



CÂMARA DOS DEPUTADOS

REQUERIMENTO DE INFORMAÇÃO
Nº 3499, de 2018

Do Sr. Deputado ANDRÉ FIGUEIREDO
ao
MINISTÉRIO DA FAZENDA



Requerimento de informações nº ³⁴⁹⁹ de 2018

(Deputado André Figueiredo)

Requerimento de informações ao
Ministro de Estado da Fazenda acerca
da atuação do Banco Central nos
últimos anos por meio de operações
compromissadas e swaps cambiais

Com fundamento no art. 50, §2º da Constituição Federal e na forma dos artigos 115 e 116 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requeiro seja encaminhado ao Exmo. Senhor Ministro de Estado da Fazenda o requerimento de informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais.

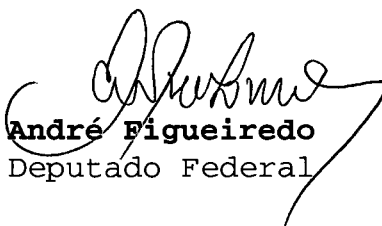
A atuação do Banco Central nos últimos anos envolveu um volume expressivo de recursos (centenas de bilhões de reais) em operações conhecidas no mercado como "Operações Compromissadas" e "Swaps Cambiais", os quais precisam ser mais bem explicados não apenas no que concerne ao seu papel na política monetária, mas também quanto aos impactos na política econômica como um todo.

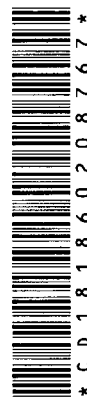
Diante do exposto, solicito sejam respondidas as indagações abaixo.

Respeitosamente,

18 ABR. 2018

Sala das Sessões, de de 2018.


André Figueiredo
Deputado Federal





Questionamentos:

Acerca das Operações Compromissadas e seu impacto na dívida pública

- 1) Por que o volume de operações compromissadas cresceu tanto (de 3,2% do total da Dívida Bruta do Governo Geral em novembro de 2002 para 24,7% em agosto de 2017)?
- 2) Por que ao invés de aumentar tanto o saldo de operações compromissadas não se combinou essas operações com a venda definitiva de títulos públicos em poder do Banco Central, diminuindo seu estoque e, assim, colaborando com os esforços do Tesouro Nacional de alongamento do perfil da dívida pública?
- 3) Por que o Banco Central mantém em carteira títulos públicos em montante superior a 20% do PIB enquanto a média internacional é inferior a 5%?
- 4) Qual a necessidade de o Banco Central manter em carteira volume tão alto de títulos públicos, se a Lei nº 11.803, de 2008, prevê a possibilidade de transferência de títulos públicos do Tesouro Nacional ao Banco Central sempre que necessário para cobrir os resultados negativos desse último ou para atender as necessidades da política monetária, com autorização prévia do Ministro da Fazenda e sem contrapartida financeira?
- 5) Observa-se que boa parte do esforço conduzido pelo Tesouro Nacional para alongar os prazos médios da dívida pública e reduzir o percentual de papéis corrigidos pela taxa Selic foi "anulado" pelo aumento do estoque de operações compromissadas, que se caracterizam por prazos curtíssimos e juros que, embora prefixados, expressam a taxa Selic do momento. De que forma é feita a coordenação entre a atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central na melhoria do perfil da dívida pública?



- 6) Ao manter um estoque de operações compromissadas superior a R\$ 1 trilhão, que precisam ser constantemente renovadas, quão vulnerável fica o Banco Central (e, por conseguinte, a economia brasileira) a um ataque especulativo por parte do mercado financeiro? Justifique.
- 7) De que forma a gestão apartada dos dois componentes essenciais (de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo Banco Central) compromete a eficácia da gestão da dívida pública?
- 8) Por que as operações compromissadas não constam dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs), instrumento de planejamento da gestão dos títulos públicos elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional, se elas entram no cômputo, tanto da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), quanto no da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)?
- 9) Qual deve ser o limite para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição?
 - a. Esse limite deve ser estabelecido para a dívida bruta, para a dívida líquida ou para ambas? Justifique.
- 10) Deve existir um limite para o volume da carteira de títulos da dívida pública mobiliária interna em poder do Banco Central? Justifique.
 - a. Caso sim, qual deve ser esse limite? Justifique.
 - b. Caso o volume atual seja superior ao limite proposto na questão anterior, que estratégia vem sendo adotada para a sua redução?





11) O Banco Central deve ser autorizado a acolher e remunerar depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras? Justifique.

c. Caso sim, os depósitos voluntários contribuiriam para a manutenção dos elevados *spreads* já cobrados pelas instituições financeiras, uma vez que teriam um incentivo a mais para aplicar seus recursos em títulos públicos ao invés de ampliar a oferta de crédito? Justifique.

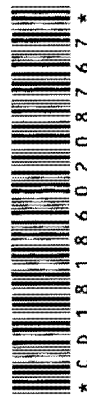
Acerca das Operações de Swap Cambial e das Reservas Internacionais

12) Qual o volume adequado para as reservas internacionais brasileiras? Justifique.

13) Observou-se nos últimos 15 anos uma "troca" da dívida externa brasileira por dívida interna. Por que se optou por essa última, pagando-se juros bem maiores?

14) Apesar da queda gradativa observada desde seu ápice em 2015, ainda há uma exposição total líquida significativa nas operações de swap cambial (R\$75,3 bilhões em janeiro de 2018). Qual a estratégia para reduzir essa exposição?

15) Considerando o forte crescimento da dívida pública nos últimos anos, faria sentido utilizar parte das reservas internacionais para reduzir a dívida? Justifique.





CÂMARA DOS DEPUTADOS

19/04/2018
15:15

MESA DIRETORA DA CÂMARA DOS DEPUTADOS

DESIGNAÇÃO DE RELATOR

Designo relator da seguinte proposição o senhor Deputado Fábio Ramalho, Primeiro Vice-Presidente.

RIC 3.499/2018 - do Sr. André Figueiredo - que "Requerimento de informações ao Ministro de Estado da Fazenda acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais "



REQUERIMENTO DE INFORMAÇÃO Nº 3499/2018

Autor: Deputado André Figueiredo

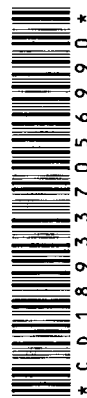
Destinatário: Ministro de Estado da Fazenda

Assunto: Requerimento de informações ao Ministro de Estado da Fazenda acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais

Despacho: O presente requerimento de informação está de acordo com a Constituição Federal, artigo 50, § 2º, e com o Regimento Interno da Câmara dos Deputados, artigos 115 e 116. Dispensado o relatório em conformidade com o § 1º do artigo 2º do Ato da Mesa nº 11/1991, o parecer é pelo **encaminhamento**.

Primeira-Vice-Presidência, em de de 2017


Fábio Ramalho
Primeiro-Vice-Presidente





Câmara dos Deputados

RIC 3.499/2018

Autor: André Figueiredo

**Data da
Apresentação:** 18/04/2018

Ementa: Requerimento de informações ao Ministro de Estado da Fazenda acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais

**Forma de
Apreciação:**

**Texto
Despacho:** Aprovação pelo Presidente, Dep. Rodrigo Maia, "ad referendum" da Mesa, do parecer do senhor Deputado Fábio Ramalho, Primeiro Vice-Presidente, pelo encaminhamento.

**Regime de
tramitação:**

Em 14/05/2018


RODRIGO MAIA
Presidente da Câmara dos Deputados

9DC9401B49

Ofício 1ªSec/RI/E/nº 2200 /18

Brasília, 17 de maio de 2018.

A Sua Excelência o Senhor
EDUARDO GUARDIA
Ministro de Estado da Fazenda

Assunto: **Requerimento de Informação**

Senhor Ministro,

RECEBI NESTA DATA A PRESENTE DOCUMENTAÇÃO EM 18/05/18 Nome por extenso e legível: MARCELO 10:25 Ponto:
--

Nos termos do art. 50, § 2º, da Constituição Federal, encaminho a Vossa Excelência cópia(s) do(s) seguinte(s) Requerimento(s) de Informação:

PROPOSIÇÃO	AUTOR
Requerimento de Informação nº 3499/2018	André Figueiredo
Requerimento de Informação nº 3517/2018	Alfredo Kaefer
Requerimento de Informação nº 3518/2018	Domingos Neto
Requerimento de Informação nº 3519/2018	Padre João

Por oportuno, solicito, na eventualidade de a informação requerida ser de natureza sigilosa, seja enviada também cópia da decisão de classificação proferida pela autoridade competente, ou termo equivalente, contendo todos os elementos elencados no art. 28 da Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação), ou, caso se trate de outras hipóteses legais de sigilo, seja mencionado expressamente o dispositivo legal que fundamenta o sigilo. Em qualquer caso, solicito ainda que os documentos sigilosos estejam acondicionados em invólucro lacrado e rubricado, com indicação ostensiva do grau ou espécie de sigilo.

Atenciosamente,


Deputado GILACOB
Primeiro-Secretário

- **NOTA:** os Requerimentos de Informação, quando de autorias diferentes, devem ser respondidos separadamente.

/LMR

AVISO nº 104 /MF

Brasília, 14 de junho de 2018.

A Sua Excelência o Senhor
Deputado GIACOBO
Primeiro-Secretário da Câmara dos Deputados

Assunto: **Requerimento de Informação**

PRIMEIRA-SECRETARIA	
Documento recebido nesta Secretaria sem a indicação ou aparência de tratar-se de conteúdo de caráter sigiloso, nos termos do Decreto n. 7.845, de 14/11/2012, do Poder Executivo.	
Em 15/6/18	às 11 h 02
<i>[Assinatura]</i> Servidor	7396 Ponto
<i>[Assinatura]</i> Portador	

Senhor Primeiro-Secretário,

Refiro-me ao Ofício 1ª Sec/RI/E/nº 2200/18, de 17.05.2018, dessa Primeira-Secretaria, por intermédio do qual foi remetida cópia do Requerimento de Informação nº 3499/2018, de autoria do Senhor Deputado ANDRÉ FIGUEIREDO, acerca da “atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais”.

A propósito, encaminho a Vossa Excelência, em resposta à solicitação do ilustre parlamentar, cópias do Memorando SEI nº 221/2018/ASSES/STN-MF, de 04.06.2018, e da Nota 492/2018-BCB/DIRET, de 05.06.2018, elaborados, respectivamente, pela Secretaria do Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil.

Atenciosamente,


EDUARDO REFINETTI GUARDIA
Ministro de Estado da Fazenda

[Assinatura]



Memorando SEI nº 221/2018/ASSES/STN-MF

Ao Senhor Chefe da Assessoria para Assuntos Parlamentares

Assunto: Requerimento de Informação da Câmara Federal nº 3499 de 2018.

Referência: Ao responder este Memorando, favor indicar expressamente o Processo nº 12100.101055/2018-24.

1. Trata-se do Memorando SEI nº 205/2018/CODEP/AAP/GMF-MF, de 18 de maio de 2018, **aprovado pela Mesa da Casa Legislativa de origem**, o qual solicita resposta ao Requerimento de Informação nº 3499/2018, que solicita informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais.
2. Em atendimento ao requerimento, encaminho, anexo ao processo, Nota Técnica SEI nº 1/2018/COGEP/SUDIP/STN-MF, de 4 de junho de 2018, em que são respondidas as questões levantadas.

Anexos:

I - Nota Técnica SEI nº 1/2018/COGEP/SUDIP/STN-MF (SEI nº 0724394);

Atenciosamente,

Documento assinado eletronicamente

MANSUETO FACUNDO DE ALMEIDA JÚNIOR

Secretário do Tesouro Nacional



Documento assinado eletronicamente por **Mansueto Facundo de Almeida Junior**, Secretário(a) do Tesouro Nacional, em 04/06/2018, às 16:34, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0724707** e o código CRC **E10257D5**.

Referência: Processo nº 12100.101055/2018-24.

SEI nº 0724707



BANCO CENTRAL DO BRASIL

SEI-Ministério da Fazenda
PROTOCOLO/SEDE
CADASTRADO

NOTA 492/2018-BCB/DIRET

BRASÍLIA, 5 DE JUNHO DE 2018.

Requerimento de Informação (RIC) nº 3.499/2018, de autoria do Deputado André Figueiredo, que solicita ao Ministro de Estado da Fazenda informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais. PE 127591

Trata-se do Ofício SEI nº 81/2018/CODEP/AAP/GMF-MF, de 18 de maio de 2018, por meio do qual a Assessoria para Assuntos Parlamentares do Ministério da Fazenda encaminha, para exame, o Requerimento de Informação (RIC) nº 3.499, de 2018, de autoria do Deputado André Figueiredo, que solicita ao Ministro de Estado da Fazenda informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais.

2. A seguir são apresentadas repostas às questões formuladas pelo parlamentar, na ordem em que foram apresentadas:

"1) Por que o volume de operações compromissadas cresceu tanto (de 3,2% do total da Dívida Bruta do Governo Geral em novembro de 2002 para 24,7% em agosto de 2017)?"

Resposta: Atualmente, o excesso de liquidez no sistema bancário é da ordem de R\$1,1 trilhão. Esse excesso de liquidez é administrado por meio das operações compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB) de maneira que a taxa Selic diária se mantenha próxima da meta definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). A principal causa do excesso de liquidez bancária no período de 2002 a 2017 foi a acumulação das reservas internacionais, a partir de 2005/2006, incluindo o período pós-crise de 2008, quando houve um grande fluxo de dólares para países emergentes, dentre eles o Brasil. Essas reservas têm funcionado como um importante fator de segurança para a economia brasileira em eventuais momentos de crise. Outro item responsável pelo aumento da liquidez no período foram as despesas líquidas do Tesouro Nacional (TN), impactadas pela mudança nos últimos anos de uma política fiscal contracionista para expansionista.

"2) Por que ao invés de aumentar tanto o saldo de operações compromissadas não se combinou essas operações com a venda definitiva de títulos públicos em poder do Banco Central, diminuindo seu estoque e, assim, colaborando com os esforços do Tesouro Nacional de alongamento do perfil da dívida pública?"



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Resposta: É função clássica de todo banco central administrar as condições de liquidez do sistema bancário, de acordo com os objetivos de política monetária, injetando recursos no sistema quando estes se mostram aquém do necessário e retirando os excessos quando estes se manifestam. O BCB realiza suas operações de mercado aberto (compromissadas) com o propósito de regular a disponibilidade de reservas bancárias a fim de manter a taxa Selic em níveis compatíveis com as diretrizes estabelecidas pelo Copom para a condução da política monetária. A preferência do BCB pelas operações compromissadas, vis-à-vis a venda definitiva de títulos, está relacionada à flexibilidade de prazo da operação que o BCB obtém com as operações compromissadas. Nelas, o BCB estabelece o prazo que mais lhe convém para fins de execução de política monetária, diferentemente do que ocorreria caso optasse pela venda definitiva do título, cujo vencimento foi definido pelo TN de acordo com a gestão da dívida pública. Ademais, a venda definitiva de títulos da carteira do BCB poderia trazer maior dificuldade para o TN na administração de seus fluxos de pagamentos e na rolagem de sua dívida.

"3) Por que o Banco Central mantém em carteira títulos públicos em montante superior a 20% do PIB enquanto a média internacional é inferior a 5%?"

Resposta: O BCB, desde a introdução da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), está proibido de emitir títulos próprios. Assim, para a plena condução de operações de política monetária e de outras operações igualmente importantes para a estabilidade econômica e financeira do país (como as operações de swap cambial), o BCB deve dispor, em dimensão adequada, de uma carteira de títulos públicos emitidos pelo TN. Além da alocação de títulos de sua carteira para a administração do excedente de liquidez bancária em operações de mercado aberto (da ordem de 17% do PIB), parte do portfolio de títulos do BCB é depositada como garantia (margem) das operações de swap cambiais registradas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão S.A.). Ademais, títulos pertencentes à carteira também são utilizados como lastro nas operações referentes às aplicações de disponibilidades financeiras do segmento denominado Extramercado no BCB (fundos e programas oficiais ou de organismos financeiros internacionais, instituições financeiras sob intervenção ou em liquidação extrajudicial) e, por fim, podem ser empregados em operações para fornecer liquidez ao mercado secundário de títulos públicos (empréstimo de títulos).

Para evidenciar a adequação da carteira de títulos do BCB, são mostrados, na Tabela 1, para os anos de 2014 a 2017, a carteira de títulos, o estoque das operações compromissadas, o valor financeiro referente à garantia (margem) na contratação das operações de swap cambial e o montante das operações de aplicação do Extramercado no BCB.

Convém ressaltar que a existência de um percentual de títulos livres na carteira do BCB decorre da necessidade de se assegurar a pronta execução da política monetária, inclusive para a acomodação de flutuações inesperadas dos fatores condicionantes da base monetária. Para isso, o BCB efetua não só o monitoramento diário desses fatores, mas também traça estimativas acerca dos seus comportamentos futuros, de forma a garantir que não haja comprometimento da carteira de títulos disponíveis para a execução da política monetária.

③

7



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Tabela 1 – Carteira de título públicos federais em poder do BCB, estoque de operações compromissadas, valor financeiro depositado em título como garantia na contratação das operações de swap cambial e aplicações do Extramercado no BCB (R\$ milhões).

Ano (final de período)	Carteira de títulos em poder do BC	Estoque de operações compromissadas	Garantia nas operações de swap cambial	Aplicações do Extramercado
2014	1.117.440	791.573	47.661	17.560
2015	1.286.515	894.542	72.544	18.786
2016	1.522.848	1.026.390	16.383	21.052
2017	1.659.453	1.043.403	18.181	21.598

"4) Qual a necessidade de o Banco Central manter em carteira volume tão alto de títulos públicos, se a Lei nº 11.803, de 2008, prevê a possibilidade de transferência de títulos públicos do Tesouro Nacional ao Banco Central sempre que necessário para cobrir os resultados negativos desse último ou para atender as necessidades da política monetária, com autorização prévia do Ministro da Fazenda e sem contrapartida financeira?"

Resposta: Como descrito na questão anterior, considera-se adequado o valor financeiro da carteira do BCB frente às necessidades de títulos públicos federais para a administração do excedente de liquidez bancária em operações de mercado aberto, para o depósito em garantia das operações de swap cambial, para as aplicações de disponibilidades financeiras do Extramercado e para as operações de empréstimo de títulos. Ressalta-se que a manutenção de um percentual de títulos livres permite a acomodação de flutuações no comportamento dos fatores condicionantes da base monetária, de forma a garantir que não haja comprometimento da execução da política monetária.

"5) Observa-se que boa parte do esforço conduzido pelo Tesouro Nacional para alongar os prazos médios da dívida pública e reduzir o percentual de papéis corrigidos pela taxa Selic foi "anulado" pelo aumento do estoque de operações compromissadas, que se caracteriza por prazos curtíssimos e juros que, embora prefixados, expressam a taxa Selic do momento. De que forma é feita a coordenação entre a atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central na melhoria do perfil da dívida pública?"

Resposta: No arcabouço institucional vigente no Brasil, as gestões das políticas fiscal (incluindo a gestão da dívida pública federal) e monetária são totalmente independentes e conduzidas pelo TN e pelo BCB, respectivamente. Esse arcabouço traz solidez para a administração de ambas as políticas e transparência para a sociedade, ao permitir que cada instituição mantenha foco no cumprimento de sua missão e, dessa forma, na entrega de maior valor à sociedade. O TN pode alongar o prazo médio da dívida emitindo mais, e com prazo maior. Sempre, é claro, sujeito às restrições sobre a demanda do público por prazos determinados aos preços vigentes.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

"6) Ao manter um estoque de operações compromissadas superior a R\$ 1 trilhão, que precisam ser constantemente renovadas, quão vulnerável fica o Banco Central (e, por conseguinte, a economia brasileira) a um ataque especulativo por parte do mercado financeiro? Justifique."

Resposta: No estágio atual de desenvolvimento e sofisticação dos mercados e instrumentos financeiros, o volume e prazo das operações compromissadas têm menos relevância como indicadores de fragilidade ou facilitadores de ataques especulativos contra uma moeda. O prazo e o volume das operações compromissadas realizadas pelo BCB são compatíveis com o objetivo da execução dessas operações, que é o de regular a liquidez do mercado de reservas bancárias de modo que o valor da taxa Selic seja mantido próximo ao da meta estabelecida pelo Copom.

"7) De que forma a gestão apartada dos dois componentes essenciais (de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo Banco Central) compromete a eficácia da gestão da dívida pública?"

Resposta: Conforme mencionado na questão 5, o fato de as gestões da dívida pública e da política monetária serem independentes não compromete de forma alguma a eficácia de ambas, pelo contrário, tal característica propicia melhor transparência e resultado para a sociedade. Ademais, cabe enfatizar que o BCB ao utilizar os títulos de emissão do TN na condução da política monetária contribui para o fortalecimento e o desenvolvimento do mercado secundário da dívida pública.

"8) Por que as operações compromissadas não constam dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs), instrumento de planejamento da gestão dos títulos públicos elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional, se elas entram no cômputo, tanto da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), quanto no da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)?"

Resposta: De acordo com o relatório na questão 5, as gestões das políticas fiscal e monetária são totalmente independentes e conduzidas pelo TN e pelo BCB, respectivamente. O Plano Anual de Financiamento (PAF) é um relatório do TN no qual são divulgados os objetivos, as diretrizes, a estratégia e as metas do órgão em relação à gestão da Dívida Pública Federal (DPF). A DPF é a dívida contraída pelo TN para financiar o déficit orçamentário do Governo Federal. As operações compromissadas, por outro lado, são um dos principais instrumentos clássicos de política monetária. Essas operações são conduzidas de acordo com as diretrizes estabelecidas pelo Copom para a condução da política monetária e não como estratégia ou meta de gestão de dívida pública a serem consideradas no PAF.

"9) Qual deve ser o limite para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição?"

a. Esse limite deve ser estabelecido para a dívida bruta, para a dívida líquida ou para ambas? Justifique.

⑤

7



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Resposta: A Constituição Federal definiu o estabelecimento de limites de endividamento para os entes da federação. A Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal, LRF), em seu art. 30, também tratou do assunto, a saber:

"Art. 30. No prazo de noventa dias após a publicação desta Lei Complementar, o Presidente da República submeterá ao:

I - Senado Federal: proposta de limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios, cumprindo o que estabelece o inciso VI do art. 52 da Constituição, bem como de limites e condições relativos aos incisos VII, VIII e IX do mesmo artigo;

II - Congresso Nacional: projeto de lei que estabeleça limites para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição, acompanhado da demonstração de sua adequação aos limites fixados para a dívida consolidada da União, atendido o disposto no inciso I do § 1º deste artigo.

§ 2º As propostas mencionadas nos incisos I e II do caput também poderão ser apresentadas em termos de dívida líquida, evidenciando a forma e a metodologia de sua apuração.

§ 3º Os limites de que tratam os incisos I e II do caput serão fixados em percentual da receita corrente líquida para cada esfera de governo e aplicados igualmente a todos os entes da Federação que a integrem, constituindo, para cada um deles, limites máximos.
(Grifou-se)

No tocante ao montante da dívida consolidada dos entes federativos, o Governo Federal encaminhou ao Senado, em agosto de 2000, duas propostas de limites globais: uma para a União e outra para Estados, Distrito Federal e Municípios. A Presidência daquela Casa Legislativa determinou o trâmite das duas propostas em processos autônomos. **A proposta associada aos governos regionais foi regulamentada na forma da Resolução do Senado Federal nº 41/2001.** Por outro lado, o **Projeto de Resolução do Senado (PRS) nº 84/2007, que visa regulamentar o limite para a dívida consolidada da União, bem como o limite da dívida mobiliária federal, encontra-se ainda em tramitação.**

Sobre o assunto, cabe salientar que a definição do limite da dívida para a União reveste-se de maiores complexidades vis-à-vis os limites de mesma natureza já estabelecidos aos demais entes federativos. Além de exercer a política fiscal, cabe à União, de acordo com a Constituição Federal, a gestão das políticas monetária e cambial, e as medidas decorrentes dessa função se relacionam com as variáveis fiscais que se busca limitar.

Dessa forma, além de mirar a sustentabilidade fiscal, a fixação dos limites de endividamento da União deve levar em conta, ainda, o relacionamento entre variáveis fiscais, cambiais e monetárias, em especial por meio das interações entre o TN, responsável por gerenciar a dívida pública, e o BCB, responsável pela execução da política monetária, aí incluído o gerenciamento das condições de liquidez da economia, e da política cambial. Esse gerenciamento da política monetária é realizado pelo BCB através de

⑤

9



BANCO CENTRAL DO BRASIL

operações compromissadas, sob a forma de venda (compra) de títulos do TN no mercado secundário¹, mediante o compromisso de recompra (revenda), com o objetivo de garantir que a taxa de juros de mercado seja compatível com a meta estabelecida pelo Copom. A utilização de títulos de emissão do TN nas operações de controle de liquidez decorre da proibição de emissão de títulos próprios pela Autoridade Monetária, determinada na LRF em seu art. 34. Nesse contexto, eventual dificuldade de colocação de títulos públicos na carteira do BCB, em decorrência do limite estabelecido para a dívida consolidada da União, poderia trazer volatilidade e imprevisibilidade à taxa de juros de curto prazo, com consequências danosas ao controle da inflação e ao ordenamento equilibrado do sistema econômico.

Adicionalmente, é importante mencionar que já existem mecanismos que estabelecem comprometimento da União com metas de superávit primário, na forma estabelecida no processo orçamentário, cujo resultado tem impactos diretos na própria dinâmica da dívida – variável que se busca limitar – contribuindo para sua manutenção em trajetória sustentável.

Em suma, o **estabelecimento do limite poderia, a depender de como seja definido, impor restrições para a condução da política monetária, retirando, por conseguinte, graus de liberdade para condução da política macroeconômica.** No limite, o BCB poderia, por exemplo, ficar impedido de exercer plenamente suas funções como executor da política monetária, seja por não dispor de títulos suficientes em sua carteira, seja por restrições à própria elevação da taxa de juros, numa situação em que a dívida consolidada ultrapassasse o teto estabelecido.

Dado o exposto, a fixação dos limites, quer para dívida bruta quer para a dívida líquida (ou para ambos os conceitos), deve observar a necessária flexibilidade em relação às condições do cenário econômico ao longo do tempo, além de garantir a utilização plena dos instrumentos necessários ao equilíbrio macroeconômico, especialmente daqueles relacionados à execução da política monetária pelo BCB.

“10) Deve existir um limite para o volume da carteira de títulos da dívida pública mobiliária interna em poder do Banco Central? Justifique.”

a. Caso sim, qual deve ser esse limite? Justifique.

b. Caso o volume atual seja superior ao limite proposto na questão anterior, que estratégia vem sendo adotada para a sua redução?

Resposta: Entende-se que não deva haver um limite para o volume da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna em poder do BCB, pois uma eventual dificuldade de colocação de títulos públicos na carteira do BCB em decorrência do limite estabelecido poderia restringir a atuação do BCB na execução da política monetária, introduzindo volatilidade à taxa de juros de curto prazo, com efeitos danosos ao controle da inflação, à gestão da dívida pública pelo TN e ao funcionamento regular do sistema financeiro. Outro risco poderia ser o comprometimento da situação patrimonial do BCB.

¹ As operações de controle de liquidez são realizadas pelo BCB no mercado secundário por meio de títulos emitidos pelo TN. Os títulos públicos na carteira do BCB são utilizados como instrumento clássico de política monetária exclusivamente para regulação da liquidez, conforme preconiza o art. 164, § 2º, da Constituição Federal.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

"11) O Banco Central deve ser autorizado a acolher e remunerar depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras? Justifique."

c. Caso sim, os depósitos voluntários contribuiriam para a manutenção dos elevados spreads já cobrados pelas instituições financeiras, uma vez que teriam um incentivo a mais para aplicar seus recursos em títulos públicos ao invés de ampliar a oferta de crédito? Justifique.

Resposta: Sim. A proposta de uso de depósitos voluntários pelo BCB tem como objetivo ampliar e aperfeiçoar os instrumentos para a administração da liquidez bancária para atendimento dos objetivos de política monetária.

As principais motivações para a introdução do novo instrumento são a sua eficácia para absorção de excedentes de liquidez, o seu baixo custo de implementação e a facilidade de entendimento pelos agentes econômicos. Além disso, o instrumento é utilizado por bancos centrais em países em que há a necessidade de se administrar excedentes de reservas bancárias, como os Estados Unidos e a Inglaterra.

Diante do cenário de excedente de liquidez do mercado brasileiro, o uso dos depósitos voluntários levaria o BCB a dispor de um instrumento complementar para a absorção desses recursos financeiros, mantendo a taxa Selic em conformidade com as decisões de política monetária.

Importa ressaltar que as operações compromissadas continuarão a desempenhar o papel de principal instrumento do BC para administração da liquidez bancária, e que a introdução dos depósitos, caso aprovada, será feita de forma gradual e parcimoniosa.

Análogo ao que já ocorre com as operações compromissadas, o BCB faria uso dos depósitos sempre alinhado às diretrizes estabelecidas pelo Copom. Assim, a introdução do instrumento, por si só, não levaria à restrição da oferta de crédito ou ao aumento da taxa de juros.

"12) Qual o volume adequado para as reservas internacionais brasileiras? Justifique."

Resposta: A pesquisa relacionada à estimação do volume adequado para reservas internacionais tem tido algum destaque nos últimos anos, embora não tenha sido encontrado consenso sob qual métrica é a mais adequada. Dessa forma, não há uma resposta única para essa questão, uma vez que depende diretamente da metodologia do cálculo desse volume. Isso dito, o Brasil apresenta volume de reservas internacionais compatíveis com a média encontrada para os diversos países em desenvolvimento. Esse nível tem se mostrado importante para enfrentamento de crises de acordo com critérios estabelecidos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) que é a instituição que tem liderado as pesquisas sobre esse tema recentemente.

⑤

"13) Observou-se nos últimos 15 anos uma "troca" da dívida externa brasileira por dívida interna. Por que se optou por essa última, pagando-se juros bem maiores?"

9



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Resposta: Inicialmente, é importante ressaltar que a gestão da DPF cabe ao TN, que por meio do PAF informa à sociedade e aos agentes de mercado a estratégia de gestão da DPF². O PAF referente ao presente exercício indica que as diretrizes da gestão têm conduzido o perfil da dívida de modo a favorecer o alongamento da dívida, a baixa exposição cambial e a participação relevante da dívida com taxas de juros prefixadas ou remuneradas por índices de preços.

A gestão da DPF é conduzida de forma a contribuir para o equilíbrio macroeconômico, com estratégia pautada não apenas pelo objetivo de redução de custos, como também pela manutenção de níveis prudentes de risco, incluindo exposição cambial.

A participação da dívida (interna e externa) atrelada ao dólar no total da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) apresentou redução significativa ao longo do tempo. **Em 2000, a dívida cambial representava 29,6% do total, percentual que atingiu 42,8% em 2002 e, em dezembro de 2017, já havia sido reduzido a 4,7%. Essa mudança de perfil do endividamento teve reflexos diretos no custo financeiro ao longo do período.** Esse aspecto pode ser ilustrado em duas situações específicas de maior instabilidade financeira. Na primeira, ocorrida em 2002, a elevada participação da dívida vinculada ao dólar (42,8%), aliada à depreciação cambial de 61,1% registrada de janeiro a setembro, resultou em aumento da relação DBGG/PIB correspondente a 12,0 p.p. Já na segunda situação, quando da eclosão da crise financeira iniciada em 2008, a mudança observada no perfil da dívida (participação da parcela cambial em torno de 8%) determinou aumento de 1,5 p.p. na relação DBGG/PIB, em cenário semelhante de forte depreciação cambial (45,5%, de setembro de 2008 a fevereiro de 2009).

Adicionalmente, **cabe apontar que a taxa média de juros da DBGG (exceto variação cambial), que atingiu patamar máximo de 18,5% a.a. em 2002, apresentou trajetória declinante ao longo do período subsequente, chegando a 10,1% a.a. ao final de 2017.** A taxa básica de juros (Selic), que chegou a alcançar 23,3% a.a. em 2003, apresentou média anual de 19% a.a. no período de 2001 a 2005, e de 11,3% a.a. a partir de 2006. Em 2017 a taxa acumulada alcançou 10,0%.

Por fim, ressalte-se que em relação ao aumento da participação de investidores não residentes na DPF mobiliária interna, o mesmo decorre das condições de mercado, dentre elas a expectativa de taxa de juros real, a perspectiva de variação cambial, a projeção de evolução do risco-país, dentre outros. A negociação dos títulos de dívida pública ocorre em ambientes competitivos, quer seja nas colocações primárias, quer nas negociações no mercado secundário, o que previne a exclusão de qualquer tipo de investidor. Destaque-se, adicionalmente, que a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, reduziu a zero a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior.

Em resumo, **analisando-se conjuntamente os impactos de variação cambial e das taxas de juros internas, não se pode concluir, por si só, que a manutenção da dívida atrelada ao dólar – nos patamares observados anteriormente a 2002 – teria resultado em custos menores para o setor público ao longo do período.**

² Disponível em <http://tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/plano-anual-de-financiamento>.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

"14) Apesar da queda gradativa observada desde seu ápice em 2015, ainda há uma exposição total líquida significativa nas operações de swap cambial (R\$75,3 bilhões em janeiro de 2018). Qual a estratégia para reduzir essa exposição?"

Resposta: O BCB utiliza as operações de swap cambial como instrumento complementar de política cambial desde 2002, tendo por objetivos corrigir eventual disfuncionalidades do mercado de câmbio e prover proteção (hedge) aos agentes em momentos de forte volatilidade da taxa de câmbio decorrente de cenário de estresse nos mercados doméstico ou internacional. O BCB, em suas operações de swap cambial, não procura fixar um nível para a taxa de câmbio, pois esta é flutuante. Tais operações buscam apenas suavizar os movimentos de depreciação e apreciação do real, reduzindo a volatilidade cambial durante os processos de ajuste. O estoque de swaps contratados pelo BCB, que já foi de US\$115 bilhões em março de 2015, foi reduzido e, atualmente, situa-se abaixo de US\$30 bilhões. Esse nível tem sido considerado apropriado às necessidades atuais e proporciona conforto ao BCB para usar o instrumento quando necessário a fim de preservar o adequado funcionamento do mercado.

"15) Considerando o forte crescimento da dívida pública nos últimos anos, faria sentido utilizar parte das reservas internacionais para reduzir a dívida? Justifique."

Resposta: Conforme definição internacional, as reservas internacionais são ativos externos denominados em moedas estrangeiras conversíveis, prontamente disponíveis e controlados pela Autoridade Monetária e que devem satisfazer eventuais necessidades de financiamento externo³. A solidez do setor externo é o objetivo primordial da formação das reservas internacionais, e sua manutenção em nível adequado ao cumprimento desse papel é tarefa da política econômica, de modo independente em relação à gestão da dívida pública, cuja dinâmica possui outros determinantes. As reservas internacionais funcionam, portanto, como um seguro para a economia do país, protegendo-a contra choques externos, que podem afetar os fluxos de capital e/ou a taxa de câmbio. Considerando que os referidos choques representam risco potencialmente importante para economias emergentes, as reservas internacionais contribuem para reforçar a solidez dessas economias.

Cumprе destacar que eventuais operações de venda de reservas internacionais não alterariam, de imediato, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), indicador mais abrangente de endividamento público divulgado pelo BCB, e que inclui ativos – entre os quais as reservas internacionais – e passivos do setor público não-financeiro. A eventual venda de divisas, analisada isoladamente, acarretaria redução de ativo financeiro (reservas internacionais) e de passivo (operações compromissadas), na mesma magnitude, resultando impacto imediato neutro na DLSP. Por outro lado, haveria redução da DBGG, tendo em vista que as operações compromissadas fazem parte de sua abrangência (as reservas internacionais e os demais ativos financeiros não são incluídos na DBGG). Há que ponderar, todavia, os efeitos subjacentes das operações de vendas de divisas sobre a taxa de câmbio, que tenderia a acarretar, tudo o mais constante, queda do próprio estoque remanescente das reservas internacionais expresso em reais e, por conseguinte, aumento da DLSP.

³ Definição constante do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional, 6ª edição (BPM6), editado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).



BANCO CENTRAL DO BRASIL

A respeito da acumulação de reservas internacionais no Brasil, o Boxe “Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público”⁴, também ilustra a magnitude dos benefícios envolvidos, conforme destacado abaixo:

A acumulação de reservas internacionais fez com que, ainda em 2006, a DLSP passasse a registrar posição liquidamente credora em moeda estrangeira, que, entre outros benefícios, introduziu graus de liberdade importantes para a condução da política econômica. Esse benefício, em particular, pode ser ilustrado, no âmbito fiscal, pelo impacto, na relação DLSP/PIB, das variações da taxa de câmbio e da taxa Selic durante dois períodos de stress financeiro: o primeiro, em 2002, quando o volume de reservas se mostrou inadequado, diante do quadro de incertezas quanto ao ambiente econômico; e o segundo, em 2008, com a eclosão da crise internacional, quando o estoque de reservas se mostrou mais em linha com as necessidades do país.

(...)

A taxa Selic, dando o colchão de liquidez internacional, recuou 5 p.p. de setembro de 2008 a julho de 2009. Por outro lado, de setembro de 2002 a maio de 2003, dado a excessiva vulnerabilidade externa, aumentou 8,4 p.p. Considerando as elasticidades da relação DLSP/PIB à taxa Selic nos dois períodos, o ganho estimado alcançou 3,4 p.p. do PIB no episódio recente. Adicionalmente, a depreciação cambial de 45,5%, de setembro de 2008 a fevereiro de 2009, determinou queda de 4,7 p.p. na DLSP/PIB, dada a posição líquida credora em dólar. Por outro lado, a depreciação cambial de 61,1% registrada de janeiro a setembro de 2002 elevou a relação DLSP/PIB em montante correspondente a 13,5 p.p. do PIB. (Grifou-se.).

Ademais, é importante mencionar que na literatura econômica, conquanto existam estudos e propostas, ainda não foi possível estabelecer uma metodologia que tenha se tornado universalmente aceita no tocante à definição de um nível teórico ótimo para as reservas internacionais. De fato, pode não existir um nível ótimo, fixo, constante, invariante às condições da economia e ao longo do tempo.

Por fim, o acompanhamento e a avaliação permanente das operações com reservas internacionais fazem parte das atribuições rotineiras do BCB, no contexto de gerenciamento das políticas monetária e cambial do país. Nesse contexto, o BCB publica anualmente, entre outras informações sobre o assunto, o “Relatório de Gestão das Reservas Internacionais”, que traz avaliação sobre os fundamentos nos quais se baseia a gestão das reservas, bem como análises sobre políticas de investimento e avaliação de riscos⁵, cumprindo o dever de dar transparência à gestão daqueles ativos.

②

Reinaldo Le Grazie
Diretor de Política Monetária

⁴ Publicado no Relatório de Inflação de março de 2011, disponível em <http://www.bcb.gov.br/https/relinf/por/2011/03/ri201103b4p.pdf>.

⁵ Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?GESTAOERESERVAS>.

MINISTÉRIO DA FAZENDA
Secretaria do Tesouro Nacional
Subsecretaria da Dívida Pública
Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Nota Técnica SEI nº 1/2018/COGEP/SUDIP/STN-MF

Assunto: Resposta ao Requerimento de Informação da Câmara Federal nº 3499 de 2018.

Ao Senhor,

PEDRO IVO FERREIRA DE SOUZA JUNIOR,

Coordenador de Suporte a Assuntos Econômicos, Legislativos e de Comunicação

Assunto: Resposta ao Requerimento de Informação da Câmara Federal nº 3499 de 2018.

Referência: Processo SEI nº 12100.101055/2018-24.

I - DESCRIÇÃO DA DEMANDA (ASSES)

A Assessoria para Assuntos Parlamentares do Ministro da Fazenda submeteu à apreciação desta Secretaria do Tesouro Nacional (STN) o Requerimento de Informação da Câmara dos Deputados (RIC) nº 3499, de 2018, solicitando informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais. Por sua vez, a ASSES/STN, por meio do Memorando SEI nº 182/2018/ASSES/STN-MF encaminhou a documentação a esta COGEP/STN para exame e manifestação. Assim, a presente Nota Técnica foi elaborada com o objetivo de subsidiar a resposta do Ministério da Fazenda ao referente ao Requerimento supracitado.

II - Respostas ao Requerimento de Informação da Câmara Federal (RIC) nº 3499, de 2018

Quanto às informações específicas solicitadas no Requerimento de Informação da Câmara Federal (RIC) n. 3499, de 2018, seguem abaixo as respostas elaboradas por esta COGEP/STN:

Acerca das Operações Compromissadas e seu impacto na dívida pública

1) Por que o volume de operações compromissadas cresceu tanto (de 3,2% do total da Dívida Bruta do Governo Geral em novembro de 2002 para 24,7% em agosto de 2017)?

Resposta: As operações compromissadas são geridas pelo Banco Central (BC), mas não dependem exclusivamente de variáveis sob seu controle. Isso acontece porque a movimentação da conta de depósito do governo no BC (conta única) também influencia os níveis de liquidez em mercado. Quando são creditados recursos na conta única, ocorre redução do excesso de liquidez que o BC

deverá retirar do sistema financeira para alcançar seus objetivos de política monetária. Os fluxos financeiros da conta única podem ser classificados em basicamente dois tipos: os decorrentes das emissões e resgates realizados pelo Tesouro e os demais fluxos, doravante “outros fluxos financeiros”.

Assim sendo, os principais fatores de variação da liquidez decorrem tanto de operações realizadas pelo Tesouro Nacional (TN), quanto de decisões do BC.

Resgates Líquidos da Dívida Pública Federal (DPF): quando a gestão da DPF pelo TN opta pela realização de uma taxa de refinanciamento inferior a 100%, o montante de resgates da DPF que supera o volume de emissões (resgates líquidos) aumenta o excesso de liquidez e, consequentemente, o estoque de operações compromissadas, mantendo-se constantes outras variáveis. Nesse contexto, é válido esclarecer que o TN pode ser neutro para a liquidez, ainda que a taxa de refinanciamento da DPF seja inferior a 100%, desde que os demais fluxos da conta única enxuguem liquidez em volume equivalente aos resgates líquidos da DPF no período. Como a realização de superávits primários gera maior ingresso de recursos na conta única (o que reduz o excesso de liquidez em mercado), períodos de déficit primário contribuem para que as operações do Tesouro injetem liquidez na economia.

Conta Única – Outros Fluxos Financeiros: estes outros fluxos incluem receitas de tributos; recolhimento e liberação de recursos do INSS; e execução de ordens bancárias, tais como folha de pagamentos, FAT e outros benefícios sociais. São contabilizadas também, as operações cambiais realizadas pelo Tesouro, para liquidação de operações da DPFe. É importante considerar que estes outros fluxos da conta única dependem fundamentalmente do resultado primário.

Até aproximadamente o final de 2013, a realização de superávit primário gerava entrada de recursos na conta única, o que contribuiu para a redução do excesso de liquidez na economia. Sendo assim, as injeções de liquidez decorrentes dos resgates líquidos da dívida pública eram compensadas pelos demais fluxos da conta única, de maneira que o Tesouro Nacional permaneceu relativamente neutro para a liquidez nesse período. Em 2014, entretanto, o resultado primário no âmbito fiscal passou a ser deficitário, de maneira que essa variável passou a expandir a liquidez na economia, movimento que a gestão da dívida pública buscou amenizar ao elevar a taxa de refinanciamento e realizar emissões superiores aos resgates da DPF.

Operações do Setor Externo: se referem, principalmente, às transações de compra e venda de moeda estrangeira realizadas pelo BC. Como o BC adquire moeda estrangeira mediante pagamento em moeda nacional, observa-se inicialmente uma expansão do excesso de liquidez, que o BC precisa enxugar por meio de operações compromissadas. Desta forma, o processo de acúmulo de reservas no Brasil gerou um excedente de liquidez, que, para ser esterilizado, demandou um aumento do passivo da autoridade monetária em compromissadas. No período compreendido entre 2006 e 2013, da expansão da liquidez foi decorrente em grande medida da constituição de reservas internacionais, de modo que as operações do setor externo foram o fator de variação da liquidez sob responsabilidade do BC com maior impacto sobre o crescimento do estoque de compromissadas.

Moeda Manual: por moeda manual, entende-se a variação nominal do papel moeda emitido. Ao compreender o estoque de operações compromissadas como sendo equivalente ao excesso de liquidez que o Banco Central deve retirar da economia para alcançar seus objetivos de política monetária, pode-se perceber que um aumento da base monetária diminui o estoque de compromissadas. Sendo assim, quando o Banco Central entende que as condições da economia permitem um crescimento da base monetária, então ele está decidindo simultaneamente que é necessário enxugar menos liquidez, isto é, realizar menos operações compromissadas. Por esta razão,

as expansões de papel moeda emitido (moeda manual) contribuem para reduzir a realização de compromissadas. Embora os fluxos de moeda manual não gerem impacto considerável sobre a liquidez em um curto espaço de tempo (em um ano, por exemplo), sua dinâmica regular de crescimento contribui de modo relevante para a redução das compromissadas, observando-se um maior horizonte temporal.

BM&F e Outros: são os ajustes pagos ou recebidos pelo BC na BM&F Bovespa em decorrência de operações com derivativos, especialmente o swap cambial. A liquidação financeira é feita, diariamente, a pela diferença gerada entre os indexadores objetos da negociação. Até o ano de 2014, a atuação do BC nesse mercado não era suficiente para gerar impactos expressivos sobre o estoque de compromissadas. Todavia, no decorrer de 2015, o BC intensificou sua atuação no mercado de swap cambial. O movimento da taxa de câmbio, nesse contexto, resultou naquele ano em aumento da liquidez sob a influência da flutuação da taxa de câmbio. No ano seguinte, contudo, o resultado se deu na direção contrária para a variável swaps, ocorrendo redução na liquidez.

Juros Sobre as Compromissadas: o estoque de compromissadas se retroalimenta mediante o pagamento de juros e este processo será tanto mais intenso quanto maior for o estoque. Ou seja, dado um estoque de compromissadas, a tendência é que haja um crescimento de seu estoque ao longo do tempo na proporção dos juros incorporados, na ausência de outros fatores que reduzam a liquidez.

2) Por que ao invés de aumentar tanto o saldo de operações compromissadas não se combinou essas operações com a venda definitiva de títulos públicos em poder do Banco Central, diminuindo seu estoque e, assim, colaborando com os esforços do Tesouro Nacional de alongamento do perfil da dívida pública?

Resposta: A autoridade monetária ao fazer gestão da liquidez adiciona ou retira liquidez do sistema financeiro. O instrumento que o BC tem utilizado com maior intensidade para tal tem sido a operação compromissada. A colocação ou retirada definitiva de títulos públicos cumpriria o mesmo objetivo, mas teria um efeito deletério importante para a gestão da dívida pública federal a cargo do TN. Isso porque, sob essa hipótese, o mercado veria dois agentes (TN e BC) oferecendo o mesmo tipo de títulos (de emissão do TN) simultaneamente. Ocorre que as motivações de cada um desses agentes são distintas. Enquanto o BC pautaria sua atuação com fins de gestão da liquidez, o TN pautaria sua atuação com o objetivo de suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco.

Ou seja, em uma operação definitiva de títulos do BC para gerir a liquidez haveria potencial para segmentação de mercado e competição predatória no mercado de títulos públicos, dado dois agentes oferecendo o mesmo tipo de instrumento com objetivos distintos. Tal situação traria risco para a gestão da dívida pública pelo TN, que poderia se ver forçado a oferecer títulos a um custo maior para poder suprir as necessidades de financiamento do governo federal.

3) Por que o Banco Central mantém em carteira títulos públicos em montante superior a 20% do PIB enquanto a média internacional é inferior a 5%?

Resposta: O arcabouço institucional brasileiro evoluiu para o sistema atual onde o TN é responsável pela gestão da Dívida Pública Federal e é o único ente autorizado a emitir títulos públicos, de forma

que o BC utiliza esses mesmos títulos emitidos pelo TN para gestão da liquidez. Dessa forma o BC lança mão das operações compromissadas, que têm os títulos do TN como lastro, para gerir a liquidez do sistema financeiro nacional.

Tal carteira, portanto, deve ser compatível com a liquidez do sistema financeiro. Como visto na resposta à pergunta 1, o país passou por alguns fatores que elevaram a liquidez e por consequência a necessidade de incremento da carteira de títulos públicos da autoridade monetária. Entre os principais fatores destacam-se: o acúmulo de reservas internacionais, os próprios juros das compromissadas e a sucessão de déficits fiscais desde 2014.

Adicionalmente, a relação financeira entre TN e BC atualmente vigente exige que o TN aporte títulos na autoridade monetária toda vez que o resultado do seu balanço semestral for negativo, de forma a preservar o patrimônio líquido do BC. Embora a motivação esteja correta, é possível aprimorar esse mecanismo para minimizar a necessidade de aporte de títulos do TN no BC, conforme endereçado pelas alterações propostas no PL 9283/2017 em tramitação, originadas pelo PLS 314/2017.

4) Qual a necessidade de o Banco Central manter em carteira volume tão alto de títulos públicos, se a Lei nº 11.803, de 2008, prevê a possibilidade de transferência de títulos públicos do Tesouro Nacional ao Banco Central sempre que necessário para cobrir os resultados negativos desse último ou para atender as necessidades da política monetária, com autorização prévia do Ministro da Fazenda e sem contrapartida financeira?

Resposta: Em geral, as autoridades monetárias utilizam títulos públicos para manejo da oferta e demanda de reservas bancárias, lastro em operações compromissadas e suporte a um sistema de pagamentos e liquidação. Portanto, é natural que um Banco Central tenha uma carteira de títulos públicos no seu balanço, pois ela é crucial para a condução da política monetária e da gestão da liquidez na economia. No caso brasileiro, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em seu artigo 34, proibiu o BC de emitir títulos da dívida pública a partir de maio de 2002. Desde então, entre todos os órgãos e entidades do setor público, somente o TN pode emitir títulos públicos.

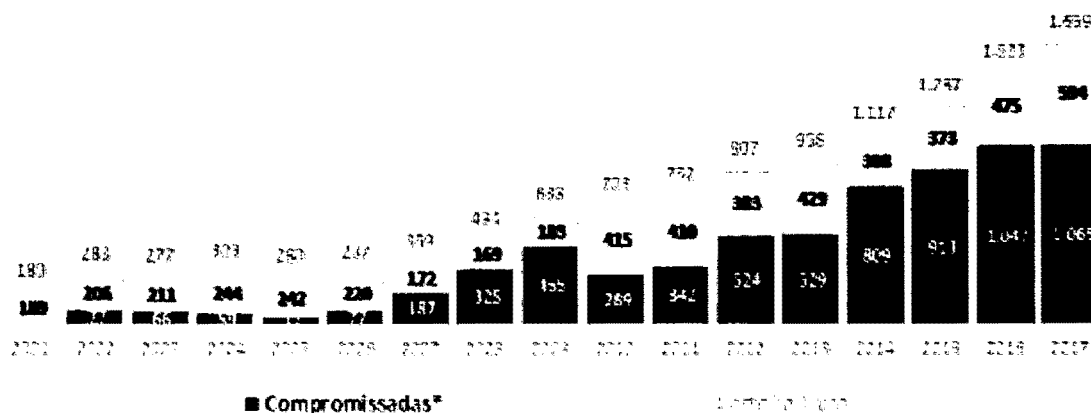
A depender da gestão da liquidez conduzida pelo BC, pode ocorrer de sua carteira de títulos ser quase ou toda comprometida como colateral das operações compromissadas. Nessas ocasiões, o BC necessita de um volume maior de títulos públicos para que possa continuar administrando a liquidez na economia. Nesse sentido, é salutar que o BC tenha uma margem de segurança por meio de títulos livres com vistas a evitar constrangimentos à execução plena da política monetária. Assim sendo, em 2008, a Lei 11.803/2008 autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BC com vistas a assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. A matéria foi ainda regulamentada pelo Ministério da Fazenda em 2009 através da Portaria nº 241, determinando que o TN emita títulos em favor do BCB sempre que a sua carteira de títulos livres atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões.

No entanto, além de aporte para redimensionamento da carteira livre do BC, há outras duas formas por meio das quais o TN faz aporte de títulos em favor da carteira da autoridade monetária: (i) para cobertura de resultado financeiro negativo do balanço semestral e (ii) para rolagem do principal que vence na carteira do BCB. Sendo que apenas no segundo caso há contrapartida financeira por parte do BCB em favor do TN.

O gráfico 1 mostra a evolução da carteira de títulos do BC, inclusive o montante dela que pode ser

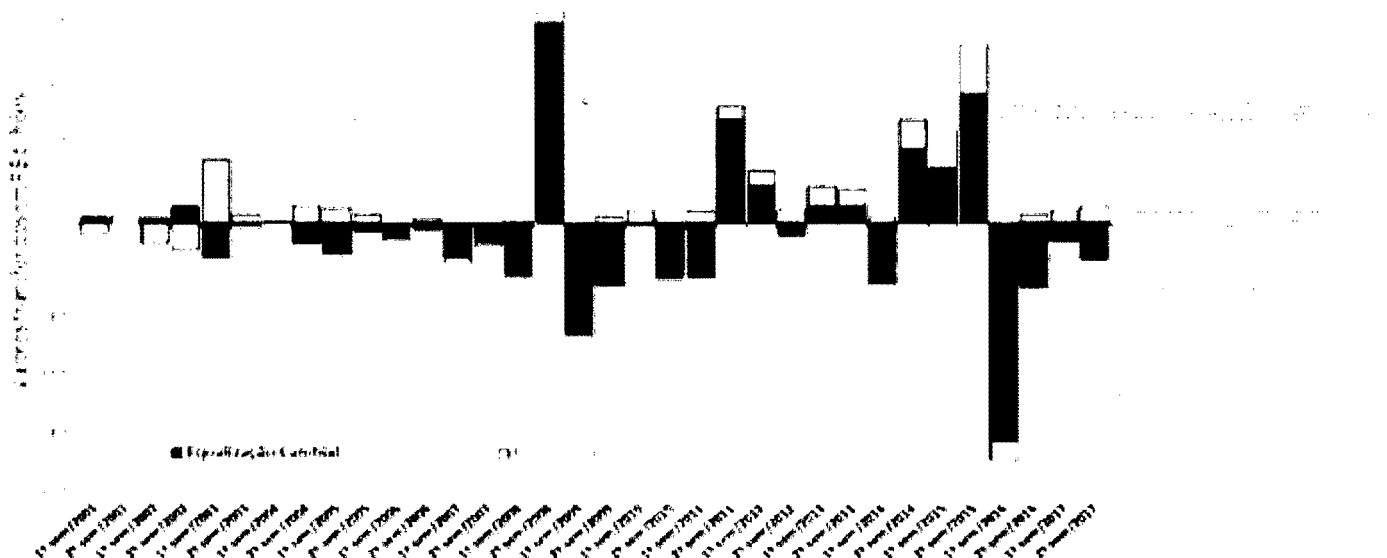
considerado livre. Observe que a carteira do BC passou a exibir um crescimento mais acelerado após 2007, justamente o período em que o Brasil começou a acumular reservas internacionais com mais intensidade, exibindo maior frequência de eventos em que o TN precisou cobrir um resultado negativo com aporte de títulos (veja gráfico 2). Além disso, para cada dólar adquirido e colocado no BC, a autoridade monetária faz o processo de esterilização: emite mais compromissadas para retirar de circulação os Reais que foram dados em troca pelo dólar adquirido, caso contrário o nível de liquidez na economia aumentaria de forma indesejável, dificultando o controle inflacionário. E dado que as compromissadas têm como lastro os títulos públicos do TN, o BC precisou de mais títulos públicos na medida em que cresceram as aquisições de reservas internacionais.

Gráfico 1 - Evolução da carteira de títulos do BC (R\$ bilhões)



Elaboração própria. Fonte: Tesouro Nacional. * Inclui operações compromissadas efetuadas no extramercado.

Gráfico 2 - Resultados do BCB e Equalização cambial (em R\$ bilhões)



Elaboração própria. Fonte: Tesouro Nacional. Observação: A operação de equalização cambial foi instituída pelo art. 6º da Medida Provisória (MP) nº 435, de 28 de junho de 2008, convertida na Lei nº 11.803, de 2008. Para a construção desta série entre 2001 a 2007, utilizou-se como referência a rubrica custo da manutenção das reservas cambiais, que é disponibilizada nas notas explicativas das demonstrações contábeis do BCB.

5) Observa-se que boa parte do esforço conduzido pelo Tesouro Nacional para alongar os prazos médios da dívida pública e reduzir o percentual de papéis corrigidos pela taxa Selic foi “anulado” pelo aumento do estoque de operações compromissadas, que se caracterizam por prazos curtíssimos e juros que, embora prefixados, expressam a taxa Selic do momento. De que forma é feita a coordenação entre a atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central na melhoria do perfil da dívida pública?

Resposta: As políticas monetária e fiscal têm vários pontos de contato e interação. E para que o país tenha uma boa gestão macroeconômica é imprescindível que as autoridades monetária e fiscal tenham autonomia operacional para buscar a estabilidade macroeconômica de forma transparente. Assim sendo, as gestões das políticas fiscal e monetária são independentes e conduzidas pelo TN e pelo BCB, respectivamente.

No entanto, o Tesouro Nacional como responsável pela gestão da Dívida Pública Federal procura observar as condições de liquidez do sistema financeiro, tendo em vista o excesso de liquidez enxugado por meio das operações compromissadas do BC, para a definição de sua estratégia de emissões de títulos públicos. A variável de ajuste, nesse caso, é o percentual de refinanciamento dos vencimentos da DPF (isto é, a razão entre o volume de emissões e os resgates de títulos públicos).

Assim, com o objetivo de auxiliar na redução do excesso de liquidez ao longo do tempo, ou ainda para mitigar a ampliação da liquidez em contextos de déficits fiscais primários, o Tesouro Nacional busca realizar emissões de títulos em montante superior à sua necessidade líquida de financiamento, o que tem resultado na execução de estratégias com percentual de refinanciamento da DPF superior a 100% dos vencimentos, notadamente a partir de 2015.

Essa política, contudo, não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional (diferença entre emissões em leilões e resgates) têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Ou seja, tais operações se resumem à troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, não alterando os estoques da DLSP e da DBGG.

6) Ao manter um estoque de operações compromissadas superior a R\$ 1 trilhão, que precisam ser constantemente renovadas, quão vulnerável fica o Banco Central (e, por conseguinte, a economia brasileira) a um ataque especulativo por parte do mercado financeiro? Justifique.

Resposta: O BC tem conseguido manter a gestão da liquidez e a taxa Selic próxima do objetivo oficial durante décadas, mesmo diante de crises nacionais ou internacionais severas. Apesar de depender fortemente de operações de compromissadas para administrar a liquidez, a estrutura operacional do BC provou ser robusta e resiliente mesmo sob condições desafiadoras de mercado. Durante a crise financeira internacional de 2008 e outras crises internas, a volatilidade da taxa Selic manteve-se em níveis muito baixos e os fluxos regulares no mercado monetário permaneceram estáveis. Além disso, as alterações propostas no PL 9283/2017 em tramitação, originadas pelo PLS 314/2017, ajudarão a reforçar o apoio do Tesouro Nacional para manter o nível adequado de títulos públicos na carteira do BC de forma a aumentar a eficácia dos instrumentos de política monetária e a melhorar a própria gestão de liquidez do BC.

A base de detentores das compromissadas é mais um item relevante na análise sobre um possível ataque especulativo. Haja vista que mais de 90% delas estão detidas por agentes domésticos, sendo improvável um cenário de ataque especulativo vindo de não-residentes/crises internacionais. Nas crises domésticas, os investidores procuram se proteger com investimentos mais conservadores, incluindo as compromissadas, ao lado dos títulos públicos, dentre as alternativas seguras. Prova disso é que atualmente 70% delas são detidas por fundos de investimento, 10% por entidades de previdência, outros 10% estão com bancos e os restantes 10% distribuídos entre seguradoras, não-residentes, governo e outros. Pouco mais de 80% das operações compromissadas tem prazo até 45 dias, sendo que o prazo mais longo é de até 6 meses. Ou seja, as compromissadas, apesar do prazo curto, estão altamente concentradas em demandantes domésticos e são administradas pela autoridade monetária na sua função clássica de gestão da liquidez do sistema financeiro nacional.

7) De que forma a gestão apartada dos dois componentes essenciais (de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo Banco Central) compromete a eficácia da gestão da dívida pública?

Resposta: O Banco Central administra a liquidez de curtíssimo prazo do mercado por meio das operações compromissadas, de forma a garantir que a taxa SELIC se mantenha próxima da meta definida pelo Copom. Nesse processo, como já foi dito, o BC se utiliza de títulos públicos em sua carteira para dar lastro às operações. Quando há necessidade, o Tesouro Nacional emite títulos para recompor a carteira do BC e, assim, possibilita a continuidade do processo de administração de liquidez sem interferência na gestão da DPF.

Ao utilizar-se de operações compromissadas, o BC ganha mais liberdade para definir o prazo das operações de política monetária, que nem sempre são os mesmos do gerenciamento eficiente da dívida pública. Assim, a manutenção dos dois instrumentos (operações compromissadas e operações de compra/venda de títulos públicos) mostram-se adequados para a política monetária e a gestão da dívida concomitantemente.

O processo tem funcionado eficientemente, mas a busca por maior transparência e aperfeiçoamento do arcabouço institucional, levou o governo a contribuir e apoiar o Projeto de Lei 9.283 que aperfeiçoa o relacionamento entre TN e BC, inclusive dando maior transparência e agilidade em relação aos mecanismos de garantia de níveis adequados da carteira livre do BC.

8) Por que as operações compromissadas não constam dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs), instrumento de planejamento da gestão dos títulos públicos elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional, se elas entram no cômputo, tanto da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), quanto no da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)?

Resposta: A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) é responsável pela gestão da Dívida Pública Federal em mercado (DPF), enquanto ao BC cabe a responsabilidade pela gestão da liquidez/operações compromissadas. Assim sendo, o Plano Anual de Financiamento é o instrumento da STN para informar à sociedade e aos agentes de mercado a estratégia que a instituição deve perseguir para a gestão da DPF no ano em questão. O documento já está em sua 18ª edição. A execução pode ser acompanhada mensalmente pelo Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, ou anualmente pelo Relatório Anual da Dívida Pública Federal.

Assim sendo, o PAF não corresponde a um planejamento para as operações compromissadas, dado que o Tesouro não faz a gestão desse instrumento de gestão da liquidez, que é de competência do BC. Importante salientar, que a publicação de informações sobre a gestão das compromissadas é ampla e transparente pela autoridade monetária. O mesmo pode ser dito a respeito da evolução da DLSP e DBGG, sendo uma das fontes de divulgação a Nota econômico-financeira para a imprensa do BC.

9) Qual deve ser o limite para o montante da dívida mobiliária federal a que se refere o inciso XIV do art. 48 da Constituição?

a. Esse limite deve ser estabelecido para a dívida bruta, para a dívida líquida ou para ambas? Justifique.

Resposta: A definição de limites ao endividamento público da União envolve discutir com profundidade não apenas o valor de um teto para a dívida, mas também qual seria o indicador mais apropriado de maneira a assegurar parâmetros prudenciais adequados à conjuntura brasileira. Por indicador apropriado deve-se entender mais do simplesmente escolher entre dívida líquida ou bruta. Há que se considerar todo o arcabouço institucional vigente no país para reger as políticas fiscal, monetária e cambial, incluindo a gestão da dívida e o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, de tal forma a assegurar os instrumentos necessários à consecução eficiente dessas políticas.

No que diz respeito a parâmetros para um teto de endividamento, limites muito restritivos aplicados de imediato poderiam impor a necessidade de um aperto fiscal prolongado e exigir uma poupança do governo para pagar dívida (superávit primário) superior ao padrão histórico, apresentado de 2003 a 2013. Há que se atentar, nesse caso, se as condições econômicas que o Brasil apresenta hoje seriam condizentes com uma trajetória para o enquadramento da dívida em limites não adaptados ao atual quadro fiscal, haja vista a rigidez do orçamento e a queda na arrecadação em período recente.

Assim, é importante dispor de maior discussão na proposição de limites de dívida juntamente com as iniciativas em curso para trazer mais controle fiscal no médio prazo. Tão importante quanto o limite de dívida é criar instrumentos que permitam implementar os ajustes necessários para se trazer equilíbrio para o orçamento brasileiro, criando mecanismos que, uma vez praticados, evitem que os limites de endividamento sejam atingidos. Criar limites de dívida sem as ferramentas necessárias para um ajuste no fluxo das despesas e receitas pode até mesmo aumentar a percepção de risco em relação à Dívida Pública.

Assim, é importante se aprofundar nos seguintes pontos antes da aprovação dos limites da dívida, posto que reforma fiscal e limites de dívida se complementam:

- É importante trabalhar com indicadores e medidas que se antecipem aos momentos de maior dificuldade fiscal.
- Em contextos desfavoráveis para a economia, as contas públicas sofrem com a queda da arrecadação e necessidade de suportar gastos essenciais; assim, parte do ajuste resulta em aumento da dívida; se a situação chegar ao ponto de se ultrapassar o limite, o reenquadramento vai requerer a reversão do ciclo econômico, ou seja, que o país volte a crescer. Um aperto fiscal nessa situação arriscaria aprofundar ainda mais o quadro de dificuldade econômica.
- O limite atual, à luz do que prescreve a LRF em seu artigo 31, impede o governo de efetuar a rolagem de juros. Na prática, significa que se o teto para a dívida for ultrapassado a regra

impõe um déficit nominal zero ou superávit nominal. Adicionalmente a LRF exigiria cortes drásticos nas despesas de modo a gerar o superávit necessário para redução da dívida no curto prazo. Isso poderia, em uma situação limite, impor a paralisação de atividades e gastos do governo.

- A definição de um limite muito restritivo poderia, por exemplo, exigir um resultado nominal positivo exatamente quando a situação está estruturalmente desequilibrada: a dívida só aumentaria ao ponto de ultrapassar o limite em um contexto de queda das receitas (possivelmente devido à queda da atividade) e necessidade de suportar gastos (ou restrição para cortá-los).
- Os investidores se antecipam a esse cenário. Basta uma leitura de cenário mais desfavorável às finanças públicas, com o ingrediente de um limite de dívida que imporá um ajuste não factível àquela conjuntura, para que o risco de não pagamento da dívida decorrente do descumprimento do limite seja trazido para o cenário. Seria algo parecido com o que ocorreu nos Estados Unidos, quando o pagamento da dívida ficou refém do limite de endividamento.

Um limite inapropriado para a dívida pode ainda trazer riscos para a própria gestão dívida (incluindo aqui as decisões relacionadas à sua composição por indexadores e estruturas de prazo, bem como desenvolvimento de um mercado eficiente de títulos públicos) e, também, para as políticas monetária e cambial conduzidas pelo Banco Central. Caso não haja disponibilidade de títulos públicos na carteira do Banco Central no montante adequado para lastrear as operações compromissadas, este poderia encontrar-se impossibilitado de operacionalizar a política monetária ou mesmo esterilizar a compra de dólares oriundas de política cambial. Quanto à gestão da dívida, um limite mais restritivo poderia impossibilitar a manutenção de caixa em níveis prudentes para mitigar risco de refinanciamento, o que poderia resultar em custos mais elevados para a dívida, ao ter que aceitar taxas mais altas em momentos de volatilidade de mercado.

Por fim, um limite de dívida é, antes de mais nada, uma regra fiscal. E como tal, sua definição deve ser feita em harmonia com uma reformulação para permitir maior flexibilização do orçamento para corte de gastos e outras regras fiscais já em vigor, como as metas para resultado fiscal primário, o teto de gastos e a regra de ouro. Um limite de endividamento que esteja próximo de ser atingido exige corte de despesas para que a regra fiscal continue sendo cumprida. E se a necessidade de corte estiver em um contexto como o atual de elevada rigidez orçamentária, o cumprimento da regra fiscal será inexecutável.

Além disso, uma regra que limite a dívida precisa ter a preocupação de ser consistente com o teto de gasto e a regra de ouro em todos os seus aspectos. Por exemplo, em um contexto em que a ressalva da regra de ouro seja utilizada para permitir aumento de operações de crédito, como essa ressalva impactaria o limite de dívida? Esse também estaria automaticamente flexibilizado? Se o congresso aprovar sucessivos orçamentos com déficits primários, como isso impactaria um limite de dívida? Ficariam inconsistentes sucessivas autorizações de déficit nas contas públicas sem harmonizar esse fato com o limite de dívida.

No ordenamento jurídico vigente, a Constituição estabeleceu que cabe ao Congresso dispor sobre o limite de dívida mobiliária federal (art. 48) e ao Senado o limite de dívida consolidada (art 52). A LRF (de 04/05/2000) estabelece no artigo 30 que no prazo de noventa dias o Presidente da República submeterá ao: I - Senado Federal: proposta de limites globais para dívida consolidada da União, Estados e Municípios, cumprindo o que estabelece o inciso VI do art. 52 da Constituição; II - Congresso Nacional: projeto de lei que estabeleça limites para dívida mobiliária federal a que se refere o art. 48 da Constituição). Tal regulamentação não foi

concluída até o momento. Apesar de estar em tramitação as seguintes iniciativas:

- Nos termos do inciso I do art. 30 da LRF a Presidência da República enviou ao Senado Federal em 09/08/2000 a Mensagem nº 154/2000 que contém proposta de limite global para a dívida consolidada da União, Estados, DF e Municípios
- Em 04/08/2000 o Poder Executivo apresentou à Câmara dos Deputados o PL 3.431/2000 para limitar a dívida pública mobiliária federal
- A Mensagem nº 154, de 2000, terminou dando origem ao Projeto de Resolução do Senado nº 84/2007, decorrente da aprovação de parecer no âmbito da Comissão de Assuntos Econômicos, também tratando de um limite para a dívida consolidada.

10) Deve existir um limite para o volume da carteira de títulos da dívida pública mobiliária interna em poder do Banco Central? Justifique.

a. Caso sim, qual deve ser esse limite? Justifique.

b. Caso o volume atual seja superior ao limite proposto na questão anterior, que estratégia vem sendo adotada para a sua redução?

Resposta: Para execução da política monetária, o Banco Central necessita manter uma carteira de títulos da dívida pública federal em dimensões adequadas ao controle da oferta de moeda na economia, que é utilizada como lastro em operações de mercado aberto capazes de administrar flutuações da liquidez bancária resultantes de diversos fatores, dentre os quais as variações na Conta Única do Governo no Banco Central, os depósitos compulsórios das instituições financeiras e a demanda por moeda na economia. Alguns dos fatores apontados não se sujeitam ao controle direto da Autoridade Monetária, o que aumenta a complexidade e a importância do dimensionamento adequado da sua carteira de títulos. Assim, restringir o tamanho desse ativo detido pelo Banco Central pode causar prejuízos de grande impacto à execução da política monetária.

Do ponto de vista da gestão da dívida também pode haver implicações importantes. Uma delas é operacional, mas com potencial de impacto. Se o limite da carteira fosse atingido, uma possibilidade de enquadramento poderia ser realizada por meio do resgate antecipado pelo Tesouro Nacional. Dessa maneira, traria riscos muito elevados para a gestão de caixa da dívida pública. O Tesouro teria que usar recursos de seu caixa para resgatar os títulos do BC, reduzindo as disponibilidades para honrar dívida em mercado. Aumentaria imediatamente o risco de refinanciamento da Dívida Pública Federal.

Em outra possibilidade, se o enquadramento fosse alcançado por meio de venda de títulos da carteira do BC ao mercado, poderia ocorrer uma situação em que o Tesouro e o BC ofertariam títulos públicos em mercado simultaneamente. Isso aumentaria rapidamente a oferta de tais títulos, reduzindo seus preços (ou seja, aumentando o custo da dívida). A velocidade desse movimento poderia deteriorar as condições do mercado de títulos públicos e adicionar volatilidade aos mercados financeiros. Ou seja, a transferência desordenada das compromissadas para a Dívida Pública Federal, resultante desse processo, levaria a uma piora considerável da percepção de riscos da dívida pública.

Além disso, a redução da carteira do Banco Central buscando enquadramento do limite legal seria neutro em relação à Dívida Consolidada Líquida, não trazendo nenhum benefício ao

controle do endividamento público. A redução da DPF seria acompanhada de redução do ativo na Conta Única do Tesouro (se houver pagamento da DPF junto à autoridade monetária) ou seria acompanhada de aumento da DPF em mercado, por meio da venda em definitivo dos títulos públicos para efetuar o controle do excesso de liquidez no sistema.

Por fim, um dos argumentos para a introdução desse limite seria que o BC tem ajudado a refinanciar a dívida, desvirtuando o objetivo de utilização do instrumento que é controlar a liquidez bancária. Cabe lembrar que existe um arcabouço legal que rege o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, que proíbe que o Tesouro seja financiado pelo Banco Central.

A emissão de títulos para o BC é regulamentada pela Lei 11.803/2008, que autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BC com vistas a assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. A matéria foi ainda regulamentada pelo Ministério da Fazenda em 2009 através da Portaria nº 241, determinando que o TN emita títulos em favor do BCB sempre que a sua carteira de títulos livres atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões

Nesse sentido, entende-se que a introdução de um limite de dívida que crie restrições ao tamanho da carteira do BC poderia limitar a atuação eficiente da política monetária e, ainda, acarretar riscos importantes para a gestão da dívida.

Uma preocupação pertinente sobre o tamanho da carteira do BC está relacionada a uma eventual sobra estrutural de títulos que foram oriundos de aportes sem contrapartida financeira para fins de recomposição de carteira livre. Nesse sentido, as alterações propostas no artigo 8º do PL 9283/2017 em tramitação, originadas pelo PLS 314/2017, permite à União, mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, “efetuar o resgate, sem desembolso financeiro a favor do Banco Central do Brasil, e o correspondente cancelamento de títulos livres para negociação do Banco Central do Brasil, com vistas a reduzir a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). O resgate e o cancelamento serão limitados ao saldo do patrimônio institucional do BC resultante da emissão direta de títulos da DPMFi sem contrapartida financeira, observando-se, ainda, o limite mínimo estabelecido para o patrimônio líquido do BC.

11) O Banco Central deve ser autorizado a acolher e remunerar depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras? Justifique.

c. Caso sim, os depósitos voluntários contribuiriam para a manutenção dos elevados spreads já cobrados pelas instituições financeiras, uma vez que teriam um incentivo a mais para aplicar seus recursos em títulos públicos ao invés de ampliar a oferta de crédito? Justifique.

Resposta: A autorização para o BC acolher depósitos voluntários, à vista ou a prazo, das instituições financeiras é uma medida que visa a aperfeiçoar os instrumentos de gestão da política monetária, em linha com a experiência bem-sucedida de bancos centrais de reconhecida reputação técnica, como o Banco da Reserva Federal (EUA), o Banco da Inglaterra (Reino Unido) e o Banco Central Europeu. Cuida-se de instrumento com características compatíveis com as necessidades da gestão da liquidez no Brasil, a saber: i) capacidade de propagação das decisões de política monetária pelo sistema financeiro; ii) efetividade como instrumento de absorção de recursos livres no sistema bancário; iii)

simplicidade e reduzido custo operacional; iv) fácil entendimento pelos agentes financeiros. A captação de depósitos voluntários viria somar-se aos instrumentos hoje disponíveis para o controle da liquidez, ampliando a versatilidade e eficiência da atuação da autoridade monetária.

Importante salientar que o próprio Presidente do BC, Ilan Goldfajn, já emitiu seu parecer na mídia sobre o assunto[1], deixando claro que a intenção não é substituir as compromissadas de forma estrutural pelo depósito voluntário. Explicou que o depósito voluntário será um instrumento complementar na gestão da liquidez. Até porque muitos detentores das compromissadas, como os fundos de investimentos, preferem uma opção que tenha títulos públicos como lastro, atributo que o depósito voluntário não oferece.

Acerca das Operações de Swap Cambial e das Reservas Internacionais

12) Qual o volume adequado para as reservas internacionais brasileiras? Justifique.

Resposta: Para quase todas as economias mundiais manter um estoque prudente de reservas internacionais pode trazer benefícios significativos. As reservas reduzem a probabilidade de crises no balanço de pagamentos, ajudam a preservar a estabilidade econômica e financeira frente a pressões sobre as taxas de câmbio e condições desordenadas do mercado, bem como criam espaço para autonomia política.

As reservas funcionam como uma garantia de que o país tenha recursos suficientes em caixa para honrar pagamentos que venham a ser necessários devido a contingências de mercado.

Embora as reservas tenham esses benefícios importantes, elas também carregam um custo de oportunidade porque elas podem render uma taxa de retorno menor do que a que seria obtida se os recursos fossem aplicados de forma diferente. Dessa forma, manter as reservas em volume adequado é uma forma de manter os benefícios provenientes do estoque das reservas e minimizar os custos decorrentes dela.

Porém, a decisão sobre qual o volume adequado de reservas não é trivial porque envolve discussões entre opiniões divergentes, adoção de premissas, além de indicadores que nem sempre conduzem a um consenso.

As opiniões e premissas dependem do quanto de risco o país estaria disposto a arcar no caso de um desequilíbrio macroeconômico, o que requer análises objetivas e também subjetivas dos gestores públicos. Destaca-se para essa análise o cuidado necessário com a conjuntura atual, na qual o país está se recuperando de uma severa crise econômica e continua com desequilíbrios relevantes no âmbito fiscal. Neste contexto, as reservas possuem papel relevante porque demonstram para o mercado que há forte liquidez para suprir desequilíbrios no balanço de pagamentos. Além disso, a discussão deve levar em conta o cenário internacional. A recente tendência de subida nas taxas de juros pelo Federal Reserve (banco central dos Estados Unidos) e sua consequente atração de fluxo de capitais pode trazer desequilíbrios para os países de mercados emergentes, em especial o Brasil[2].

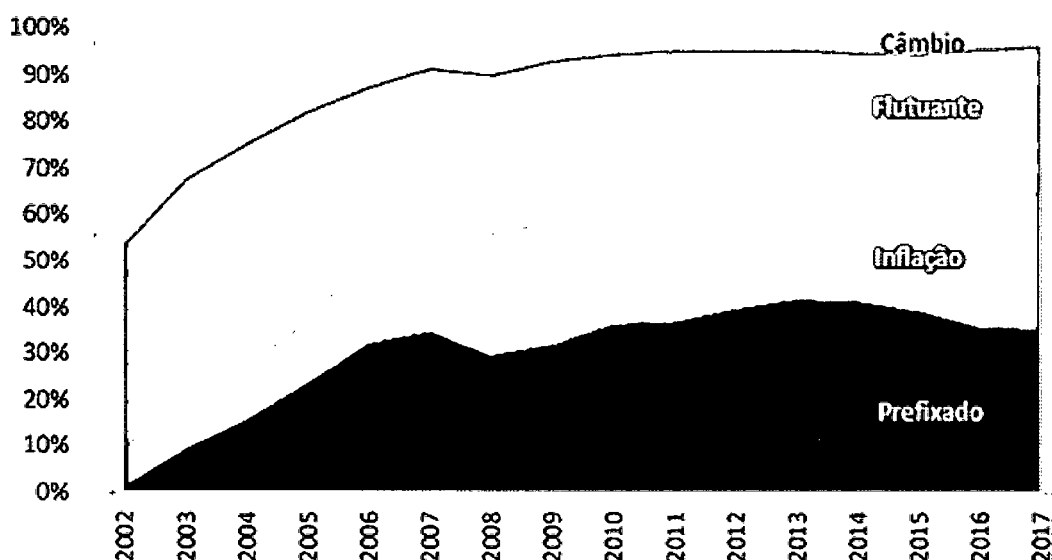
Além disso, existem diversos indicadores econômicos que podem ser utilizados para calcular o nível adequado de reservas, porém estes apresentam grande dispersão e não estão desprovidos de incertezas quando necessitam prever índices futuros, a exemplo da evolução da taxa de câmbio. Tais incertezas afetam decisivamente o custo líquido de carregamento das reservas[3] bem como a

quantificação do impacto da venda de reservas sobre a economia. Dessa forma, não há na literatura econômica consenso sobre um nível ótimo para as reservas internacionais porque tal nível dependerá das condições de cada economia ao longo do tempo.

Por fim, compete à Diretoria Colegiada do Banco Central estabelecer os objetivos estratégicos e o perfil de risco e de retorno das reservas internacionais do país. Destaca-se a publicação anual do Relatório de Gestão das Reservas Internacionais[4]. Conforme as diretrizes propostas neste documento, a gestão das reservas está baseada na busca por uma alocação estratégica que possua características anticíclicas e que reduza a exposição do país a oscilações cambiais. É válido o debate sobre o que poderia ser considerado um volume ótimo de reservas internacionais, mas é importante que essa discussão seja feita no futuro, em um momento em que já se tenha alcançado a consolidação fiscal do país e assegurado o crescimento econômico de maneira sustentada.

13) Observou-se nos últimos 15 anos uma "troca" da dívida externa brasileira por dívida interna. Por que se optou por essa última, pagando-se juros bem maiores?

Resposta: O gráfico abaixo mostra a evolução da composição da DPF de 2002 a 2017, sendo evidente que a redução da dívida atrelada ao câmbio foi uma grande conquista para a gestão da dívida pública brasileira. Isso porque a boa gestão de uma dívida pública não deve levar apenas o custo de emissão em consideração, e sim ter como objetivo minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de **níveis prudentes de risco** e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, posição em 31 de dezembro de 2017.

Nesse sentido, qualquer dívida atrelada a câmbio embute um elevado risco, pois, por definição, o país não tem previsão sobre o custo que essa dívida poderá atingir no futuro.

Outro ponto relevante é o estoque nominal da dívida brasileira é o maior entre os países emergentes, de forma que se o país quisesse transformar um percentual relevante de sua dívida interna em externa acabará por gerar grande pressão sobre o mercado externo. Ou seja, nessa hipótese o custo de emissão da dívida externa seria maior por ter uma maior pressão de oferta para um mesmo mercado

externo.

Além disso, uma possível troca de dívida interna por externa não necessariamente acarretaria em diminuição da dívida pública. Isso porque para realizar esta troca, o Tesouro Nacional teria que fazer captações em dólares e transformá-los em reais para pagar dívida interna. Ao fazer isso, acabaria gerando mais liquidez no mercado nacional e a necessidade do Banco Central de aumentar o volume de compromissadas para regular a liquidez da economia, assumindo-se que um eventual excesso de dólares na economia seria absorvido pelo BC. Dessa forma, um possível resultado da troca de dívida interna por externa seria um volume maior de reservas internacionais e de operações compromissadas.

14) Apesar da queda gradativa observada desde seu ápice em 2015, ainda há uma exposição total líquida significativa nas operações de swap cambial (R\$75,3 bilhões em janeiro de 2018). Qual a estratégia para reduzir essa exposição?

Resposta: A política cambial e gestão das operações de swap cambial é tema conduzido pelo Banco Central, que teria a competência para responder de maneira mais apropriada a esta questão.

15) Considerando o forte crescimento da dívida pública nos últimos anos, faria sentido utilizar parte das reservas internacionais para reduzir a dívida? Justifique.

Resposta: Conforme mencionado na resposta 12, compete ao Banco Central o gerenciamento das reservas internacionais, de forma que a decisão sobre a utilização das reservas deve ser tomada pelos gestores públicos com o envolvimento da autoridade monetária. A Diretoria Colegiada do Banco Central estabelece os objetivos estratégicos e o perfil de risco e de retorno das reservas internacionais do país. Conforme o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais[5], a gestão das reservas está baseada na busca por uma alocação estratégica que possua características anticíclicas e que reduza a exposição do país a oscilações cambiais. Dessa forma, o Banco Central atua na gestão de reservas de forma a preservar a estabilidade do setor externo brasileiro.

Decisões relativas ao volume de reservas devem ser tomadas apenas em momento de consolidada estabilidade fiscal e econômica, a fim de não alterar a percepção de risco do país e criar instabilidade macroeconômica. Deve-se ponderar os efeitos da venda de reservas sobre a taxa de câmbio e demais implicações na economia, como o gerenciamento das políticas monetária, cambial e fiscal. Mas, não parece adequado atrelar decisões quanto ao tamanho das reservas à trajetória da dívida sem considerar o benefício que tais reservas trazem para o balanço de riscos do país. Um balanço mais saudável, como reconhecido amplamente por diversos atores, incluindo as agências de rating, é fator de redução de prêmios de riscos e do custo da dívida.

Por fim, lembramos que a Constituição Federal em seu parágrafo 164 veda o Banco Central financiar o Tesouro, direta ou indiretamente, de forma que não haveria possibilidade de usar as reservas para tal finalidade.

[1] Veja artigo publicado na Istoé <https://istoe.com.br/bc-captacao-de-depositos-sera-instrumento-complementar-para-gestao-de-liquidez/>

[2] Estudos recentes tem apontado o Brasil como um dos países mais vulneráveis a alterações nas condições financeiras externas. <http://www.valor.com.br/brasil/5548815/indicador-mostra-brasil-como-o-segundo-emergente-mais-fragil>.

[3] Fonte: Reservas Internacionais do Brasil: Evolução, Nível Adequado e Custo de Carregamento. IFI (Instituto Fiscal Independente). Disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1

[4] Fonte: http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2018/03/relatorio_anual_reservas_internacionais_2018.pdf

[5] Fonte: http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2018/03/relatorio_anual_reservas_internacionais_2018.pdf

Atenciosamente,

À consideração superior.

Documento assinado eletronicamente

Luiz Fernando Alves

Coordenador-Geral da Coordenação de Planejamento Estratégico da Dívida Pública



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Fernando Alves, Coordenador(a)-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**, em 04/06/2018, às 10:34, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0724394** e o código CRC **F77A2A1D**.



12100 101055/2018-24
SEI/Protocolo/MF

BANCO CENTRAL DO BRASIL

SEI-Ministério da Fazenda
PROTOCOLO/SEDE
CADASTRADO

Ofício 9939/2018-BCB/Aspar
PE 127591

Brasília, 5 de junho de 2018.

A Sua Senhoria o Senhor
Philippe Barbosa
Chefe da Assessoria para Assuntos Parlamentares do Ministério da Fazenda
Ministério da Fazenda – Esplanada dos Ministérios – Bloco "P"
70048-900 – Brasília – DF

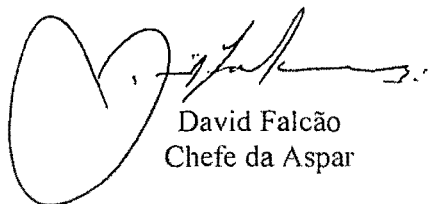
Assunto: Requerimento de Informação nº 3.499, de 2018.

Senhor Chefe,

Reportamo-nos aos Ofícios SEI nºs 60 e 81/2018/CODEP/AAP/GMF-MF, de 19 de abril e 18 de maio de 2018, respectivamente, por meio dos quais essa Assessoria para Assuntos Parlamentares encaminhou, para exame e manifestação, o Requerimento de Informação nº 3.499, de 2018, de autoria do Deputado André Figueiredo, que requer “*Informações acerca da atuação do Banco Central nos últimos anos por meio de operações compromissadas e swaps cambiais*”.

2. A propósito, encaminhamos a V.Sa. a anexa Nota 492/2018-BCB/DIRET, de 5 de junho de 2018, com as informações prestadas pelas áreas técnicas deste Banco Central.

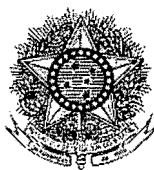
Atenciosamente,



David Falcão
Chefe da Aspar

③

Anexo: Nota 492/2018-BCB/DIRET, de 5 de junho de 2018.



CÂMARA DOS DEPUTADOS
PRIMEIRA-SECRETARIA

Ofício 1ªSec/RI/II/nº 2275 /18

Brasília, 21 de junho de 2018.

Exmo. Senhor Deputado
ANDRÉ FIGUEIREDO
Gabinete 940 – Anexo 4

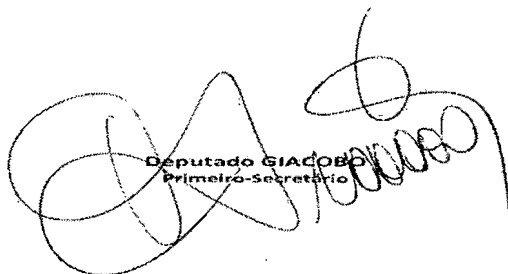
Assunto: **resposta a Requerimento de Informação**

RECEBI NESTA DATA A PRESENTE DOCUMENTAÇÃO.
EM 21 / 06 / 18
Nome por extenso e legível: Sefma Gonçalves
Ponto: 183541

Senhor Deputado,

Encaminho a Vossa Excelência cópia do Avisa nº 104/MF, de 14 de junho de 2018, do Ministério da Fazenda, em resposta ao **Requerimento de Informação nº 3499/2018**, de sua autoria.

Atenciosamente,


Deputado GILACIO
Primeiro-Secretário

