





## SENADO FEDERAL

Gabinete do Senador Rogério Carvalho

milhões de desempregados. Antes da crise, o Brasil já tinha 12,3 milhões de pessoas em situação de desemprego. A crise sanitária agrava o quadro, afetando a economia simultaneamente pelo lado da oferta e da demanda. As estimativas apontam para uma retração do PIB em 2020 entre 6,4% e 9,1%.

Conseqüentemente, o Estado deve implementar ações extraordinárias, visando a mitigação dos impactos econômicos da crise e considerando diversas linhas: a) preservação de empregos e salários do mercado formal de trabalho; b) auxílio emergencial aos trabalhadores informais e desempregados; c) investimentos na rede pública de saúde que, a propósito, vinha sendo desfinanciada pela EC 95 entre 2018 e 2020; d) apoio a estados e municípios, cuja arrecadação de ICMS e ISS caiu; e) apoio a empresas com linhas de crédito, sob a condicionalidade de manutenção de empregos, especialmente micro e pequenas empresas.

Para viabilizar a ampliação das despesas primárias, o Congresso Nacional aprovou medidas de flexibilização das regras de gasto, especialmente, por meio do Decreto Legislativo nº 6 e da Emenda Constitucional nº 106, ambos de 2020. O impacto fiscal de tais medidas, conjugado à queda de arrecadação, impactará a dívida pública. No entanto, a situação fiscal do país é plenamente administrável, tendo em vista que a dívida brasileira é basicamente denominada em reais e o país é credor externo líquido.

Ademais, parcela substantiva da dívida bruta do governo geral - DBGG é constituída por títulos na carteira do Banco Central, voltados à gestão da liquidez da economia, sem relação direta com a questão fiscal. A Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe que o Banco Central emita títulos para fazer a gestão da liquidez, de modo que tais títulos são emitidos pelo Tesouro Nacional.

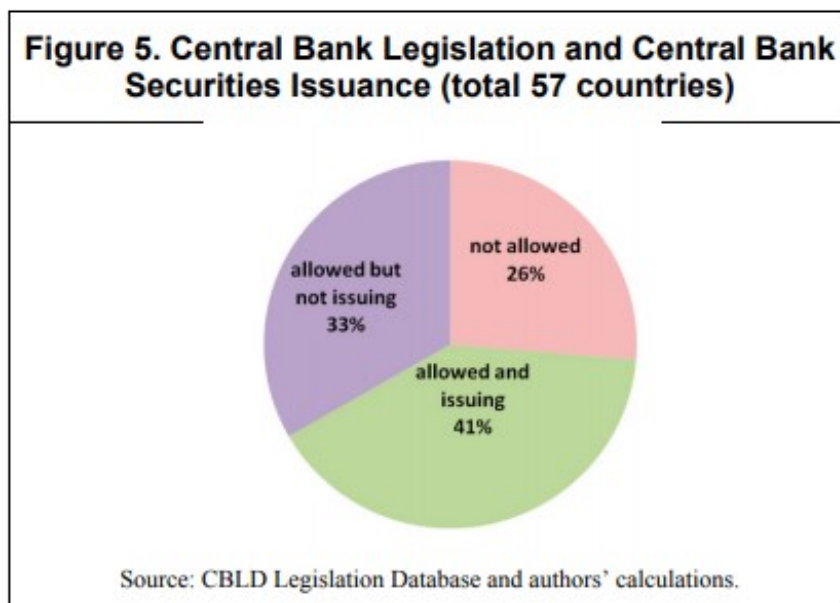
A figura a seguir, extraída de estudo do FMI, mostra que, em um universo de cinquenta e sete nações, o Brasil está no grupo minoritário (26%) dos países em que o Banco Central não está autorizado a emitir títulos.



SF/20323.60999-55



SENADO FEDERAL  
Gabinete do Senador Rogério Carvalho



Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15106.pdf>.

Quando os bancos centrais emitem títulos, eles não são contabilizados na estatística de DBGG, já que esta não compreende a autoridade monetária. Na metodologia do Fundo Monetário Internacional, todos os títulos do Tesouro repassados à autoridade monetária (títulos livres e os que lastreiam operações compromissadas) são computados na DBGG. Na estatística oficial do Banco Central, são consideradas apenas as operações compromissadas.

Portanto, é preciso ter em conta que a DBGG brasileira sequer é diretamente comparável à de outros países. Segundo informações do FMI, de um grupo de quatorze países emergentes e com elevadas reservas internacionais, o Brasil era o país com maior volume de títulos na carteira do Banco Central (24% do PIB ao fim de 2016), sucedido pelas Filipinas, com apenas 3% do PIB<sup>1</sup>.

O crescimento dos títulos do Tesouro na carteira do BC se deu, sobretudo, no período entre 2005 e 2012, em razão do acúmulo das reservas internacionais, que passaram de US\$ 50 bilhões para US\$ 380 bilhões neste período. A crise atual vem demonstrando o papel crucial das reservas na

<sup>1</sup> Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/estudo-especial-no-03-as-operacoes-compromissadas-do-banco-central-out-2017>.



SF/20323.60999-55



## SENADO FEDERAL

Gabinete do Senador Rogério Carvalho

redução da vulnerabilidade externa do país. Não fossem as reservas, o câmbio estaria muito mais elevado, agravando a crise, com impactos prováveis sobre a inflação e a taxa de juros. Por outro lado, a contrapartida das reservas internacionais é o crescimento das operações compromissadas, necessárias para esterilizar a liquidez criada na economia. As reservas são um ativo do Banco Central e a esterilização ocorre para enxugar a ampliação da base monetária que resultou da compra de reservas, de forma a não haver uma pressão de baixa sobre a taxa Selic definida pelo Comitê de Política Monetária, em linha com a meta de inflação. A forma de compromissada reflete também a elevada preferência pela liquidez da economia brasileira. Parte dessa venda de reservas do setor privado poderia ter virado dívida pública de longo prazo.

O último dado do Banco Central, referente a maio de 2020, mostra que as operações compromissadas representam 18,1% do PIB. Os títulos livres na carteira do BC, 8,5% do PIB. Portanto, há mais de 26% do PIB em títulos do Tesouro na carteira do BC, sendo que 18 pontos percentuais lastreiam operações compromissadas, totalizando R\$ 1,3 trilhão, o que representa 22% da dívida bruta do governo geral.

O gráfico a seguir demonstra claramente que, nos últimos anos, a variação anual da dívida bruta esteve sempre acima da variação anual do déficit nominal. Uma das razões é justamente a presença das operações compromissadas, demonstrando que parcela da elevação da dívida não está diretamente associada ao gasto público. Isto é, a operação da política monetária influi decisivamente nos indicadores fiscais, confundindo-se as duas dimensões no debate público.

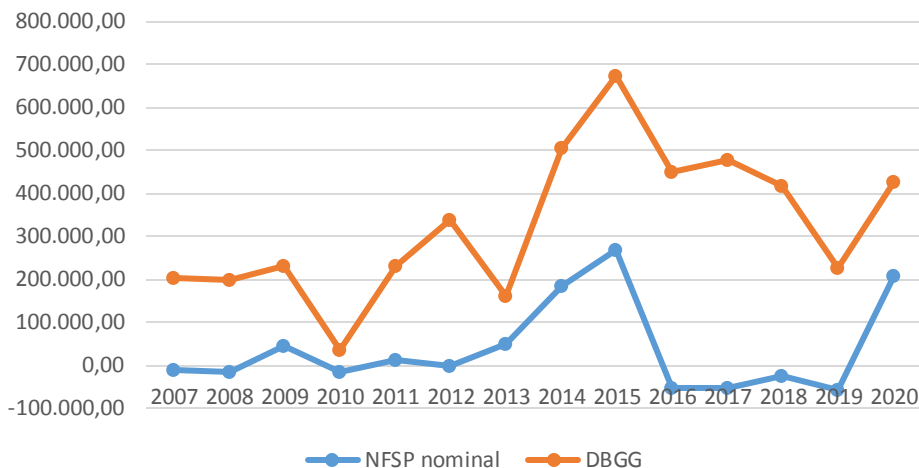


SF/20323.60999-55



SENADO FEDERAL  
Gabinete do Senador Rogério Carvalho

### Variação anual da NFSP e DBGG - em R\$



Fonte: BCB. Para o resultado nominal 2020, considera o acumulado de 12 meses até maio.

Especialmente para 2020, pode-se perceber elevado crescimento das operações compromissadas (variação de R\$ 300 bilhões entre fevereiro e maio), em parte, em razão da necessidade de enxugar a liquidez criada pela utilização dos recursos da Conta Única para enfrentamento da pandemia.

Conforme a figura abaixo, extraída do manual de estatísticas fiscais do FMI, o Banco Central não está compreendido no conceito de governo geral, mas apenas nas contas do setor público consolidado. No entanto, os títulos do Tesouro aportados na carteira do Banco Central e que lastreiam operações compromissadas são contabilizados na DBGG, de modo que esta última se assemelha a uma dívida bruta do setor público<sup>2</sup>.

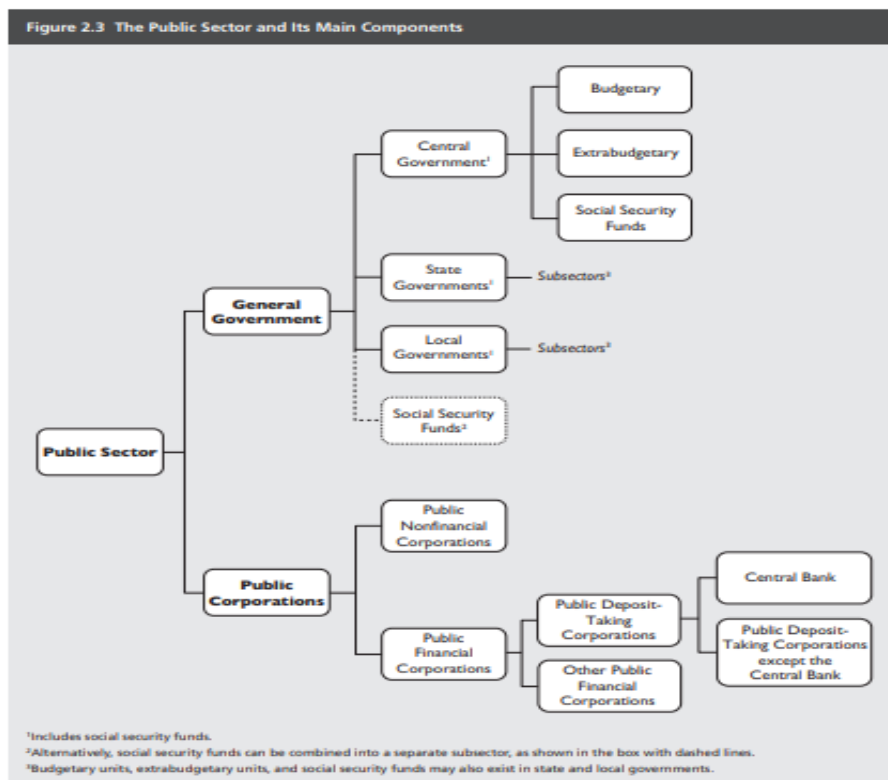
<sup>2</sup> Para maiores detalhes, ver: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/divida-bruta-ou-divida-liquida-eis-questao>.



SF/20323.60999-55



SENADO FEDERAL  
Gabinete do Senador Rogério Carvalho



Fonte: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>

Neste cenário, é fundamental a evolução do marco institucional do país, segregando a atuação do Tesouro e da autoridade monetária em relação à gestão da liquidez da economia. Para tanto, o presente projeto autoriza o Banco Central a acolher depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras. Os depósitos voluntários configurariam novo instrumento de gestão da liquidez, alternativo às operações compromissadas. Vale lembrar que este instrumento já é utilizado por diversos países, inclusive pelo Banco Central americano (FED).

Tal inovação permitirá parcialmente a redução gradual do volume de títulos do Tesouro na carteira do Banco Central. Com isso, haveria forte impacto potencial na redução da dívida bruta. No critério do Banco Central, a dívida bruta poderia ser reduzida em até 18 pontos percentuais do PIB (considerando o atual volume de operações compromissadas). No conceito do FMI, a dívida poderia cair até 26,6 pontos percentuais de PIB (incluindo os títulos livres na carteira do BC).



SF/20323.60999-55



SENADO FEDERAL  
Gabinete do Senador Rogério Carvalho

Ademais, o projeto prevê que o Banco Central do Brasil apresentará, semestralmente, à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, relatório evidenciando a evolução dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central do Brasil, discriminando títulos livres e títulos que lastreiam operações compromissadas, bem como seu impacto sobre a dívida pública.

Desta maneira, haverá maior transparência em relação à DBGG, segregando-se os fatores tipicamente fiscais daqueles relacionados à atuação da autoridade monetária. Tal segregação é fundamental para demonstrar que a evolução da DBGG não responde somente a fatores imediatamente fiscais, relativizando propostas de ajuste fiscal baseadas apenas no crescimento da dívida bruta. Além disso, o Banco Central contará com instrumentos mais modernos de gestão da liquidez da economia, em linha com diversos bancos centrais do mundo.

Diante do exposto, pede-se apoio aos pares para a aprovação deste projeto.

Sala das Sessões,

**SENADOR Rogério Carvalho**

PT – SE



SF/20323.60999-55