOODFORD, Michael. **Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy**. Princeton: Princeton University Press, 2003. p. 24.25.

24 ARNON, Arie. **Monetary theory and policy from Hume and Smith to Wicksell: money, credit and economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 343-345.

25 RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017. p. 87.

26 POLANYI, Karl. **A grande transformação**. Tradução de Miguel Serras Pereira. Lisboa: Edições 70, 2012. p. 143.

27 EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. 2. ed. São Paulo: Ed. 34, 2012. p. 183.

28 HAYEK, Friedrich A. **Desestatização do dinheiro**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. São Paulo: Instituto Von Mises, 2011. p. 141.

Em contrapartida, diante do caráter fiduciário da moeda, tentou-se limitar a quantidade emitida, não mais com lastro metálico ou em dólar, já abandonados, mas pelo estabelecimento de montantes máximos previstos em regras jurídicas. O Brasil desvinculou-se dos mencionados lastros e adotou o modelo de moeda fiduciária a partir do ano de 1933²⁹, mas a legislação monetária tentou estabelecer limites para os volumes de emissão.

A Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que reformou o sistema bancário e criou o Banco Central do Brasil, foi elaborada sob o paradigma da Teoria Quantitativa da Moeda. Como exemplo, havia previsão de um “orçamento monetário”, aprovado pelo Conselho Monetário Nacional (art. 4º, III). O objetivo seria controlar “a expansão dos meios de pagamento na economia, tornando-se coerente com a previsão de crescimento do produto físico e uma certa elevação no nível geral de preços, mantida a velocidade-renda da moeda constante”³⁰. Entendia-se que, “em uma economia inflacionada, o processo de contenção do crescimento dos meios de pagamento visando a impedir que êste ocorra para financiar o aumento de preços, de vez que o crescimento do produto real é limitado, é [seria] feito através do orçamento monetário”³¹. Contudo, o mecanismo não se mostrou eficaz e a experiência inflacionária brasileira reforça a constatação³².

Considerando que a emissão monetária é uma das exteriorizações da soberania estatal³³, a Constituição brasileira de 1988 estabelece que: 1) compete à União legislar privativamente “sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais” (art. 22, VI); 2) cabe ao Congresso Nacional dispor sobre “matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações” (art. 48, XIII); e 3) cabe ao Congresso Nacional dispor sobre “moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”

29 FRANCO, Gustavo H. B. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

30 AMORIM NETTO, Marcos. *O orçamento monetário: formulação e acompanhamento de suas contas no período 1963/1966*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas. Escola de Pós-Graduação em Economia. Rio de Janeiro, 1968. p. 1.

31 AMORIM NETTO, Marcos. *O orçamento monetário: formulação e acompanhamento de suas contas no período 1963/1966*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Fundação Getúlio Vargas. Escola de Pós-Graduação em Economia. Rio de Janeiro, 1968. p. 3.

32 HORTA, Maria Helena. Atribuições das autoridades monetárias no Brasil e formulação do orçamento monetário. *Texto para Discussão Interna n. 36*. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 1981, p. 7-10. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_0036.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

33 HAYEK, Friedrich A. *Desestatização do dinheiro*. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. São Paulo: Instituto Von Mises, 2011. p. 33.

(art. 48, XIV). Em suma, de acordo com as regras constitucionais, temas monetários devem ser veiculados por lei, cabendo ao Banco Central sua emissão e ao Congresso Nacional o estabelecimento de limites à base monetária.

Nos anos 1990, a legislação que estabeleceu o Plano Real (Medida Provisória n. 542, de 30 de junho de 1994, convertida na Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995) determinou um controle quantitativo da moeda brasileira, em proporção às reservas internacionais, exposta por meio de programação monetária³⁴. Tal modelo vigorou aproximadamente por cinco anos. Em face da conjuntura econômica do final dos anos 1990, foi estabelecido o regime de metas de inflação, “que acabou com qualquer vinculação [quantitativa] entre a emissão de moeda e as reservas internacionais”³⁵. Desse modo, a fixação da taxa básica de juros se tornou, no Brasil, o instrumento mais relevante para controle das expectativas inflacionárias.

Abandonou-se, pois, o regime de controle do volume de emissão. Afastou-se, de um lado, a limitação cambial e, de outro, constatou-se que o controle da programação monetária, dependente de autorização legislativa, não se mostrou suficientemente eficaz para limitar ou regulamentar a execução da política monetária. Com efeito, foi possível constatar “a inadequação do Poder Legislativo para lidar com aspectos operacionais da política monetária, como são os limites à emissão de moeda, quantitativamente considerados. A gestão da política monetária, ainda que exclusivamente quanto a limites a serem observados, exige uma agilidade incompatível com o processo legislativo”³⁶.

Ao longo dos últimos vinte e cinco anos, a política monetária no Brasil passou a ser conduzida por meio do regime de metas de inflação, no qual a principal variável a ser controlada é a taxa básica de juros, e não o volume de dinheiro em circulação. No entanto, nesse período, continuaram em vigor os dispositivos legais que fundamentavam o regime anterior (limite de emissão em proporção às reservas internacionais e a uma programação aprovada pelo Congresso Nacional). Em outras palavras, muito embora a execução fosse pelo regime de metas de inflação, o fundamento quantitativo da moeda continuava em vigor no Brasil. Pelo menos no plano jurídico-formal.

34 CARVALHO JÚNIOR, Antonio Costa d'Ávila; PINTO, Victor Carvalho. Limites constitucionais à emissão de moeda. *In*: SILVA, Rafael Silveira e. **30 anos da Constituição: evolução, desafios e perspectivas para o futuro**. Brasília: Senado, 2018. v. 1. p. 209-211.

35 CARVALHO JÚNIOR, Antonio Costa d'Ávila; PINTO, Victor Carvalho. Limites constitucionais à emissão de moeda. *In*: SILVA, Rafael Silveira e. **30 anos da Constituição: evolução, desafios e perspectivas para o futuro**. Brasília: Senado, 2018. v. 1. p. 213-214.

36 CARVALHO JÚNIOR, Antonio Costa d'Ávila; PINTO, Victor Carvalho. Limites constitucionais à emissão de moeda. *In*: SILVA, Rafael Silveira e. **30 anos da Constituição: evolução, desafios e perspectivas para o futuro**. Brasília: Senado, 2018. v. 1. p. 216.

A Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019, ao estabelecer novos parâmetros para o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, buscou corrigir esse descasamento entre o que previam as leis e a efetiva execução da política monetária no Brasil. Conforme seu art. 10, inciso III, foram revogados os dispositivos que estabeleciam os limites quantitativos para a moeda. Assim, a começar de sua vigência, pode-se afirmar que o direito brasileiro reforçou o abandono, também no plano jurídico-normativo, dos fundamentos da Teoria Quantitativa da Moeda.

Desse modo, o monitoramento das expectativas inflacionárias passou a ficar, de fato e de direito, predominantemente a cargo da regulação da taxa de juros e das operações com títulos públicos. Em outras palavras, utilizando-se a metáfora marítima, o valor do Real passou a flutuar sem âncoras formais (sejam elas metálicas ou cambiais)³⁷. Seu valor passou a ser determinado pela relação entre taxas de juros, expectativas de inflação e operações com títulos públicos. Confirmou-se a opção por uma política monetária passiva, por parte do BCB, o qual “procura determinar a taxa de juros e deixa a oferta de moeda variar para ajustar a demanda e oferta da mesma” (em contraposição à política monetária ativa, por meio da qual a autoridade monetária “controla a oferta de moeda e deixa a taxa de juros oscilar para determinar o equilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda na economia”³⁸).

Ressalte-se que mesmo entre os que acolhem as críticas à Teoria Quantitativa da Moeda não há consenso acerca de qual seria a melhor base teórica que viria a substituí-la. Aponta-se, como alternativa à Teoria Quantitativa, o retorno ao “Cartalismo”, às teorias estatais da moeda, conforme exposto inicialmente por Georg K. Knapp, no início do século XX, e retomado, no século XXI, pelos adeptos da chamada *Modern Money Theory*. Note-se:

A tese é originalmente de Warren Mosler, um financista, sem formação acadêmica em economia, o que contribuiu para o descrédito com que é tratado pela maioria dos analistas. Durante muitos anos, Mosler conduziu uma cruzada, procurando ser ouvido, tanto por acadêmicos, como por formuladores de políticas, sempre sem sucesso. Em 2010, Mosler publicou um pequeno livro, no qual expõe, de forma direta e simples as suas teses. O título, *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy* [As inocentes sete fraudes capitais da política econômica], é uma homenagem a John K. Galbraith, que cunhou a expressão. James

37 CARVALHO JÚNIOR, Antonio Costa d'Ávila; PINTO, Victor Carvalho. Limites constitucionais à emissão de moeda. In: SILVA, Rafael Silveira e. *30 anos da Constituição: evolução, desafios e perspectivas para o futuro*. Brasília: Senado, 2018. v. 1. p. 221-222.

38 OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Moeda, juros e instituições financeiras: regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 189.

Galbraith, o filho do influente pensador e professor da Universidade de Harvard, assina o prefácio. O desenvolvimento conceitual da MMT foi levado adiante por professores da Universidade de Missouri-Kansas, como L. Randall Wray e Stephanie Kelton. O livro de Wray, *Modern Money Theory*, é a mais completa exposição dos princípios da MMT e de porque a má compreensão da moeda leva a uma série de equívocos na formulação de políticas macroeconômicas. *Understanding Government Finance* [Entendendo as finanças governamentais], de Brian Romanchuk, é uma versão sintética, dirigida ao público não especializado, das razões pelas quais estados que têm o poder de emitir sua moeda não estão sujeitos às mesmas restrições financeiras que os demais agentes na economia³⁹.

Em linhas gerais, a MMT apresenta os seguintes fundamentos: 1) a moeda é uma criação estatal, cuja principal função é servir como unidade de conta; 2) os governos emissores não precisam arrecadar moeda para gastar; e 3) o excesso de moeda não causa necessariamente processos inflacionários.

De acordo com a MMT, a principal função da moeda é servir de unidade de conta. As demais (reserva de valor e meio de troca) não seriam tão essenciais. Uma determinada moeda serve como unidade de conta quando um Estado, no exercício de sua soberania, assim a define. O “curso forçado” determina sua obrigatoriedade como parâmetro de valor para bens e serviços. E mais: é o poder liberatório de obrigações para com o Estado (como o pagamento de tributos) que, segundo tal teoria, seria a principal propriedade da moeda⁴⁰. Conforme André Lara Resende, “moeda é uma unidade de crédito contra o estado, ou seja, uma unidade de dívida do Estado, que é legalmente aceita para o pagamento de impostos. Os estudos antropológicos recentes tendem a confirmar a tese Cartalista de que a moeda seria uma criação do poder soberano e é indissociável da cobrança de tributos”. Desse modo, o fato de uma moeda (fiduciária) ser amplamente aceita decorre de seu poder liberatório quanto às obrigações tributárias⁴¹.

A experiência hiperinflacionária, inclusive no Brasil em face das numerosas trocas de padrão monetário, aponta que quando os preços sobem descontroladamente e a moeda perde o valor, os agentes econômicos deixam de utilizá-la como reserva de valor (passa-se a buscar ativos menos voláteis)

39 RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020. p. 63.

40 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 1-2.

41 RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020. p. 65.

e a moeda perde sua capacidade de servir como meio de pagamento (muitas vezes, mesmo que de modo informal, procura-se indexar obrigações a moedas mais fortes). Em consequência, as moedas deixam igualmente de ser relevantes como unidade de conta, situação em que produtos, serviços e salários passam a ser avaliados e indexados por meio de outros parâmetros (como índices de correção ou mesmo outras moedas). O estágio inicial de implantação do Plano Real no Brasil, entre 1993 e 1994, buscou controlar as elevadas taxas de inflação por meio do resgate das funções da moeda: primeiro, a criação de uma nova unidade de conta, a URV (Unidade Real de Valor), que substituiu o Cruzeiro Real até a adoção do Real, em julho de 1994, que passou a ser a moeda nacional de curso obrigatório, concentrando as três funções monetárias⁴².

O segundo fundamento da MMT, de acordo com o qual os governos emissores de moeda não precisariam arrecadar para realizar suas despesas, requer uma explicação mais detalhada. “Em suma, o governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo”⁴³.

Em outras palavras, o Estado: 1) cria o dever de pagar tributos e 2) cria a moeda de curso forçado como medida e como meio de pagamento das obrigações tributárias. Ao mesmo tempo, o Estado realiza despesas e as paga com a mencionada moeda que criou e que, depois, exigirá de volta. Ou seja, a moeda retornará ao Estado, seja por meio das obrigações tributárias (compulsórias) ou pelo caminho da dívida (de adesão voluntária). Nesse trajeto, o dinheiro parametriza débitos e créditos (unidade de conta) e serve como meio de pagamento e como reserva de valor⁴⁴.

Assim, se se adota a premissa de que os governos emissores primeiramente realizam despesa e criam moeda, a conclusão é a de que não precisam arrecadar para gastar. A outra conclusão seria a de que não haveria limites à despesa pública, muito menos à emissão monetária. Portanto, embora eficaz perante a opinião pública, a comparação entre governos emissores e os demais agentes econômicos não seria adequada, pois os Estados seriam sempre solventes em sua própria moeda⁴⁵.

42 BACHA, Edmar. *Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012. p. 139-140.

43 RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020. p. 66.

44 WRAY, L. Randall. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Northampton: Edward Elgar, 1998. p. 80.

45 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 2.

Sendo assim, de acordo com a MMT, a função da dívida pública não é a de financiar a despesa governamental por meio do equilíbrio entre as receitas tributárias e os gastos. Esse financiamento seria meramente ilusório⁴⁶. Partindo do pressuposto de que o governo emissor pode “fabricar” dinheiro por meio da despesa pública, não faz sentido afirmar que ele precisaria tomar dinheiro emprestado de agentes privados para financiar suas atividades⁴⁷.

A conclusão é que a principal função das operações de mercado aberto (realizadas pelos tesouros e bancos centrais) é, em última instância, a de diminuir a pressão inflacionária por meio do pagamento de juros aos agentes econômicos, como incentivo para que retirem, ainda que momentaneamente, seu dinheiro (que foi emitido pelo Estado) de circulação⁴⁸.

Por fim, o terceiro postulado da MMT, segundo o qual o excesso de moeda não geraria inflação, foi reforçado com a experiência de *Quantitative Easing*, nos Estados Unidos, na Europa e no Japão, após a crise de 2007-2008.

De fato, mostra-se contraintuitiva a afirmação de que excesso de moeda não gera inflação, principalmente em face da longa predominância, na teoria monetária, das explicações quantitativas. De acordo com os adeptos da MMT, o que gera a inflação não é o excesso de meio circulante na economia (do que, pelas regras da oferta e procura, resultaria em desvalorização da moeda, um dos efeitos dos processos inflacionários). Na verdade, a inflação é resultado da despesa pública e das expectativas inflacionárias (que atuam por meio da chamada inflação inercial). Isso se dá por meio da pressão que as aquisições governamentais exercem sobre a capacidade instalada na sociedade para fornecer bens e serviços e as expectativas futuras que tal situação gera. Segundo a MMT, somente de modo indireto, o fenômeno inflacionário decorreria de déficits orçamentários.

Assim, se o Estado adquire muito, os particulares terão de competir, no mercado, para adquirir os mesmos bens e serviços. O resultado será o aumento de preços. A solução, a diminuição das aquisições públicas. Por outro lado, se os governos adquirem pouco, reduz-se a pressão inflacionária, levando à queda dos preços, à deflação e a todos os efeitos correlatos. Em ambos os casos, os bancos centrais devem atuar por meio das taxas de juros, com vistas a regular as expectativas inflacionárias⁴⁹.

46 WRAY, L. Randall. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Northampton: Edward Elgar, 1998. p. 85.

47 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 5.

48 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 3.

49 RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020. p. 68-73.

Não obstante a afirmação de que os Estados são solventes em sua própria moeda e de que não há, a princípio, limitação à despesa pública, tem-se claro que a emissão monetária não pode ser realizada de modo descontrolado, principalmente em razão da pressão inflacionária que a despesa pública exerce sobre a capacidade econômica da sociedade em fornecer bens e serviços. Sendo assim, a despesa pública e a contrapartida do endividamento estão submetidas ao acompanhamento e à restrição por parte do mercado, “a restrição da realidade, a restrição da capacidade produtiva da economia”, pois, “a partir de um determinado ponto, o gasto governamental pode pressionar os preços e provocar inflação”⁵⁰. Além disso, deve submeter-se igualmente ao controle orçamentário por parte do Poder Legislativo, o qual autoriza os déficits e os limites dos gastos⁵¹.

Os fundamentos da MMT, acima expostos, são objeto de críticas. Na principal delas, afirma-se que a teoria não seria uma novidade, pois seu efeito final, a possibilidade ou a necessidade de déficits, seria o mesmo das propostas keynesianas para situações de desaceleração econômica. As consequências desse descontrole, igualmente, seriam as mesmas. Em resposta a André Lara Resende, Edmar Bacha afirma que a MMT seria um tema que estaria “no andar de baixo da academia americana”, e que passou a ter maior atenção quando foi apropriado pelo “espectro mais à esquerda do Partido Democrata” daquele país. Além disso, teria como principal efeito a promoção de uma expansão descontrolada das despesas e dos desequilíbrios orçamentários⁵².

Em todo caso, há de se reconhecer que os fundamentos da MMT se aplicam de modo mais adequado aos países emissores de moeda forte e aos que não se endividam em moeda estrangeira. Em se tratando de moeda que não seja forte ou havendo considerável endividamento externo, não se pode falar que inexistiria restrição à emissão monetária. No entanto, essa crítica já foi apontada por André Resende ao indicar a “restrição da realidade” como limite concreto à MMT.

De todo modo, o debate sobre os fundamentos da MMT apresenta o mérito de explicitar a natureza e a função da moeda, além de fortalecer o papel das operações de dívida pública na fixação e na manutenção de seu valor.

50 RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020. p. 73.

51 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 6.

52 BACHA, Edmar. Comentários ao texto de André Lara Resende. *Jornal Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 25 mar. 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/03/25/comentarios-ao-texto-de-andre-lara-resende-por-edmar-bacha.ghtml>. Acesso em: 31 maio 2025.

No que tange a este trabalho, a menção à MMT serve para tornar mais visível e relevante a coordenação entre tesouros nacionais e bancos centrais⁵³.

Em suma, a partir do final do século XX e início do XXI, os bancos centrais passaram a utilizar com mais ênfase as operações com títulos públicos, como principal instrumento para atingir as metas de controle inflacionário, em cumprimento à íntima relação entre taxas de juros e nível geral de preços (*interest and prices*). Os demais instrumentos foram relegados à condição de meros atores coadjuvantes⁵⁴. Nesse sentido, os bancos centrais precisam de uma carteira de títulos em quantidade e qualidade suficientes à sua disposição. É o que será exposto a seguir.

12.2 Operações do BCB em mercado aberto: carteira de títulos e operações compromissadas

O BCB utiliza títulos da dívida pública como um dos mecanismos de execução de suas atribuições. Para tanto, a entidade monitora os estoques e os fluxos das reservas bancárias, a liquidez do sistema financeiro como um todo e as expectativas inflacionárias para, entendendo necessário, intervir em mercado, por meio de operações de venda e de compra de títulos, com ou sem cláusula de recompra (ou de revenda) no curto prazo.

Originalmente, tratava-se de operação fora do padrão de atuação, no sentido de que seria uma intervenção discricionária do Banco Central, normalmente como um participante anônimo do mercado secundário. O ideal é que tal atuação não pudesse ser antecipada pelos agentes financeiros⁵⁵.

Mediante tais operações, a autoridade monetária busca atingir seus objetivos, como o de assegurar a estabilidade do sistema financeiro (evitando os riscos de liquidez ou de crédito) e o de influenciar a taxa de juros⁵⁶, de modo a conduzir a inflação ao centro da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM)⁵⁷.

53 WRAY, L. Randall. *Modern money theory*. 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015. p. 2.

54 CONTI-BROWN, Peter. *The power and the independence of the Federal Reserve*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 134-135.

55 BINDSEIL, Ulrich. *Monetary policy implementation: theory, past and present*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 145.

56 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial IFI n. 3/2017*. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 6. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

57 CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 371.

Tendo o FED como referência, Conti-Brown explica de que forma a atuação de um Banco Central influencia a taxa de juros da economia, por meio de operações com títulos públicos:

Mais concretamente, o FED restringe a oferta de moeda fazendo o inverso da compra dos títulos do Tesouro [...] – ele os vende para suas contrapartes. Quando o FED vende esses títulos no mercado aberto, ao preço de mercado, ele substitui o dinheiro no balanço do banco por um ativo menos líquido, um título público de curto prazo. Por sua vez, o banco contraparte do FED exigirá empréstimos devidos – ou, mais frequentemente, iniciará menos empréstimos subsequentes – diminuindo ou desacelerando a expansão da oferta de moeda.

Até agora, essa explicação ignorou a importância das taxas de juros. Afinal, o FED não fez nada explicitamente com as taxas de juros – apenas injetou ou retraiu liquidez para expandir ou reduzir a oferta de moeda. A conexão entre operações de mercado aberto e taxas de juros, no entanto, é tão básica quanto um gráfico de oferta e demanda de economia introdutória. Aqui, a oferta e a demanda são a oferta e a demanda por empréstimos bancários de curto prazo, uma *commodity* para a qual existe um mercado, assim como existem mercados para petróleo bruto, abacaxis ou armadilhas para esquilos. O preço do dinheiro nesses mercados é a taxa de juros, aqui chamada de “taxa dos fundos federais”. Quando há menos dinheiro disponível para os bancos emprestarem uns aos outros, eles pagam mais por ele – e as taxas de juros sobem. Quando há mais dinheiro, as pessoas pagam menos por ele e as taxas de juros caem. Assim, embora a diferença entre a taxa efetiva dos fundos federais e a taxa-alvo dos fundos federais seja, na verdade, mais complexa do que essa explicação simples sugere, a realidade básica é que o FED pode afetar as taxas de juros, e de fato o faz, por meio de operações de mercado aberto semelhantes ao processo descrito acima: ao afetar a disponibilidade de dinheiro, o FED altera o preço do dinheiro⁵⁸.

Ante tal descrição, mostra-se intuitivo que a atuação de um Banco Central demanda títulos públicos. Nesse sentido, a autoridade monetária deve ter “uma carteira de títulos no seu balanço, pois ela é crucial para a condução da política monetária e da gestão da liquidez na economia”⁵⁹.

58 CONTI-BROWN, Peter. *The power and the independence of the Federal Reserve*. Princeton: Princeton University Press, 2016. p. 133-134 (Tradução livre).

59 BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório Especial – Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. Brasília: STN, 2019. p. 13. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/318974/RelatorioBCTesouro/b3f49f92-9ce0-4f75-b5cf-d14565cd4d20>. Acesso em: 31 maio 2025.

Ocorre que, embora seja a única agência governamental autorizada a emitir moeda corrente, o BCB não pode emitir os títulos que irá utilizar em suas operações. No Brasil, emissão de dívida pública realizada exclusivamente por meio do Tesouro Nacional, que o faz tanto para o financiamento das atividades estatais como para fins de execução de política monetária. Além de justificativas de cunho econômico, a centralização da emissão de títulos no âmbito do TN demonstra que a atuação do BCB não é de todo discricionária ou ilimitada (pois não pode produzir seu instrumento de atuação) e que há um mínimo de *accountability* em sua atuação⁶⁰.

Até a criação da STN, em 1986, cabia ao BCB a gestão da dívida pública brasileira, o que incluía a emissão e o resgate de títulos para as necessidades de financiamento do governo, como também o cumprimento das operações de política monetária⁶¹. Tal situação começou, progressivamente, a ser alterada. Após sua criação, a STN assumiu a gestão da dívida mobiliária interna⁶². Esse processo foi acelerado nos anos 1990, no contexto das reformas introduzidas pelo Plano Real, e foi consolidado com a entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal. Como fruto de comum acordo entre o BCB e o TN, o art. 34 da LRF centralizou a emissão de títulos públicos no âmbito da autoridade fiscal e proibiu o BCB de exercer tal atribuição a partir de maio de 2002. Desde então, houve o progressivo aumento de emissão por parte do primeiro e a concomitante redução do estoque de títulos do segundo que estavam em poder do mercado⁶³.

De acordo com critérios internacionalmente aceitos pelos mercados e organismos multilaterais⁶⁴ e em conformidade com o regime jurídico e as práticas em vigor no Brasil, o BCB é reconhecido como entidade autônoma no

60 DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo do BACEN, do BCE e do FED*. São Paulo: Saraiva, 2013.

61 LEISTER, Maurício Dias. *Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal*. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 21. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

62 PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. *In*: CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de; SILVA, Anderson Caputo. *Dívida pública: experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009. p. 62-63.

63 NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. *IMF Working Paper n. 10/40*. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 6-7. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

64 HERGER, Nils. *Understanding central banks*. Basel: Springer, 2019. p. 136.

exercício de suas competências. Nos termos do art. 6º da Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021,

Art. 6º O Banco Central do Brasil é autarquia de natureza especial caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei Complementar ou de leis específicas destinadas à sua implementação.

Tal autonomia afasta qualquer ideia de relação hierárquica e cria, para o Tesouro Nacional, a obrigação de assegurar uma carteira de títulos em quantidade e em qualidade suficientes para o BCB executar suas atribuições. Em ocorrendo o vencimento de título em posse da autoridade monetária, cabe ao Tesouro Nacional refinanciar (apenas) o principal e o substituir, mediante a emissão de novos documentos de dívida. O BCB não pode receber juros nas operações com o TN. Tenta-se, dessa forma, conciliar a complexa relação entre o dever de fornecimento de títulos para a execução da política monetária e a proibição de financiamento das atividades do Tesouro Nacional por meio do Banco Central, conforme vedação constitucional⁶⁵.

Nesse sentido, logo após a aprovação da LRF, entrou em vigor a Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001. Ao “dispor sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria”, o mencionado instrumento normativo determinou ao Tesouro Nacional a emissão de títulos públicos para, entre outras finalidades, “assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária” (art. 1º, IX, com redação dada pela Lei n. 11.803, de 5 de novembro de 2008).

Desde então, consolidou-se o modelo de centralização da emissão de dívida pública no TN. Além disso, caso as operações do BCB gerassem resultado (semestral) negativo, caberia ao Tesouro fazer a respectiva cobertura e recompor o patrimônio líquido do banco, mediante a emissão de títulos públicos. Atualmente, a matéria (tanto a destinação dos resultados quanto o dever de manutenção da carteira de títulos) é regulada também pela Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019.

Assim, uma vez proibida a emissão própria de títulos, o BCB passou a ter à sua disposição quantidade suficiente de títulos públicos para execução de suas atribuições. Outra característica é que, nesse mesmo período, o BCB

65 LOYOLA, Gustavo. As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil: diagnóstico e propostas. *In*: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Record, 2016. p. 232.

apresentou grande ênfase em negociações provisórias, com cláusula de reversão no curto prazo, com as chamadas operações compromissadas⁶⁶.

Nesse contexto, a seção a seguir abordará as justificativas para a opção de não permitir ao BCB emitir títulos próprios, a composição da carteira, o impacto das operações compromissadas, a recomposição da carteira de títulos para política monetária e seu impacto nos indicadores de endividamento do Brasil.

12.2.1 Banco Central: títulos próprios e/ou títulos do Tesouro?

Embora, desde 2002, o Tesouro Nacional seja o emissor exclusivo de títulos da dívida pública no Brasil, ainda se mostra relevante expor os fundamentos que justificam a adoção de tal modelo, principalmente ante o impacto fiscal da política monetária e a dimensão do crescimento dos indicadores de endividamento público nos últimos anos.

A comparação entre diversos países, periodicamente realizada pelo FMI a partir do *Information System for Instruments of Monetary Policy* (ISIMP), aponta dois resultados que merecem atenção. Quantitativamente, a amostra utilizada se divide de modo equivalente em três grupos de países, cujos bancos centrais: 1) utilizam apenas títulos do tesouro; 2) utilizam apenas títulos próprios; e 3) utilizam tanto títulos próprios quanto do respectivo tesouro. Apesar da equivalência numérica, a análise qualitativa aponta para o predomínio do modelo de emissão exclusiva por parte do tesouro no conjunto de países desenvolvidos⁶⁷.

Leister utilizou dados mais recentes e chegou à mesma constatação: “Ao se analisar o conjunto de economias avançadas e zona do euro dentro do grupo de respondentes do questionário percebe-se que há forte preferência pelo uso exclusivo de títulos do TN, sem uso ou permissão de títulos do BC. Em apenas 3 das 16 economias avançadas e zona do euro o BC emite títulos próprios”⁶⁸. E reafirmou a conclusão de Obert Nyawata: “pode-se dizer que

66 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial IFI n. 3/2017*. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

67 NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. *IMF Working Paper n. 10/40*. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 7-8. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

68 LEISTER, Maurício Dias. Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 17. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

há indicativo empírico de que a melhor prática tende a ser não permitir que o BC emita títulos próprios⁶⁹.

Em suma, gerir a dívida pública (para cobertura das necessidades de financiamento e para a execução da política monetária) com a utilização exclusiva de títulos emitidos pelo Tesouro mostra-se prática internacionalmente mais recomendável. Em linhas gerais, apenas sob condições excepcionais é que os bancos centrais recorrem à emissão de títulos próprios, normalmente quando sua autonomia operacional é posta em xeque ou não há garantia de volume suficiente de títulos para execução de suas atribuições⁷⁰.

Assim, a preferência por títulos dos tesouros (em detrimento dos emitidos pelos bancos centrais) pauta-se em três fundamentos básicos: 1) propiciar uma perspectiva integrada do setor público; 2) obter ganho de escala para fomentar o desenvolvimento dos mercados financeiros; e 3) gerar externalidades positivas para outros instrumentos financeiros e para o resto da economia.

A perspectiva integrada do setor público ficará comprometida, caso haja mais de um emissor de dívida pública. Com efeito, a centralização da geração da dívida pública traz mais transparência para os cidadãos. A justificativa está no fato de que os prejuízos e as perdas da atuação da política monetária e da estabilização do setor financeiro, executadas pelos bancos centrais, tendem a ficar mais claros para a sociedade. Deve ser levado em consideração, nesse ponto, que a situação financeira e patrimonial dos tesouros e dos bancos centrais forma um todo integrado e que as perdas serão igualmente suportadas por todos os contribuintes. Tais perdas e mesmo o custo fiscal tendem a ser menos transparentes, caso o Banco Central possa emitir seus próprios títulos em acumulação ao poder de emitir moeda⁷¹.

Além do mais, a emissão única pelos tesouros nacionais evita a fragmentação dos mercados e a inapropriada concorrência entre os emissores na disputa por compradores. E isso traria confusão aos agentes econômicos e perda da credibilidade da política fiscal e da política monetária. Nesse

69 LEISTER, Maurício Dias. *Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal*. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 17. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

70 NYAWATA, Obert. *Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations*. IMF Working Paper n. 10/40. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 5. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

71 NYAWATA, Obert. *Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations*. IMF Working Paper n. 10/40. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 23. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

sentido, deve ser observado que “títulos do BC tendem a operar na ponta curta da curva de juros, quase sempre com maturidades inferiores a 12 meses, enquanto os títulos do MF tendem a se concentrar nos vencimentos mais longos”⁷². O resultado seria prejudicial para a gestão da dívida pública e o aumento de seu custo, no curto, no médio e no longo prazos⁷³.

A melhor forma de conciliar tal divergência é unificar a emissão dos títulos. A prática internacional aponta nesse sentido.

Desse modo, a dívida pública, quando operada por meio de títulos emitidos exclusivamente pela autoridade fiscal, afasta a competição predatória com títulos dos bancos centrais e, em face da abrangência e do ganho de escala, gera maiores externalidades positivas. Em linhas gerais, os títulos do tesouro, conforme as características próprias de cada documento: 1) atuam de modo mais efetivo como ferramenta de proteção em face dos riscos relativos a bruscas alterações das taxas de juros, bem como servem como garantidores de outras operações, como operações compromissadas, de mercados futuros e de mercado de opções; 2) servem como parâmetro para a precificação de outros ativos financeiros, como é o caso do mercado financeiro brasileiro, que utiliza as “taxas” CDI e Selic como parâmetro de rendimento e de desempenho de produtos financeiros; e 3) permitem que a flutuação da liquidez seja concentrada em datas-chave.

Em síntese, a emissão exclusiva de títulos pelos tesouros nacionais gera mais externalidades positivas e permite um maior desenvolvimento e sofisticação dos mercados financeiros de cada país⁷⁴.

Por fim, a partir do momento em que os bancos centrais passam a emitir títulos e os colocam em seus balanços, surge para as autoridades monetárias preocupações quanto à preservação de seu patrimônio líquido e isso pode gerar ruídos na execução da política monetária, em face de elevados aumentos do endividamento do Banco Central⁷⁵. Nesse sentido, contribui

72 LEISTER, Maurício Dias; MEDEIROS, Otávio Ladeira de. Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. *In*: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 138.

73 LEISTER, Maurício Dias. *Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal*. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 14. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

74 NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. *IMF Working Paper n. 10/40*. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. p. 17-18. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

75 NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. *IMF Working Paper n. 10/40*. International Monetary

para uma maior autonomia na execução da política monetária a emissão exclusiva de títulos pelos tesouros (com a gestão unificada dos montantes e dos vencimentos), bem como o dever de cobertura de resultados negativos e de garantir uma carteira de títulos em nível suficientemente adequado aos bancos centrais.

Em suma, a opção pela emissão de títulos pelos bancos centrais apenas se justifica em países em que não há autonomia operacional (pelo menos de fato) ou não há a disponibilização de títulos em quantidade suficiente para a execução da política monetária. Esse quadro geralmente está associado a uma situação de menor desenvolvimento do mercado financeiro (em termos gerais) e do de títulos públicos (em particular). Tais características não se apresentam nos países de economia desenvolvida e não correspondem ao atual quadro brasileiro. Nesse sentido, além de proporcionar autonomia operacional ao BCB, o mercado brasileiro de títulos públicos apresenta robustez que não justifica retornar ao modelo anterior à edição da LRF⁷⁶.

Em conclusão, a emissão de títulos próprios pelos bancos centrais somente é recomendável quando a conjuntura interna de cada país apontar para uma menor autonomia operacional da autoridade monetária. Inexistindo esse contexto, a unificação da origem da dívida pública nos tesouros mostra-se melhor prática e extensivamente adotada em países de economia mais desenvolvida.

12.2.2 Composição da carteira de títulos do Banco Central do Brasil

A Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, que dispõe “sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria”, estabelece, em seu art. 2º, três tipos de títulos com as seguintes denominações: 1) “Letras do Tesouro Nacional – LTN, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos”; 2) “Letras Financeiras do Tesouro – LFT, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos”; e 3) “Notas do Tesouro Nacional – NTN, emitidas preferencialmente para financiamento de médio e longo prazos”.

Além dos títulos referidos acima, há ainda os Certificados Financeiros do Tesouro (CFT), os quais serão “qualificados no ato da emissão, preferencialmente para operações com finalidades específicas definidas em lei”

Fund. Washington DC: IMF, 2012, p. 23. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

76 LEISTER, Maurício Dias. Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 27. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

(art. 2º, parágrafo único). Por fim, há os Títulos da Dívida Agrária (TDA), cuja finalidade é financiar desapropriações para fins de reforma agrária, nos termos do art. 184 da Constituição de 1988.

Esses títulos são divididos em espécies, conforme a finalidade de emissão ou outras características, como ter juros prefixados ou não, haver antecipação de juros ou indexação a índices de inflação. Variam, igualmente, conforme o modo de oferta: alguns podem ser adquiridos em leilões públicos, por pessoas físicas em geral (programa Tesouro Direto); outros são de acesso mais restrito, com emissão direta a destinatários específicos.

Excluindo o programa Tesouro Direto, que corresponde a um pequeno percentual do montante da dívida pública brasileira, a oferta e a negociação de títulos públicos são feitas por meio de *dealers*. Desse modo, instituições financeiras escolhidas e credenciadas pela STN e pelo BCB fazem a aquisição de títulos ofertados em mercado. Entre fevereiro e julho de 2025, os *dealers* credenciados pela STN são: Banco Bradesco S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco do Brasil S.A., Safra S.A., Banco Santander Brasil S.A., Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A., BGC Liquidez DTVM Ltda., Caixa Econômica Federal, Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A., Itaú Unibanco S.A., Renascença DTVM Ltda. e XP Investimentos CCTVM S.A.⁷⁷.

O detalhamento de cada um dos títulos mencionados acima (LTN, LFT, NTN, CFT e TDA) é regulado atualmente pelo Decreto n. 9.292, de 23 de fevereiro de 2018. O mencionado instrumento normativo estabelece características de cada documento, como prazo, modalidade, valor nominal, rendimento, atualização, resgate, política de juros, séries e subséries.

Conforme dados da STN, no dia 31 de dezembro de 2024, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) era de R\$ 6,967 trilhões⁷⁸. Esse estoque abrange apenas os títulos em poder do mercado e não inclui os títulos da carteira livre do BCB. Na mesma data, o estoque da carteira do BCB era de R\$ 2,516 trilhões. Uma parcela considerável desse valor, R\$ 1,25 trilhão, estava em mercado, como garantia em operações compromissadas⁷⁹.

O detalhamento, por título, do estoque da DPMFi em 31 de dezembro de 2024 aponta a distribuição, conforme a Tabela 12.1.

77 Informação disponibilizada pela Secretaria do Tesouro Nacional. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:24572. Acesso em: 31 maio 2025.

78 Cf. Relatório Anual da Dívida (RAD 2024). Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:51345. Acesso em: 31 maio 2025.

79 Cf. Demonstrações Financeiras do BCB (2024). Disponível em: <https://bcb.gov.br/content/acesoinformacao/balanceteslai/Demonstrações%20Financeiras%20BCB%202024.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

Tabela 12.1 – Detalhamento, por título, da DPMFi.

(Estoque em 31.12.2024 – R\$ milhões)								
Título	LFT	LTN	NTN-B	NTN-C	NTN-F	Securitized	TDA	Outros
Estoque	3.378,74	1.093,94	1.877,33	81,92	509,782	7,12	0,30	17,25
% (DPMFi)	48,50	15,70	26,95	1,18	7,32	0,10	0	0,25

Fonte: STN (Relatório Mensal da Dívida – dez./2024). Elaboração própria.

Por sua vez, o detalhamento, por título, da carteira do BCB, em 31 de dezembro de 2024, apresenta a seguinte composição como indicado na Tabela 12.2.

Tabela 12.2 – Detalhamento, por título, da carteira do BCB.

(Estoque em 31.12.2024 – R\$ milhões)					
Título	LFT	LTN	NTN-B	NTN-F	Demais
Estoque	662.556	564.870	797.472	490.884	Zero
%	26,34	22,45	31,70	19,51	Zero

Fonte: BCB (Demonstrativo Anual – dez./2025). Elaboração própria.

Ainda sobre a carteira de títulos do BCB, a legislação brasileira, com o objetivo de assegurar autonomia operacional ao BCB, determina que o Tesouro Nacional deve mantê-la em nível suficientemente adequado ao cumprimento das atribuições de política monetária. Tal dever, como já dito, surgiu como contrapartida da opção adotada no Brasil de unificar a emissão de dívida pública e proibir o BCB de emitir títulos próprios. Entretanto, como era um tema novo e o BCB dispunha de quantidade de títulos considerada segura, a LRF não detalhou como deveria ser o mecanismo de aporte e recomposição do estoque de títulos à disposição da autoridade monetária⁸⁰.

Com efeito, não havia regra legal específica para a composição e a manutenção da carteira de títulos públicos à disposição do BCB. O tema era regulado por normas infralegais, situação que se mostrava frágil e não garantiria previsibilidade e segurança jurídica na relação entre o BCB, o Tesouro Nacional e os agentes de mercado. A preocupação era com o fato de que, em tese, tais regras poderiam ser alteradas unilateralmente e por ato do Ministro

80 LEISTER, Maurício Dias. Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 22. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

da Fazenda ou do Secretário do Tesouro Nacional. Em outras palavras, a regra de recomposição da carteira, com fundamento em ato infralegal, poderia comprometer a autonomia operacional do BCB⁸¹.

Quase vinte anos após a vigência da LRF, o tema passou a ser regulado por lei. No caso, pela Lei n. 13.820, de 3 de maio de 2019. Entre os diversos pontos acerca do relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, a nova lei estabeleceu critérios para o volume da carteira de títulos à disposição da autoridade monetária, conforme as condições previstas no art. 7º. Pelas novas regras, o volume mínimo, abaixo do qual surge o dever de o Tesouro o recompor, deixa de ser um valor fechado (R\$ 20 bilhões) e passa a ser proporcional (4%) ao montante da carteira total.

Portanto, as novas regras representam um aumento quantitativo (a carteira mínima passou de R\$ 20 bilhões para aproximadamente R\$ 72 bilhões) e, ao mesmo tempo, um salto qualitativo, pois tal salto saiu de um fundamento infralegal para uma previsão com respaldo em lei. Em conjunto, a alteração legislativa reforçou a autonomia operacional do BCB na condução da política monetária.

12.2.3 Utilização das LFTs como instrumento de política monetária

A participação do título LFT na carteira do BCB, como instrumento de política monetária, é objeto de debate entre economistas e especialistas em finanças públicas já há algum tempo no Brasil. Afirma-se que, pelo fato de ser um título indexado à taxa básica de juros, não seria o melhor mecanismo para o controle de preços em uma economia estabilizada.

A justificativa seria o fato de que, por sua natureza pós-fixada e atrelada à taxa Selic, a alteração desse indexador não afetaria o efeito riqueza dos detentores de LFT. Em outras palavras, o aumento da taxa de juros torna o título mais atrativo e sua redução o torna igualmente atrativo no curto prazo, inclusive em termos de liquidez e segurança. Dessa forma, em sendo mantidos estáveis os demais indicadores macroeconômicos (crescimento baixo e câmbio desvalorizado), seria necessária, em tese, uma taxa de juros muito elevada para conduzir a inflação ao centro da meta⁸². Portanto, o título não seria o mais eficiente para condução da política monetária em

81 LEISTER, Maurício Dias. *Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal*. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. p. 24-25. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31 maio 2025.

82 COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luís Carlos G. de. *Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. Texto para Discussão 2403/2018*. Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

uma economia com moeda estável e índices controlados de inflação, como o Brasil pós-Plano Real; seria, ao contrário, mais adequado a ambientes de alta inflação.

É importante ressaltar que sua criação ocorreu exatamente em um cenário de elevada inflação no Brasil, em meados dos anos 1980. Naquele contexto, o título contribuiu para controlar expectativas no curto prazo e evitar a dolarização da economia brasileira em um momento em que a moeda nacional estava a perder suas funções diante do processo diário de diminuição de seu valor⁸³. “Portanto, as LFT são um resquício deste período no arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira, mas que ainda hoje tem peso relevante na sua composição, com uma participação de 29,1% da DPMFi em dezembro de 2016”⁸⁴.

Por sua natureza, a LFT representaria, em termos práticos, uma quase-moeda, com liquidez imediata (“duração zero”, um *overnight*) e sem risco de crédito, ante a garantia do Tesouro. Uma espécie de securitização do sistema financeiro brasileiro⁸⁵. Haveria, portanto, uma confusão de atribuições da LFT: de um lado, o principal instrumento de política monetária; de outro, um dos mais relevantes mecanismos utilizados pelo sistema financeiro para gestão de recursos, principalmente em um ambiente de inflação alta e juros elevados. O resultado de tal confusão seria a ineficácia da LFT enquanto instrumento de política monetária, com o aumento da dívida pública e de seu custo fiscal.

Teoricamente, conforme o paradigma da Teoria Quantitativa da Moeda, é de se esperar que o aumento da taxa de juros diminua a demanda agregada e contribua para a desaceleração da economia e para o controle inflacionário. Assim, o aumento dos juros no curto prazo resultaria na desvalorização do valor futuro dos títulos. Tal situação levaria à diminuição da riqueza de seus portadores. Em ocorrendo tal situação, diminuição da riqueza, os detentores de títulos públicos teriam a propensão de não gastar

83 AMARAL, Rafael Quevedo do; OREIRO, José Luis. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, set./dez. 2008. p. 494. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/5824/1/ARTIGO_RelacaoMercadoDivida.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

84 COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luís Carlos G. de. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. *Texto para Discussão 2403/2018*. Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. p. 25. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

85 FRANCO, Gustavo H. B. *Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs*. Rio de Janeiro. Mimeografado. 2005. p. 1-2. Disponível em: <http://www.economia.puc-rio.br/granco/LFTs.PDF>. Acesso em: 31 maio 2025.

seus recursos⁸⁶. Diminuir-se-ia a propensão ao consumo e, consequentemente, reduzir-se-iam as pressões inflacionárias⁸⁷.

Ocorre que, em face da indexação da LFT à Selic, seu mecanismo de redução do efeito riqueza estaria comprometido no médio e longo prazo. Na prática, o aumento da taxa básica de juros teria o efeito inverso, qual seja, o de aumentar a riqueza de seus detentores e, de certa forma, incentivar o consumo e investimentos produtivos no curto prazo. Esse cenário demandaria mais aumento de juros, que, por sua vez, fecharia o ciclo de aumento do endividamento e do custo da dívida, além de restringir a formação de um sólido mercado de capitais e a disponibilização de crédito para investimentos de longo prazo⁸⁸.

Ressalte-se que mesmo eliminando-se as LFTs, tal situação continuaria a existir, caso o BCB continuasse a utilizar operações compromissadas atreladas à Selic como instrumento de enxugamento de liquidez na economia⁸⁹. Desse modo, as afirmações apresentadas acima confirmariam a tese de redução da eficácia das LFTs como instrumento de política monetária e a necessidade de sua progressiva substituição⁹⁰.

Em conclusão, a proposta dos defensores dessa corrente é que se faça a substituição das LFTs como principal título público para execução das operações de política monetária, fato que traria maior transparência de objetivos

86 COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luís Carlos G. de. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. **Texto para Discussão 2403/2018**. Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

87 CUNHA, Daniel Carvalho; LEITE, Lucas Gurgel; LEISTER, Maurício Dias. A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária. **Textos para Discussão n. 23/2016**. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2016. Disponível em: <https://ojs.tesouro.gov.br/index.php/textos>. Acesso em: 31 maio 2025.

88 FRANCO, Gustavo H. B. *Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs*. Rio de Janeiro. Mimeografado. 2005. p. 14. Disponível em: <http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/LFTs.PDF>. Acesso em: 31 maio 2025.

89 CUNHA, Daniel Carvalho; LEITE, Lucas Gurgel; LEISTER, Maurício Dias. A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária. **Textos para Discussão n. 23/2016**. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2016. p. 10. Disponível em: <https://ojs.tesouro.gov.br/index.php/textos>. Acesso em: 31 maio 2025.

90 AMARAL, Rafael Quevedo do; OREIRO, José Luis. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, set./dez. 2008. p. 512-513. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/5824/1/ARTIGO_RelacaoMercadoDivida.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

no relacionamento entre o Tesouro e o Banco Central no Brasil, em face da interação, nesse ponto, das políticas monetária e fiscal⁹¹.

No entanto, tal posicionamento não é pacífico. Nesse contexto, Daniel Cunha, Lucas Leite e Maurício Leister analisaram o argumento exposto acima e apontaram críticas. Inicialmente, afirmam que no Brasil “o estudo do efeito riqueza da dívida pública tem se concentrado na perda de potência da política monetária oriunda da alta participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) no estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)”. Assim, haveria poucas pesquisas “sobre os impactos do canal riqueza como um todo, bem como do efeito riqueza da dívida pública, dificultando a avaliação desses efeitos, uma vez que não há uma análise comparativa dos efeitos gerados por diferentes classes de ativos”⁹².

A análise conduzida acima levou à pesquisa empírica de quatorze modelos de ativos que influenciam a transmissão da política monetária, com vistas a verificar, de modo individual e global, o impacto de cada um deles no efeito riqueza. A conclusão dos autores é que não haveria evidência empírica que confirmasse a hipótese de que as LFTs tornam a política monetária adotada pelo BCB menos eficaz⁹³.

De toda sorte, mesmo que se verifique que as LFTs tornam menos eficaz a condução da política monetária no Brasil e que sua adoção impacta o sistema financeiro como um todo e a disponibilidade de crédito de longo prazo, há de se reconhecer que sua substituição deve ser gradual e progressiva. Com efeito, há toda uma estrutura de bancos e de fundos de investimentos, os quais estão há décadas atrelados ao modelo de juros reais elevados, indexados à Selic, com retornos de curto prazo e liquidez diária proporcionados pelos arranjos institucionais da dívida pública brasileira⁹⁴.

91 COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luís Carlos G. de. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. **Texto para Discussão 2403/2018**. Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. p. 55. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

92 CUNHA, Daniel Carvalho; LEITE, Lucas Gurgel; LEISTER, Maurício Dias. A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária. **Textos para Discussão n. 23/2016**. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2016. p. 6. Disponível em: <https://ojs.tesouro.gov.br/index.php/textos>. Acesso em: 31 maio 2025.

93 CUNHA, Daniel Carvalho; LEITE, Lucas Gurgel; LEISTER, Maurício Dias. A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária. **Textos para Discussão n. 23/2016**. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2016. p. 23. Disponível em: <https://ojs.tesouro.gov.br/index.php/textos>. Acesso em: 31 maio 2025.

94 FRANCO, Gustavo H. B. *Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs*. Rio de Janeiro. Mimeografado. 2005. Disponível em: <http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/LFTs.PDF>. Acesso em: 31 maio 2025.

Nesse arranjo, as LFTs ocupam posição relevante. Como visto, está entre os títulos mais transacionados pelo BCB. Dessa forma, a alteração do paradigma e sua substituição devem se dar de tal modo que sejam evitadas alternativas compensatórias por parte do mercado e dos agentes financeiros, como o aumento de operações compromissadas de curto prazo⁹⁵.

Sendo assim, a substituição do modelo deve levar em consideração um rearranjo da estrutura da gestão da dívida pública brasileira, o afastamento do peso do *path dependence*⁹⁶, a diminuição das operações compromissadas e a limitação das operações de *swaps* cambiais e das políticas de fortalecimento do mercado de capitais e de crédito para longo prazo no Brasil, inclusive por meio da “troca de títulos da DPMFi por títulos privados dos serviços econômicos de infraestrutura lastreados em recebíveis futuros concedidos à iniciativa privada”⁹⁷.

12.2.4 Operações compromissadas e/ou operações definitivas com títulos públicos?

Operação compromissada (*reverse open market operation, repo*) é um instrumento de política monetária utilizado pelos bancos centrais de diversos países. Consiste na compra (ou venda) de títulos em operações de mercado aberto mediante a promessa de revenda (ou recompra) em data futura e, em geral, no curto prazo. Tem como objetivo, em tese, a regulação da liquidez na economia⁹⁸.

Quando o índice de inflação apresenta trajetória crescente, o Banco Central intervém e vende títulos públicos no mercado. Com essa operação, entrega-os aos compradores e recebe dinheiro em troca, diminuindo a pressão

95 SALTO, Felipe. Os efeitos fiscais das políticas do Banco Central. *In*: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Record, 2016. p. 214.

96 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 4. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

97 COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luís Carlos G. de. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. **Texto para Discussão 2403/2018**. Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. p. 56. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

98 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 4. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

inflacionária (nesse caso, o balanço dos bancos é alterado: diminui-se a moeda e aumenta-se a quantidade de títulos). Por outro lado, se se entende que há risco de desaceleração ou recessão, o Banco Central faz o movimento inverso e compra títulos públicos, devolvendo dinheiro à economia. Esses movimentos de compra e venda são feitos constantemente e, em face da dinâmica do mercado bancário, as operações são realizadas com cláusulas de reversão, mediante o compromisso de revenda ou recompra dos títulos por parte da autoridade monetária. Daí o nome do instrumento: operação compromissada.

Conforme Bindseil, as operações compromissadas situam-se entre as compras e vendas definitivas de títulos públicos e as operações de redesconto. Afirma o autor que, em razão da cláusula de reversão no curto prazo e do pagamento de juros de mercado, estariam, na prática, mais próximas de operações de empréstimos garantidas com títulos públicos⁹⁹. Em análise mais detalhada, Pellegrini aponta que tal instrumento apresenta uma natureza tríplice, combinando funções monetárias e fiscais: podendo ser, de um lado, instrumento financeiro (utilizado pelas instituições financeiras em geral para regular sua própria liquidez), mecanismo de regulação da taxa de juros (utilizado pelos bancos centrais para regular a liquidez de toda a economia) e como instrumento de dívida pública. Nesse último caso, dado seu volume, em valores absolutos e em proporção ao PIB, as operações compromissadas no Brasil impactam o endividamento e são computadas em alguns de seus indicadores¹⁰⁰.

Em suma, assim como ocorre em outros países, as operações compromissadas realizadas pelo BCB constituem atualmente o principal instrumento de execução da política monetária, utilizado com mais frequência e em maior volume do que as intervenções diretas nas taxas de juros, as operações definitivas com títulos públicos e mesmo os depósitos compulsórios¹⁰¹.

No entanto, ao contrário do que ocorre em outros países, as operações compromissadas apresentam elevado volume no balanço do BCB. Seu crescimento gerou forte impacto sobre o montante e o custo fiscal da dívida

99 BINDSEIL, Ulrich. *Monetary policy implementation: theory, past and present*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 156.

100 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial IFI n. 3/2017*. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 6. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

101 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial IFI n. 3/2017*. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 6. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

pública¹⁰². Tal incremento se deu por três fatores principais: 1) aumento das reservas em moeda estrangeira; 2) capitalização de bancos federais, especialmente o BNDES; e 3) aumento do custo de juros gerados pelas próprias operações compromissadas.

Todos esses fatores, inerentes ao relacionamento entre o BCB e o Tesouro Nacional, contribuíram, em proporções distintas, para o aumento de liquidez na economia brasileira. Para compensar tal aumento do meio circulante, o BCB utilizou em larga escala o instrumento das operações compromissadas, entre os demais que estavam à sua disposição, como os depósitos compulsórios ou mesmo operações definitivas com títulos públicos.

É bem verdade que as operações compromissadas são instrumentos utilizados pelos mais diversos bancos centrais do mundo. No entanto, trata-se de mecanismo, em sua essência, destinado a realizar ajustes pontuais na alteração conjuntural da liquidez na economia. Não seria recomendável, assim, ser utilizado em face de mudanças na economia de perfil estrutural.

No Brasil, a opção de executar política monetária com venda de títulos com promessa de recompra visou compensar mudanças estruturais na condução da política econômica a envolver o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Em um primeiro momento, para compensar o aumento das reservas internacionais e, em um segundo momento, para ajustar os efeitos da capitalização dos bancos federais, especialmente o BNDES. A esses dois aspectos, deve ser acrescentado o crescimento decorrente do pagamento de juros aos portadores dos títulos.

Ressalte-se que a capitalização dos bancos públicos se deu mediante complexa operação financeira que envolvia não só a emissão de títulos públicos como também a utilização de resultados (contábeis) da variação cambial das reservas internacionais. O resultado de tudo isso é que um instrumento de utilização pontual e provisório foi utilizado em escala que destoava da prática de diversos outros bancos centrais, conforme estudo realizado pelo FMI com países em condições econômicas semelhantes ao Brasil. “Chama atenção a distância entre o Brasil e os demais países nesse aspecto. A sua carteira correspondia a mais de 24% do PIB, ao final de 2016. O segundo lugar, entre os outros treze países, era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3%”¹⁰³.

102 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFIn. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 6. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

103 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFIn. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 8. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

O principal risco associado ao grande volume das operações compromissadas, além de seu custo elevado, decorre de seu curto prazo. Desse modo, acentuam-se os perigos inerentes a tal encurtamento. E mais: nessa dinâmica, incrementa-se o aumento de liquidez na economia, o que passa a exigir cada vez mais operações compromissadas para compensar tal aumento. Em outras palavras, a ênfase nesse instrumento provisório pode, em razão de seu volume, criar um verdadeiro ciclo, cujo resultado, dados seu volume e seu curto prazo, é o aumento progressivo de tais operações.

O Tribunal de Contas da União, ao emitir parecer prévio sobre as contas do presidente da República quanto ao exercício de 2018, acolheu o voto do ministro relator, a reconhecer o impacto das operações compromissadas no aumento da dívida pública brasileira nos últimos anos: “Especificamente em relação ao endividamento bruto, somente em 2018 houve aumento de R\$ 417,3 bilhões, decorrente principalmente do impacto da dívida mobiliária do Tesouro Nacional, das operações compromissadas do BACEN [Banco Central do Brasil] e do aumento da dívida externa nas três esferas de governo”¹⁰⁴.

O aumento do volume das operações compromissadas e suas consequências, da forma como ocorreu no Brasil, revela a necessidade de maior sincronia na atuação do BCB e do TN. De um lado, o TN poderia diminuir os resgates e aumentar a emissão líquida, de modo a reduzir a liquidez na economia e a pressão para a atuação do BCB. Este, por sua vez, poderia realizar operações definitivas, o que reduziria a pressão da liquidez no curto prazo e reduziria a demanda por operações compromissadas.

No entanto, ocorreu o que Josué Pellegrini chama de “gestão apartada” e dessincronizada da dívida pública. De um lado, o TN aumentou os resgates líquidos (retirando títulos do mercado e trocando-os por moeda) nos últimos anos, enquanto o BCB optou, no mesmo período, por operações compromissadas de curto prazo. O resultado foi o aumento do montante e dos custos da dívida brasileira¹⁰⁵.

12.3 Banco Central e Tesouro Nacional: carteira de títulos e endividamento público

A última seção abordará a relação entre a manutenção da carteira pelo BCB, formada por títulos do TN, e o endividamento público. De um lado, sua

104 BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do presidente da República** (2018). Brasília: TCU, 2019c. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 31 maio 2025.

105 PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 3/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017. p. 32-33. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31 maio 2025.

relação com os indicadores da dívida pública utilizados no Brasil e por organismos internacionais; de outro, o fato de no Brasil não haver regra fiscal a estabelecer limite quantitativo para o endividamento do governo federal.

A mensuração dos indicadores de endividamento passa primeiramente pelo estabelecimento do âmbito de abrangência. Assim, trabalha-se com os conceitos de “setor público”, “governo geral” e “governo central”.

De acordo com o FMI¹⁰⁶, o conceito mais amplo é o de “setor público”, o qual abrange todos os entes governamentais públicos e privados. Assim, o “setor público” divide-se em “setor público não financeiro” e “setor público financeiro”. Este último (*Financial Public Corporations*) abrange o Banco Central, os bancos públicos e as empresas estatais financeiras. Já o “setor público não financeiro” (*Nonfinancial Public Sector*) abrange o “governo geral” e as empresas estatais não financeiras.

Por sua vez, o “governo geral” abrange e se divide em “governo central”, “governo estadual” e “governo local”. Já o “governo central” abrange as unidades orçamentárias (*Budgetary Central Government*), as unidades extraorçamentárias (*Extrabudgetary Units/Accounts*) e os fundos de seguridade social (*Social Security Funds*).

Como padrão, as estatísticas internacionais para o endividamento público e a parametrização do relacionamento entre tesouros e bancos centrais seguem a lógica indicada acima. Principalmente quanto ao conceito de governo geral, o qual inclui o governo central (juntamente com INSS e fundos extraorçamentários), os governos estaduais e os governos municipais, mas exclui as empresas estatais e o setor público financeiro. Assim, estão excluídos do conceito de governo geral o Banco Central, os bancos públicos e as estatais, como a Petrobras e a Eletrobras.

O principal indicador internacional da dívida pública, “conceito FMI”, Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), é calculado tomando por base a divisão dada acima. Por esse conceito, a DBGG abrange a totalidade da carteira de títulos do Banco Central, por ser um passivo do Tesouro fora do governo geral. Por esse indicador, conforme o FMI, a dívida pública bruta brasileira atingiu o montante de 88% do PIB, com previsão de que chegaria a 96% no ano de 2024¹⁰⁷.

106 INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Definitions of Government in IMF – Supported Programs**. Statistics Dept. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2013. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2013/tnm1301.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

107 INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Brazil: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil**. Western Hemisphere Dept. International Monetary Fund. Washington DC: IMF,

No entanto, conforme análise realizada pelo Tribunal de Contas da União, a DBGG atingiu o montante de 76,5% em proporção ao PIB¹⁰⁸. Isso em razão de que as estatísticas brasileiras não adotam o “conceito FMI”, mas sim o “conceito Banco Central”. Na realidade, no Brasil trabalha-se com mais de um conceito de dívida pública. Anualmente, o TCU realiza e registra, no relatório e parecer prévio emitido acerca das contas do presidente da República, o acompanhamento do endividamento público¹⁰⁹. Consta do Parecer Prévio de 2018: “A mensuração da dívida pública varia de acordo com a metodologia empregada, os entes da Federação abrangidos, a perspectiva bruta ou líquida, bem como a exclusão, ou não, de algumas empresas, a exemplo da Petrobras e da Eletrobras, no caso da União”¹¹⁰. Nesse sentido, trabalha-se com três indicadores divulgados pelo Governo Federal: DBGG, Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e Dívida Pública Federal (DPF).

Desde 2008, ao contrário do conceito adotado pelo FMI, no Brasil passou-se a incluir o BCB no âmbito do “governo geral”. A consequência foi que os títulos do TN que estão livres na carteira do BCB foram excluídos do conceito de DBGG. A justificativa está no seguinte raciocínio: fazendo o BCB parte do governo geral e estando os títulos livres em sua carteira (e não em poder do mercado), tais títulos não são, a rigor, dívida, pois não geram obrigações de pagamento (apenas o refinanciamento, sem juros e sem contrapartida, quando do vencimento em poder do BCB)¹¹¹.

Por sua vez, os títulos da carteira do BCB que estão em mercado (incluindo as operações compromissadas) são considerados dívida efetiva e, por isso, são incluídos na DBGG. Resultado: se para o FMI a DBGG correspondeu

2019. p. 1. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/23/Brazil-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-48520>. Acesso em: 31 maio 2025.

108 Conforme relatório e parecer prévio relativo às contas do presidente da República referentes ao exercício de 2024 (p. 55). Disponível em: <https://sites.tcu.gov.br/contas-do-presidente/1%20Relatório%20CG2024.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2025.

109 MOUTINHO, Donato Volkers. Dívida pública: gerenciamento, fiscalização e controle no Brasil. *In*: CONTI, José Mauricio (coord.). *Dívida pública*. São Paulo: Blucher, 2018. p. 270-271.

110 BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do presidente da República (2018)**. Brasília: TCU, 2019. p. 81. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 31 maio 2025.

111 BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do presidente da República (2018)**. Brasília: TCU, 2019. p. 82. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 31 maio 2025.

a 88% do PIB em 2018, para o BCB a DBGG correspondeu a 77,22%. É uma diferença relevante: em torno de 10% do PIB¹¹².

O conceito de DLSP, ao descontar os ativos, como a carteira de títulos do BCB e mesmo os recursos da Conta Única, além da dívida da Petrobras e da Eletrobras¹¹³, apresenta um percentual de endividamento em proporção ao PIB bem menor que o da DBGG (seja no conceito “FMI”, seja no conceito “Banco Central”). No entanto, tal métrica não possibilita a verificação do impacto do estoque e do fluxo de recursos financeiros e de títulos entre diversas unidades que formam o governo geral, como o BCB e até os créditos do Tesouro junto ao BNDES¹¹⁴.

Como se pode perceber, tanto a carteira de títulos do BCB quanto as operações compromissadas impactam os indicadores da DBGG de acordo com parâmetros internacionais. No entanto, segundo os parâmetros nacionais, a DBGG tem seu montante diminuído em quase 10% do PIB, em razão da exclusão da carteira do BCB.

Por fim, deve ser acrescentado que, não obstante o elevado crescimento dos indicadores da dívida pública (por qualquer parâmetro) nos últimos anos, bem como o elevado crescimento da carteira de títulos do BCB e o considerável aumento das operações compromissadas, não há no Brasil regra fiscal a limitar o montante da dívida pública consolidada da União. Há limites numéricos para despesas com pessoal, endividamento de estados e municípios e regras mais complexas para o controle das finanças da União, nos termos do Novo Arcabouço Fiscal. Contudo, ainda não há limite quantitativo para a dívida consolidada da União.

Como há um comando constitucional a determinar que o Senado Federal estabeleça tal limite (art. 52, VI) e até o ano de 2025 tal norma não foi editada, trata-se de um caso de omissão inconstitucional¹¹⁵. Até o ano de

112 BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do presidente da República (2018)**. Brasília: TCU, 2019c. p. 82. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 31 maio 2025.

113 BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do presidente da República (2018)**. Brasília: TCU, 2019. p. 84. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 31 maio 2025.

114 BRASIL. Senado Federal. Comissão Especial de Desenvolvimento Social. **Parecer n. 796/2015**. Brasília: CEDS, 2015. Disponível em: <http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=179449&tp=1>. Acesso em: 31 maio 2025.

115 NASCIMENTO, Leandro Maciel do. Considerações acerca dos limites da dívida consolidada da União: um caso grave de inconstitucionalidade por omissão. *In*: RIBEIRO, Maria de Fátima; FEITOSA, Raymundo Juliano (org.). **Direito tributário e financeiro III**. Florianópolis: CONPEDI, 2016, v. 1, p. 207-226. Disponível em:

2018, tramitou no Senado Federal projeto de resolução PRS n. 84/2007 (originalmente apresentado em agosto de 2000, logo após a aprovação da LRF). O objetivo da proposta, após longa tramitação e emendas, era o de limitar a dívida consolidada bruta da União em 4 vezes o valor da receita corrente líquida (RCL) e a dívida consolidada líquida em 1,5 vezes o montante da RCL. No entanto, a proposta foi arquivada ao fim da legislatura.

Em sua longa tramitação, todavia, documentos relevantes foram produzidos, como o parecer apresentado em 2015 da Comissão Especial de Desenvolvimento Nacional (Parecer CEDS n. 796/2015). Registrou-se que a necessidade de limitação da dívida bruta da União tem como um dos fundamentos as “obscuras relações patrimoniais entre o Tesouro Nacional e o Banco Central”, as quais incluem, principalmente, a elevada carteira de títulos e a expansão das operações compromissadas nos últimos anos¹¹⁶.

A justificativa apresentada pelas autoridades governamentais, inclusive do próprio BCB, para o aumento verificado no saldo das operações compromissadas diz respeito ao aumento das reservas internacionais. Contudo, o montante das reservas está relativamente estabilizado, em dólares, desde pelo menos o ano de 2012. Desse modo, tal incremento do endividamento de curto prazo sob a gestão do BCB requer outras justificativas. No mesmo parecer produzido na tramitação do PRS n. 84/2007, apontava-se, na época, a deterioração das condições fiscais do Tesouro e a recusa dos agentes financeiros em adquirir títulos de longa maturação, tendo como consequência a mudança do perfil da dívida brasileira e a possibilidade de financiamento fiscal via operações compromissadas¹¹⁷.

O resultado, portanto, foi o aumento do saldo das operações compromissadas, com impacto nos indicadores da DBGG (em qualquer dos conceitos adotados). Nesse sentido, o cumprimento do art. 52, VI, da Constituição de 1988 e a aprovação de limites para a dívida pública da União trariam maior transparência ao relacionamento entre o Tesouro e o Banco Central e contribuiriam para o aperfeiçoamento da gestão da dívida pública e a execução da política monetária no Brasil. No entanto, até o ano de 2025, o mencionado dispositivo constitucional não foi concretizado e limites quantitativos para o endividamento da União igualmente não foram estabelecidos.

<http://conpedi.danilojr.info/publicacoes/02q8agmu/5mdn8118/3Q0scfhK1yMCD7Jd.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.

116 BRASIL. Senado Federal. Comissão Especial de Desenvolvimento Social. **Parecer n. 796/2015**. Brasília: CEDS, 2015. Disponível em: <http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=179449&tp=1>. Acesso em: 31 maio 2025.

117 BRASIL. Senado Federal. Comissão Especial de Desenvolvimento Social. **Parecer n. 796/2015**. Brasília: CEDS, 2015. Disponível em: <http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=179449&tp=1>. Acesso em: 31 maio 2025.