



O depósito voluntário no
Banco Central e os diferentes
conceitos de dívida pública

Julho de 2021



Insper

O depósito voluntário no Banco Central e os diferentes conceitos de dívida pública¹

Marcos Mendes²

Foi aprovado o Projeto de Lei 3877/2020, que autoriza o Banco Central a receber depósitos remunerados de instituições financeiras, com vistas a aperfeiçoar a política monetária. A mudança poderá ter um efeito colateral que impactará as estatísticas da dívida pública. A presente nota visa analisar esse impacto, não entrando nos aspectos de política monetária.

A estatísticas de dívida pública será afetada se houver substituição das operações compromissadas por depósitos voluntários.

Atualmente, quando o BC precisa reduzir a liquidez, ele vende títulos públicos por meio de operações compromissadas: uma operação em que a instituição financeira concede um empréstimo ao BC e recebe um título do Tesouro como colateral da operação. Ao final do prazo da operação, o título retorna ao BC, que devolve o dinheiro, com a devida remuneração ao prestador. Operações de injeção de liquidez se dão de maneira simétrica.

A nova legislação, a princípio, permite que a mesma operação de redução de liquidez seja feita sem o uso do título público como colateral: a instituição financeira faz um depósito voluntário no BC e o saca no prazo determinado.

A pergunta que se faz é: se houver uma significativa substituição das operações compromissadas (que usam títulos do Tesouro como colateral) por depósitos remunerados (que prescindem do uso dos títulos) haverá impacto nas estatísticas de dívida pública?

Antes de responder à questão, vale ressaltar que a argumentação do Banco Central é que não pretende fazer substituição maciça de compromissadas por depósitos voluntários, tendo como meta usá-los como alternativa aos depósitos compulsórios.

¹ Agradeço o diálogo e comentários de Ana Paula Vescovi, Márcio Garcia e Otávio Ladeira. Os eventuais erros são de minha responsabilidade.

² Pesquisador associado do Insper.

Para ter uma dimensão das diferenças de valores envolvidos, as compromissadas, em abril de 2021, estavam em R\$ 1,2 trilhão, enquanto os depósitos hoje existentes no BC somavam R\$ 360 milhões³.

Caso venha a ocorrer substituição de compromissadas por depósitos voluntários, o impacto sobre a estatística de dívida pública depende do conceito de dívida utilizado. Em especial, do conjunto de entes públicos para os quais se computa a dívida. Adotam-se dois universos distintos para caracterizar a esfera pública:

- I) O universo “setor público” engloba os governos federal, estadual e municipal, bem como o Banco Central e as empresas estatais dos três níveis de governo (exceto Petrobras e Eletrobras, consideradas empresas que operam de forma independente das contas públicas).
- II) O universo “governo geral” adotado pelo FMI restringe-se aos governos federal, estadual e municipal, excluindo o Banco Central e as estatais. O Brasil adotou um conceito misto, que inclui parcialmente operações do BC no conceito de “governo geral”, que será analisado adiante.

Cada um dos casos relevantes é tratado a seguir. As principais conclusões são:

- a) As dívidas líquida e bruta do universo “setor público” não serão afetadas pela mudança;
- b) As dívidas líquida e bruta do universo “governo geral” no conceito do FMI não são afetadas de imediato pela mudança, mas podem ser afetadas no longo prazo, caso venha a ocorrer, em decorrência da criação do depósito voluntário, uma menor necessidade de carteira livre de títulos no BC (embora não seja possível, com as informações disponíveis, dimensionar se essa redução é potencialmente relevante);
- c) As dívidas líquida e bruta no universo “governo geral” no conceito adotado no Brasil caem com a substituição de compromissadas por depósitos voluntários, tornando as séries antes e após a mudança não

³ Fonte: Banco Central, estatísticas fiscais, abril de 2021.

comparáveis. Por outro lado, no conceito brasileiro, não haverá o impacto secundário de longo prazo, de redução do estoque da dívida por conta de eventual redução da carteira livre do BC;

d) Não haverá mudança da realidade fiscal do país. O impacto diferenciado em cada um dos conceitos de dívida reflete a dificuldade em se separar totalmente os efeitos de política fiscal dos efeitos de política monetária. Idealmente, somente as transações de impacto fiscal deveriam sensibilizar a dívida. Nenhum dos conceitos utilizados consegue fazê-lo perfeitamente, porque, no Brasil, há muitas sobreposições de contas fiscais e monetárias na organização institucional da relação entre Tesouro e Banco Central;

e) Caminhos relevantes a serem explorados:

- (i) recuperar a credibilidade do conceito de Dívida Líquida do Setor Público;
- (ii) retornar ao uso da Dívida Bruta do Governo Geral no conceito do FMI não mais usando o conceito brasileiro;
- (iii) em não sendo adotada a opção anterior, apresentar a estatística da DBGG no conceito brasileiro com a adição dos depósitos voluntários, para manter a estatística comparável no tempo;

1) Dívida Bruta e Líquida do Setor Público

Na apuração da dívida líquida ou bruta do Setor Público, o Banco Central está incluído no conceito de governo. Logo, esse conceito de dívida não será afetado. Qualquer depósito que o BC receba automaticamente será contabilizado como dívida do setor público. Por exemplo, os depósitos compulsórios hoje recebidos já são computados na dívida.

Uma redução de operações compromissadas (passivo do BC) com correspondente aumento dos depósitos voluntários (outro passivo do BC) não afetaria a posição consolidada do setor público. Seria apenas uma mudança na composição do passivo do BC e do setor público.

2) Dívida Bruta e Líquida do Governo Geral – conceito FMI

O conceito de Governo Geral tradicional, como afirmado acima, não inclui o Banco Central. Mais adiante veremos que o Brasil utiliza um conceito alternativo, que inclui parcialmente o BC. Por isso, o caso tratado nesta seção é chamado de "conceito FMI", que exclui totalmente o BC do Governo Geral.

Estando o BC fora do governo, as suas operações não afetarão a estatística de dívida pública. A mudança de composição de passivo ocorre totalmente fora do "governo geral".

Vejamos a questão de forma esquemática. Por simplicidade, a dívida externa será desconsiderada na argumentação a seguir, pois não afeta o ponto em questão. A Dívida (Interna) Líquida do Governo Geral no conceito FMI ($DLGG_{FMI}$) é dada por:

$$DLGG_{FMI} = DBGG_{FMI} - CGG \quad (1)$$

Onde:

$DBGG_{FMI}$ = Dívida Bruta do Governo Geral no conceito do FMI

CGG = Créditos do Governo Geral⁴

Já a dívida bruta pode ser aberta em:

$$DBGG_{FMI} = DGG + DGGBC \quad (2)$$

Onde:

DGG = Dívida do Governo Geral junto às entidades fora do conceito de Governo Geral (setor privado, instituições financeiras públicas e privadas, Petrobras, Eletrobras), exceto dívida junto ao Banco Central⁵

$DGGBC$ = Dívida do Governo Geral junto ao BC

A $DGGBC$, por sua vez, é dada por:

$DGGBC$ = Títulos usados em operações compromissadas do BC + Títulos do Tesouro em carteira livre do BC (3)

⁴ Saldo da conta única do Tesouro, saldos de caixa da previdência social, arrecadação a recolher, créditos junto ao BNDES e outras instituições financeiras federais, recursos do FAT na rede bancária, crédito junto a empresas estatais.

⁵ Títulos públicos em mercado, dívida bancária dos três níveis de governo.

O que a equação (3) está dizendo é que os títulos do Tesouro de propriedade do BC têm dois usos possíveis: (a) lastrear operações compromissadas, ficando na mão do mercado; (b) permanecerem “parados” na carteira do BC.

Quando o BC reduz uma operação compromissada, seja porque aumentou os depósitos voluntários, seja porque decidiu colocar mais dinheiro na economia, o primeiro termo da equação (3) diminui, mas o segundo termo aumenta no mesmo montante: os títulos que saíram do mercado voltam para a carteira do BC. A DGG_{BC} fica constante. Logo, a operação não afeta a $DBGG_{BC}$ (equação 3) nem a $DBGG_{FMI}$ (equação 2) ou a $DLGG_{FMI}$ (equação 1).

Um efeito secundário pode se dar no longo prazo. Por questões institucionais que serão descritas na próxima seção, o BC possui uma carteira de títulos do Tesouro bastante grande (equivalente a 9,9% do PIB em abril de 2021)⁶. Uma das causas dessa carteira elevada é o fato de os títulos do Tesouro serem o único colateral disponível para uso em operações compromissadas, dado que a Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 34) proíbe a emissão de títulos próprios pelo BC. Isso significa que a autoridade monetária tende a manter uma folga na sua carteira de títulos, para enfrentar com agilidade situações em que precise ampliar o enxugamento de liquidez, por meio de aumento das operações compromissadas.

Em tese, passando a dispor de um novo instrumento que, ainda que imperfeitamente substitua os títulos de emissão própria, o BC terá mais liberdade para fazer política monetária sem precisar de títulos públicos. Isso levaria, ao longo do tempo, à redução da “margem de segurança” que ele precisaria manter nos estoques de títulos em carteira. Isso permitiria uma redução gradual do segundo termo da equação (3), o que levaria a menores $DBGG_{FMI}$ (equação 2) e $DLGG_{FMI}$ (equação 1).

Essa não é uma transição simples e depende de várias condições institucionais. Ela envolve questões patrimoniais do Banco Central e relações financeiras entre o BC e o Tesouro que transcendem o objeto desta nota. No entanto, cabe assinalar pelo menos uma possibilidade: a redução do estoque de títulos do Tesouro colocados no BC sem contrapartida financeira, com

⁶ Fonte: Estatísticas Fiscais do Banco Central, abril/21.

objetivo específico de uso em política monetária⁷. Não foi possível obter, contudo, o valor atual desses títulos.

Note-se que essa eventual queda da carteira de títulos livres não resulta de melhoria da situação fiscal do país, e sim de uma mudança institucional que permitiria maior separação das ações de política monetária em relação à política fiscal. Ao ser dado um novo instrumento de política monetária ao BC, ele deixou de precisar manter papéis do Tesouro em excesso na sua carteira.

Daí se pode dizer que a metodologia do FMI, no contexto institucional brasileiro anterior à existência dos depósitos voluntários, tendia a colocar o estoque de dívida pública em um valor mais elevado que o gerado pelas operações fiscais. A criação dos depósitos voluntários e a sua efetiva utilização na substituição parcial das compromissadas amenizariam esse efeito, caso viabilizassem uma redução da carteira de títulos livres do BC. Não foram obtidos dados que permitissem mensurar esse eventual excesso e sua relevância quantitativa. Seria importante que o Banco Central se pronunciasse a respeito.

3) Dívida Bruta do Governo Geral (conceito brasileiro)

As características institucionais da relação entre o Tesouro e o Banco Central, no Brasil, levaram o país a adotar um conceito alternativo de dívida líquida e bruta do governo geral. Antes de descrever esse conceito, é oportuno expor as especificidades institucionais:

- l) o BC não pode financiar o Tesouro, comprando-lhe títulos (CF, art. 164, § 1º). Logo, os títulos que estão na sua carteira não deveriam

⁷ A Lei 13.820/2019 estabelece as condições em que podem ser feitos resgates de títulos do Tesouro na carteira do BC sem contrapartida financeira:

Art. 8º Mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, a União, por intermédio do Ministério da Fazenda, poderá 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 DPMFi.

§ 1º O resgate e o cancelamento de que trata este artigo serão limitados ao saldo do patrimônio institucional do Banco Central do Brasil resultante da emissão direta de títulos da DPMFi sem contrapartida financeira, observando-se, ainda, o limite mínimo estabelecido no § 2º do art. 4º desta Lei.

.....
Portanto, Ministério da Economia e Banco Central já têm mecanismos disponível para fazer a redução da carteira livre. Seria importante que essas instituições explicitassem o valor dos títulos que estão hoje na carteira e que foram colocados sem contrapartida financeira.

resultar de uma operação prévia de financiamento do Tesouro. Na prática, ao longo da história, houve episódios de financiamento que acabaram carreando títulos do Tesouro para o BC. Mas o fato é que esse canal não mais existe para abastecer a carteira de títulos do BC.

- II) como já afirmado acima, o BC é proibido pela Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 34) de emitir títulos próprios. Então, ele precisa, de alguma forma, fazer com que títulos do Tesouro cheguem à sua carteira para ter instrumento para realizar as operações compromissadas.
- III) a conta única do Tesouro fica dentro do Banco Central. Isso significa que operações de caráter fiscal, como por exemplo a decisão do Tesouro de não rolar integralmente a dívida vincenda, acabam afetando a liquidez da economia: o Tesouro saca da sua conta no BC para pagar a dívida que não será rolada, aumentando a liquidez do sistema e obrigando o BC a enxugar a liquidez.
- IV) o BC é o monopolista das reservas internacionais do país, sendo vedado ao Tesouro acumulá-las em conta própria.

Não podendo financiar o Tesouro (item I), nem emitir título próprio (item II), o BC ficava sem ter como obter títulos para usar nas operações compromissadas. Ao longo dos últimos anos, foram encontradas duas formas de abastecer a carteira do BC com títulos do Tesouro, além da rolagem dos papéis que existiam em carteira quando da edição da LRF:

- a) quando a carteira livre do BC diminui, a ponto de haver risco de faltar títulos para fazer operações compromissadas, o Tesouro faz colocações de títulos sem contrapartida financeira. Simplesmente entrega os papéis ao Tesouro, como uma espécie de capitalização do BC⁸;
- b) sempre que o BC tinha prejuízo, a legislação obrigava o TN a capitalizá-lo, entregando-lhe títulos. Como desde meados da primeira década do século as reservas internacionais depositadas no BC (item IV acima) cresceram muito, a autoridade monetária passou a ter altos lucros e prejuízos, em decorrência da oscilação da taxa de câmbio, que afeta o valor patrimonial das reservas. Assim, sempre que havia

⁸ Atualmente, esse procedimento está regulamentado pelo art. 8º da Lei nº 13820/2019, citado na nota de rodapé 7.

prejuízo, o TN aportava títulos ao BC. Quando havia lucro, os pagamentos ao Tesouro eram feitos em dinheiro. Em consequência, ao longo do tempo a carteira de títulos do BC crescia⁹.

Através desses dois instrumentos, em especial o item (b), a carteira de títulos do TN no BC foi crescendo ao longo do tempo.

Em 2008, o BC resolveu mudar o conceito de dívida do governo geral. A explicação para essa mudança é um tanto superficial e está em um box do relatório de inflação de março de 2008.¹⁰ O argumento básico era que, não podendo emitir títulos públicos, o BC tinha que manter volume elevado de papéis em carteira livre, para ter margem para eventual ampliação das compromissadas. Por isso, esses papéis, em boa medida obtidos das formas (a) e (b), acima, não teriam relação direta com déficits fiscais pretéritos e deveriam ser excluídos do cômputo da dívida.

Por outro lado, tendo em vista que as operações fiscais do TN afetam a liquidez da economia (item III, acima), sempre que isso ocorrer o BC precisa compensar e fazer operações compromissadas. Então, por haver essa conexão entre operações do Tesouro e o volume de compromissadas, essas deveriam ser computadas na dívida.

Do ponto de vista patrimonial, a justificativa para o conceito DBGG_{Brasil}, também contido na explicação metodológica do BC, é que a autoridade monetária não irá, no vencimento dos títulos de sua carteira, requerer o resgate. Logo, aqueles papéis não representariam risco fiscal e não deveriam ser computados na DBGG. Já os títulos que estão em mercado, lastreando operações compromissadas, seriam, em última instância, um papel do Tesouro em mãos privadas. Logo, representariam um risco fiscal a seus detentores e, como tal, deveriam constar da DBGG.

A mudança está longe de ser perfeita. Operações compromissadas que não fossem motivadas por impactos fiscais do Tesouro acabariam sendo computadas na dívida. Além disso, títulos públicos usados como colateral de operações compromissadas não são, de fato, um passivo do Tesouro nas mãos do mercado. São um passivo do Banco Central, garantidos por títulos

⁹ Essa prática foi alterada pela Lei nº 13820/2019.

¹⁰ <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/200803/RELINF200803-ri200803b4p.pdf>

do Tesouro. O *default* relevante nessa operação não é o do Tesouro, e sim o do Banco Central, que é altamente improvável.

De qualquer forma, é esse conceito de dívida bruta do governo geral que tem sido usado.

Comparando com o conceito do FMI temos, das equações (2) e (3):

$DBGG_{FMI} = DGG + \text{Operações compromissadas do BC} + \text{Títulos do Tesouro em carteira livre do BC}$ (4)

$DBGG_{Brasil} = DGG + \text{Operações compromissadas do BC}$
(5)

Na prática, o que se fez foi colocar o BC parcialmente para dentro do universo "governo geral". Como visto acima, nesse conceito o BC não faz parte do conjunto de entes públicos para os quais se mede a dívida. Mas o conceito brasileiro acaba considerando o BC como parte do governo no que se refere aos títulos em sua carteira livre (não entram na conta, o que pode ser interpretado como crédito e débito entre entidades incluídas no conceito de governo), e fora do governo no que se refere às operações compromissadas (entra na conta da dívida).

No conceito de $DBGG_{Brasil}$, uma substituição de operações compromissadas por depósitos voluntários fará a dívida cair. Não existe mais o efeito compensatório visto no conceito do FMI, em que a queda das compromissadas é compensada pelo aumento da carteira livre, visto que esta última não entra no conceito brasileiro (equação 5).

Uma eventual substituição maciça de compromissadas por depósitos voluntários faria com que a série estatística da $DBGG_{Brasil}$ antes da mudança institucional deixasse de ser comparável com a série após à mudança.

Outra diferença da $DBGG_{Brasil}$ em relação à $DBGG_{FMI}$ é que na primeira não haverá o efeito de longo prazo: um eventual enxugamento da carteira livre do BC não afetará a $DBGG_{Brasil}$, enquanto reduzirá a $DBGG_{FMI}$.

4) Que conceito de dívida usar?

Na prática, os conceitos utilizados com frequência são o de DLSP e DBGG_{Brasil}. Ou seja, um conceito que usa o universo “setor público” e apura a dívida líquida e outro que usa o universo “governo geral” e apura a dívida bruta. Nenhum é perfeito. Cada um tem as suas conveniências e limitações.

4. 1) DLSP

A DLSP, ao incluir o Banco Central entre as entidades para as quais se está medindo a dívida, tem relevância para o Brasil devido à característica institucional apontada no item IV da seção 3: o BC é o monopolista das reservas internacionais. A aquisição dessas reservas teve impacto fiscal, pois o país não as comprou a partir de superávits nominais em suas contas fiscais. Precisou emitir dívida para adquiri-las.

Logo, a aquisição desse ativo, pelo Banco Central, se fez com a geração de um passivo da autoridade monetária de caráter fiscal. Por isso, faz sentido que as contas ativas e passivas do BC estejam computadas na DLSP.

A inclusão é adequada para o caso das reservas internacionais, porém acaba agregando ao estoque da dívida líquida – elevando o seu montante total – passivos do BC que são tipicamente relacionados à política monetária e não têm relação com a solvência do Tesouro, como os empréstimos de liquidez e os depósitos de instituições financeiras.

Cabe ao BC avaliar o dilema entre o benefício de adotar um conceito consagrado e o custo de esse conceito englobar passivos que não são de natureza fiscal. Também não é claro que seja possível separar claramente o que é fiscal e o que é monetário, dada a forte sobreposição institucional entre TN e BC, existente no Brasil, descrita acima.

Outro problema da DLSP é que ela perdeu credibilidade em anos recentes devido a manipulações contábeis, voltadas a inflar os créditos do setor público e, com isso, subestimar a dívida líquida.¹¹ Para recuperar a credibilidade, é importante que os créditos junto a instituições públicas, como BNDES e

¹¹ Foram realizadas operações de entidades incluídas no conceito de “setor público” com outras que, apesar de não estarem nesse conceito, são geridas pelo governo (como Petrobras, Eletrobras e instituições financeiras públicas). Isso permitiu o financiamento da expansão fiscal sem que o conceito de DLSP refletisse a piora das contas.

outros bancos federais, sejam restituídos ao Tesouro e zerados na contabilidade da dívida, como já vem sendo feito nos últimos anos.

Reforçar as iniciativas de recuperação da credibilidade da DLSP é um item importante da agenda do Banco Central e do TCU.

4.2) DBGG_{Brasil}

O uso do universo “governo geral” tem a vantagem de evitar que alguns passivos do BC – como depósitos compulsórios ou empréstimos de liquidez – acabem elevando o valor do estoque da dívida. Mas geram a distorção descrita na seção 3: operações compromissadas que não representem reação a impactos fiscais do Tesouro na liquidez afetam indevidamente a dívida, redução da carteira livre do BC não afeta a dívida.

4.3) Opções de mensuração da dívida

Se os depósitos voluntários vierem a ser, efetivamente, uma opção para substituir (ainda que parcialmente) as operações compromissadas, então a necessidade do BC de manter uma carteira livre diminui. A justificativa, usada em 2008, de que o BC não tem título próprio para operar não mais se sustentaria. Os depósitos voluntários seriam um substituto (ainda que imperfeito) a esses títulos.

Nesse caso, pode-se pensar em retornar a usar o conceito de DBGG_{FMI}, pois a carteira livre não precisaria ser tão grande, podendo ser enxugada ao longo do tempo, ainda que não se disponha de estimativa do valor que seria viável abater da carteira, pelo cancelamento dos títulos colocados no BC sem contrapartida financeira. Seria importante o Banco Central esclarecer esse valor, bem como apontar outros mecanismos na relação Tesouro – BC que poderiam viabilizar essa redução de carteira livre.

Se passarmos a usar a DBGG_{FMI}, o advento dos depósitos compulsórios não afetaria a série histórica.

Todavia, se os depósitos voluntários forem usados apenas marginalmente, sem substituir significativamente as compromissadas, o retorno à DBGG_{FMI} colocaria o endividamento em um nível elevado, por conta de uma carteira livre que permanecerá carregada de títulos para fins exclusivos de política monetária.

Nesse caso, seria importante divulgar uma estatística de DBGG_{Brasil} somada aos valores dos depósitos voluntários, para manter a comparabilidade da série histórica.

Tendo em vista o caráter precário e imperfeito do conceito de DBGG_{Brasil} e a necessidade de recuperar a credibilidade da DLSP, o Banco Central, que detém a responsabilidade pelas estatísticas de dívida, poderia aproveitar o momento para rever metodologias, aperfeiçoar os dois conceitos e tentar explicitar quais seriam os fatores puramente monetários que acabam elevando o estoque da dívida pública.