

Texto para Discussão n. 1

---

# Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação da Lei 14.185, de 2021

---

20 de julho de 2021

Daniel Negreiros Conceição  
David Deccache

## Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento:

### Presidência:

Simone Deos, Presidente do Conselho Técnico-Científico;  
Daniel Negreiros Conceição, Presidente da Diretoria Executiva;  
Glauca Campregher, Vice-Presidente da Diretoria Executiva.

### Diretoria Executiva:

Fabiano Dalto, Diretor de Pesquisas;  
Samuel Braun, Diretor Executivo;  
Caio Vilella, Diretor de Projetos;  
André Doneux, Diretor de Comunicação;  
David Deccache, Diretor Financeiro.

### Conselho Técnico-Científico

Ricardo Lodi • Antonio José de Almeida Meirelles • Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos • Carlos Henrique Vasconcellos Horn • Larry Randall Wray • William Francis Mitchell • Xinhua Liu • Fadhel Kaboub • Yeva Nersisyan • Flávia Dantas • James Juniper • Pavlina Tcherneva • Bruno Sobral • Antonio Correia de Lacerda • Caetano Penna • Paulo Gala • Márcio Gimene • Pedro Rossi • Adriana Nunes Ferreira • Marco Antonio Rocha • Julio Cesar de Aguiar • Fernando Maccari Lara • Pedro Paulo Zahluth Bastos • Franklin Leon Peres Serrano • André de Melo Modenesi • Paulo Kliass • Fernanda Ultremare • José Carlos de Assis • Isabela Prado Callegari • Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel • João Sicsù • Ricardo Summa • Gustavo Antônio Galvão dos Santos • Guilherme Esteves Galvão Lopes • Felipe Calabrez • Renata Lins • Luiz Gonzaga Belluzzo • Olivia Bullio Mattos • Scott Fullwiler.

**Resumo:**

Foi sancionada em 14 de julho de 2021 a Lei 14.185, originada do Projeto de Lei 3877/2020 do Senador Rogério Carvalho (PT/SE) sobre o acolhimento, pelo Banco Central do Brasil (BCB), de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras. A lei autoriza o BCB a remunerar os depósitos voluntários das instituições financeiras como instrumento adicional de política monetária. Cria, assim, uma alternativa para administrar a liquidez do sistema monetário nacional às operações de mercado aberto, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), hoje realizadas majoritariamente por meio de operações compromissadas. Neste texto serão analisadas as consequências desta alteração para a política monetária, a partir de uma análise funcionalmente abrangente do sistema de gestão monetária utilizado no Brasil e dos fatores associados à política monetária que contribuem para a eficácia da gestão macroeconômica praticada no país.

**Palavras-chave:**

Depósitos voluntários remunerados; Banco Central; política monetária; política fiscal; finanças funcionais.

**Sugestão para Citação:**

CONCEIÇÃO, Daniel; DECCACHE, David. **Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação do PL3877**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Texto de Discussão n. 1. Brasil, julho de 2021.

## Texto de Discussão n.1 – Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação do PL 3877

Daniel Negreiros Conceição e David Deccache

Foi sancionada em 14 de julho de 2021 a Lei 14.185, originada do Projeto de Lei 3877/2020 do Senador Rogério Carvalho (PT/SE) sobre o acolhimento, pelo Banco Central do Brasil (BCB), de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras. A lei autoriza o BCB a remunerar os depósitos voluntários das instituições financeiras como instrumento adicional de política monetária. Cria, assim, uma alternativa para administrar a liquidez do sistema monetário nacional às operações de mercado aberto, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), hoje realizadas majoritariamente por meio de operações compromissadas. Neste texto serão analisadas as consequências desta alteração para a política monetária, a partir de uma análise funcionalmente abrangente do sistema de gestão monetária utilizado no Brasil e dos fatores associados à política monetária que contribuem para a funcionalidade da gestão macroeconômica praticada no país.

### Introdução

Foi sancionada em 14 de julho de 2021 a Lei 14.185, originada do Projeto de Lei 3877/2020 do Senador Rogério Carvalho (PT/SE) sobre o acolhimento, pelo Banco Central do Brasil (BCB), de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras.<sup>1</sup> A lei autoriza o BCB a remunerar os depósitos voluntários das instituições financeiras como instrumento adicional de política monetária. Cria, assim, uma alternativa para administrar a liquidez do sistema monetário nacional às operações de mercado aberto, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), hoje realizadas majoritariamente por meio de operações compromissadas.

Defensores da lei alegam que esta medida reproduz um poderoso instrumento de gestão monetária utilizado em diversos países, inclusive pelo Banco Central americano (Fed), e que modernizará as operações do BCB, simplificando enormemente o ajuste das composições das carteiras dos participantes do sistema financeiro nacional necessário para a manutenção na sua meta da taxa referencial de juros para a economia brasileira. Além disso, afirmam que a medida aliviará supostas (e verdadeiramente inexistentes<sup>2</sup>) dificuldades fiscais enfrentadas pelo governo brasileiro, uma vez que

<sup>1</sup> BRASIL. Lei 14.185, de 14 de julho de 2021. Disponível em <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.185-de-14-de-julho-de-2021-332159942>>. Acesso em: 20 de julho de 2021.

<sup>2</sup> Há vasta literatura (por exemplo, WRAY 1998 e 2015, e DALTO et al., 2020) demonstrando que as dificuldades de natureza financeira e fiscal (i.e., falta de capacidade de executar pagamentos) enfrentadas por Estados monetariamente soberanos (definidos aqui apenas como capazes de definir a moeda de conta da economia, de emitir o meio de pagamento perfeitamente correspondente à moeda de conta, e que não estejam irreversivelmente comprometidos com a conversibilidade de suas moedas em algo que não sejam capazes de criar com igual facilidade) são integralmente autoimpostas, normalmente resultantes de arranjos institucionais/legais construídos por legisladores e gestores públicos desnecessariamente preocupados em reduzir o risco do esgotamento das fontes de financiamento ao Estado. Sendo a moeda inconversível de economias monetariamente soberanas um instrumento financeiro criável apenas pelo Estado (bancos comerciais criam moedas bancárias conversível na moeda estatal), é logicamente impossível que Estado receba qualquer quantidade da moeda estatal com que realiza seus pagamentos sem que tenha antes ele mesmo criado e

substituirá por dívidas do BCB alguma fração do estoque de dívida do Tesouro Nacional (TN) incluída no indicador de endividamento público bruto hoje adotado pelos gestores macroeconômicos e comentaristas especializados. No extremo oposto, há quem denuncie a medida como uma tentativa supostamente imoral de oferecer rendimentos indevidos aos rentistas brasileiros, credores do governo.

Infelizmente, como todo o debate macroeconômico realizado no Brasil, também a discussão sobre esta nova lei, e sobre a gestão monetária em geral, acabou carente de uma análise mais completa sobre a funcionalidade das finanças públicas, apoiada no reconhecimento de que a própria moeda cartal brasileira é uma dívida pública. Esta carência acabou fazendo com que analistas econômicos desperdiçassem seus esforços investigando impactos funcionalmente irrelevantes da inovação técnica (associados ao comportamento do estoque de dívidas do TN) ao invés de investigarem todos os prováveis efeitos da criação da nova ferramenta monetária para a economia brasileira, e sua administração pelo governo central. Não é possível, ou pelo menos não é sensato, avaliar o mérito de qualquer alteração no sistema de gestão monetária utilizado em uma dada economia sem que se considere o seu impacto sobre o conjunto de ferramentas de gestão macroeconômica, inclusive as ferramentas disponíveis à autoridade fiscal. Como argumentaremos neste texto, a boa gestão monetária é indissociável da boa gestão fiscal, e vice-versa. Idealmente, ambas devem ser harmônica e complementarmente conduzidas em busca do funcionamento ótimo da economia.

### **Ilusionismo contábil e conveniência semântica como ferramentas de combate disfuncional e desnecessário ao endividamento público**

Analisemos primeiramente o suposto alívio fiscal que muitos defensores da criação dos depósitos voluntários remunerados alegam que será criado para o governo brasileiro.<sup>3</sup> Por pura conveniência semântica, a substituição de operações compromissadas por depósitos remunerados pelo BCB de fato poderá reduzir a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), pelo simples e funcionalmente irrelevante fato de que o BCB não é considerado parte do governo geral para fins de cálculo deste indicador específico de dívida estatal. Como ferramenta meramente retórica, este resultado permitirá

---

introduzido a moeda na economia. Desta forma, o financiamento de todos os pagamentos feitos pelo Estado é, na sua origem e essência, a criação da própria moeda pelo Estado. Neste sentido, a capacidade de realizar pagamentos não tem como ser verdadeiramente restringida pela oferta de moeda estatal disponível ao Estado (ou da autoridade fiscal que gasta em nome do Estado Nacional), como seria no caso de usuários da moeda estatal (como famílias, empresas e autoridades fiscais subnacionais). Naturalmente, arranjos institucionais arbitrários podem ser criados de modo a dificultar, impor condicionalidades (como a observância de resultados tributários prévios), ou mesmo impedir que Estados monetariamente soberanos façam seus pagamentos livremente, mesmo na moeda que eles mesmos criam. Mas a existência de tais arranjos é resultado de escolhas de legisladores e gestores que podem ser desfeitas e alteradas, inclusive para que os limites institucionais e legais à gestão macroeconômica deixem de ser construídos para buscar, desnecessariamente, o equilíbrio orçamentário do governo central e/ou a suposta estabilidade do crescimento do estoque de dívidas estatais e que passem a buscar a adequação das políticas macroeconômicas aos limites funcionalmente relevantes para a economia (pleno emprego, com crescimento, democrático, justo e ambientalmente sustentável, e sem descontrole inflacionário).

<sup>3</sup> Por exemplo, em seu parecer a relatora do projeto de lei, a Senadora Katia Abreu, do (PP/TO), afirmou que “[q]uanto ao mérito, o PL 3887 de 2020, de autoria do nobre Senador Rogério Carvalho estabelece significativa melhoria no relacionamento institucional entre o Banco Central do Brasil (BC) e o Tesouro Nacional (TN), bem como possibilita a correção de enorme distorção nos dados da dívida pública brasileira. Como veremos, tais distorções contribuem para aumentar o prêmio de risco soberano brasileiro e, por conseguinte, elevam o custo de rolagem da dívida pública. Para se entender melhor o alcance da medida, é útil lembrar os conceitos sobre a dívida bruta.” Disponível em <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8904394&ts=1626792495508&disposition=inline>>. Consultado em: 20 de julho de 2021.

que o governo anuncie à sociedade o “desaparecimento” de todo o estoque de dívidas do TN (operações compromissadas) que seja convertido em dívidas do BCB (depósitos voluntários remunerados). No entanto, esta maquiagem contábil seria facilmente desfeita pelo uso de algum outro indicador do endividamento público que incluísse itens do passivo do BCB.<sup>4</sup>

Ademais, funcionalmente o efeito e a origem de todo o estoque das dívidas estatais remuneradas é exatamente o mesmo, sejam estas contabilizadas como passivos do TN ou caso fiquem “escondidas” como passivos do BCB. Para que possa ser aplicado em dívidas estatais remuneradas, cada centavo de real aplicado nessas dívidas estatais que existem hoje surgiu na forma da moeda estatal, emitida pelo BCB, e introduzida na economia pelo Estado brasileiro. Ou seja, para que os compradores de dívidas estatais remuneradas possuíssem os reais com que compraram estas dívidas estatais remuneradas, sejam elas oferecidas pelo BCB ou pelo TN, eles precisaram recebê-los antes do Estado emissor da moeda estatal, através de pagamentos recebidos do TN ou da venda de ativos ao BCB (por exemplo, a venda de moedas estrangeiras, ou de dívidas de instituições financeiras que tenham recorrido à janela de redesconto). É por isso que o total de dívidas estatais em carteiras privadas será sempre determinado pela total de moeda estatal introduzido na economia ao longo da história. Parte desta dívida estatal estará na sua forma mais líquida e será registrada como passivo do BCB (a própria moeda estatal emitida pelo Banco Central, operacionalizada como papel moeda ou digitalmente como reservas bancárias), outra parte estará na sua forma menos líquida e rentável, hoje integralmente registrada como um passivo do TN.

A única mudança relevante ocasionada pela remuneração dos depósitos voluntários é que a partir da sua adoção uma parte da porção remunerada da dívida estatal existente em carteiras privadas poderá ser registrada como passivo do BCB, ao invés de passivo do TN. Nada mais! Muito melhor do que criar ilusões contábeis para esconder da população uma dívida estatal que de fato existe como riqueza do setor não governamental seria mostrar que não existe motivo para que o Estado brasileiro não possa praticar déficits fiscais compatíveis com o bom funcionamento da economia do país, sem se preocupar com o aumento do tamanho da sua dívida em reais, ou com o possível descontrole dos juros incidentes sobre essas dívidas.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Aproximadamente a partir de 2011, especialistas em finanças públicas passaram a dar mais atenção à Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), na mesma medida em que foi caindo em desuso a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), como principal indicador do endividamento estatal brasileiro. Esta mudança permitiu, mesmo que involuntariamente, que especialistas críticos das escolhas macroeconômicas dos governos petistas (Lula 2 e Dilma 1) denunciasses tais governos como fiscalmente irresponsáveis, uma vez que operações que não impactavam a DLSP (como as capitalizações do BNDES pelo TN e o enxugamento da liquidez criada pela aquisição de reservas internacionais pelo BCB) passaram a se manifestar como suposta “deterioração fiscal” pelo impacto que tinham na DBGG. Hoje o conceito de dívida pública que recebe atenção dos gestores macroeconômicos e dos especialistas em geral é a DBGG, que inclui todos os passivos do governo federal (União e sistema de previdência e seguridade pública) e governos subnacionais, mas exclui os passivos do BCB. Já o conceito de DLSP é definido como a diferença entre as obrigações e haveres do setor público não financeiro: as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais (exceto Petrobrás e Eletrobrás), e o BCB. Se a adoção da DBGG como indicador de endividamento público foi inconveniente para governos que desejavam subestimar o impacto fiscal da aquisição estatal de ativos, ele agora oferece a oportunidade de subestimar o impacto financeiro de todas as operações estatais criadoras de riqueza financeira privada, enquanto esta riqueza se mantiver estocada na forma de um passivo do BCB, como ocorreria com a substituição de operações compromissadas lastreadas por dívidas do TN por dívidas remuneradas do próprio BCB.

<sup>5</sup> Como veremos adiante, o risco de descontrole dos juros incidentes sobre dívidas do TN permanecerá afastado enquanto o sistema de gestão monetária praticado pelo BCB condicionar, como hoje, o atingimento de sua meta de juros de curto prazo ao enxugamento de quantidades excedentes de dívidas do TN ofertadas secundariamente no sistema financeiro.

A verdadeira situação fiscal e financeira do Estado não muda pela simples adoção de definições diferentes de endividamento estatal. Como veremos, dado o arranjo de gestão macroeconômico vigente no Brasil, não há risco operacional de insolvência para o governo central brasileiro, de modo que indicadores de endividamento estatal não devem ser interpretados como indicadores de potenciais dificuldades fiscais e financeiras para o Estado simplesmente por possuírem valores desconfortavelmente elevados. O endividamento estatal representa somente a injeção líquida, ao longo do tempo, de ativos financeiros pelo setor governamental nas carteiras de agentes privados, originalmente na forma da moeda estatal, e eventualmente convertida em dívidas estatais remuneradas. Para o bom planejamento macroeconômico, é justamente o efeito do endividamento público sobre a composição de balanços patrimoniais privados que deve ser capturado por qualquer que seja o indicador de endividamento estatal usado por especialistas.

## **Política monetária e política fiscal são componentes indissociáveis da boa gestão macroeconômica**

Normalmente influenciados pela tradição neoclássica, muitos economistas ainda reproduzem em suas mentes alguma versão da Teoria Quantitativa da Moeda em que (1) a política monetária é responsável pela determinação do estoque de moeda da economia; (2) o produto real da economia é preço inelástico (ao menos no longo prazo); e (3) a demanda por moeda é juro inelástica – de modo que a política monetária é o principal determinante da demanda agregada que, por sua vez, afeta principalmente o nível de preços, sem produzir impacto persistente sobre o produto real e o nível de emprego da economia. Mesmo quando reconhecem, sob a força da materialidade empírica, que a política monetária representa a determinação exógena da taxa de juros e não da quantidade de moeda da economia, muito do entendimento neoclássico falacioso ainda persiste. Por exemplo, o entendimento convencional do mecanismo estabilizador da política monetária continua quase completamente restrito à identificação do seu suposto impacto sobre componentes da demanda agregada (investimento privado e consumo autônomo), com pouca atenção ao seu impacto, e da demanda agregada, sobre o produto real, e a outros fatores muitíssimo importantes que influenciam o nível de preços (choques de custos, gargalos de oferta, desequilíbrios cambiais, por exemplo).

Convencionalmente, pelo menos em países que adotam o regime de metas de inflação, a política monetária pode ser compreendida, simplesmente, como a definição e administração da taxa de juros referencial da economia, supostamente para estabilizar o comportamento do nível de preços de bens e serviços da economia. No entanto, uma descrição contabilmente mais precisa – e possivelmente mais útil – da política monetária, como distinta da política fiscal, se relaciona aos efeitos diferentes de cada tipo de intervenção sobre o patrimônio líquido dos agentes não governamentais. A política monetária se refere à reconfiguração de balanços patrimoniais, sem alteração (imediata) dos valores dos patrimônios líquidos envolvidos, através da compra e venda de ativos pela autoridade interventora (monetária) a participantes não governamentais do sistema financeiro (normalmente instituições financeiras selecionadas estrategicamente). Já a política fiscal se refere à injeção, pela autoridade interventora (fiscal), de riqueza imaterial líquida nas carteiras dos agentes não governamentais, como renda dos fatores produtores dos bens e serviços comprados pelo governo, ou na forma de pagamentos unilaterais pelo governo a agentes não governamentais (como pensões, juros, e outros benefícios), ou subtração de riqueza imaterial líquida através dos impostos e taxas pagos pelos agentes

não governamentais ao governo – afetando, portanto, tanto a configuração como o valor líquido dos balanços patrimoniais afetados pela intervenção.

Enquanto a política fiscal permite que o Estado afete diretamente a demanda agregada por bens e serviços na economia, ou que afete diretamente a renda dos agentes cujo consumo compõe a demanda agregada, a política monetária permite que o Estado afete os preços de instrumentos financeiros especialmente relevantes para a economia. Isto não significa que a política fiscal não possa ser também direcionada estrategicamente para influenciar e estabilizar preços específicos. Seria este o caso, por exemplo, de uma política de garantia universal de empregos pelo Estado que estabeleceria perfeita e automaticamente o piso para os salários nominais praticados na economia através da regulação da demanda por mão de obra, de modo que esta se tornasse infinitamente preço-elástica. No entanto, intervenções diretamente estabilizadoras de preços específicos da economia costumam ser praticadas com muito mais naturalidade pela autoridade monetária, que na maioria dos países do mundo (como no Brasil), exerce controle absoluto sobre o preço de alguma dívida de curto prazo, amplamente negociada pelos participantes do sistema financeiro, de modo a fixar a taxa de juros básica/referencial da economia, que por sua vez torna comparáveis preços temporalmente desencontrados, e baliza todas as demais taxas da remuneração da economia.

Para que um preço seja administrado com absoluta precisão, como normalmente é feito pelas autoridades monetárias com o preço de alguma dívida pública de curto-prazo, é preciso que o administrador do preço seja capaz de interferir no mercado do item cujo preço pretende controlar de modo a compensar ou neutralizar toda e qualquer mudança desequilibradora na oferta ou demanda do/pelo item. Isso significa aumentar a oferta ou reduzir a demanda total pelo item (reduzindo a sua própria demanda ou neutralizando o aumento na demanda alheia) quando os demais participantes do mercado aumentarem suas compras, e reduzir a oferta ou aumentar a demanda quando os participantes do mercado oferecerem mais unidades do item. Como a demanda por qualquer coisa cujo preço seja definido na moeda de conta de uma economia é a oferta de moeda no mercado onde a coisa é vendida, o emissor da moeda da economia será sempre capaz de produzir um piso para qualquer preço com insuperável facilidade. Já o estabelecimento de um teto para um dado preço não é necessariamente tão simples, pois normalmente exige do Estado que incremente a oferta de algo que não pode criar (emitir) irrestritamente, como no caso da moeda doméstica.

De certa forma, esta é a principal lição da teoria das finanças funcionais aos gestores macroeconômicos. Não existe razão operacional para que Estados criadores da moeda de suas economias não corrijam problemas econômicos resultantes de demanda insuficiente, como quando economias monetárias operam aquém de seus limites materiais (pleno emprego). Quanto mais abaixo do pleno emprego, e presumivelmente quanto mais preço-elástico for o produto real da economia, mais fácil será estimular a mobilização de capacidades produtivas ociosas da economia (inclusive através da criação de mais oportunidades de emprego remunerado) pela criação de mais demanda pelo que se pode produzir, diretamente através de compras estatais, ou indiretamente através da transferência de renda a agentes privados consumidores de bens e serviços, ou mesmo pela redução do custo de oportunidade/crédito dos/aos agentes privados investidores em bens e serviços, sem que o estímulo dado à demanda agregada seja perigosamente inflacionário.

Por outro lado, quando a economia se aproxima do seu limite produtivo, e a oferta agregada se torna menos preço-elástica, o efeito inflacionário de incrementos na demanda agregada pode se tornar deletério, algo especialmente inconveniente quando a pressão inflacionária vem de gargalos de oferta surgidos muito antes de a economia chegar ao seu limite de pleno emprego, e quanto mais poderosos forem os mecanismos inercializadores da inflação. Neste caso, o desafio ao regulador macroeconômico

se torna substancialmente mais complexo, uma vez que o problema econômico em questão (pressões inflacionárias indesejáveis) resulta da escassez de itens que não podem ser simplesmente criados pelo Estado, como recursos produtivos materialmente escassos (insumos, bens de capital e tecnologias indisponíveis, no caso brasileiro), ou das moedas estrangeiras necessárias para adquirir tais recursos em economias onde não sejam materialmente escassos.

Faz pouco sentido, portanto, que se delegue exclusiva, ou mesmo principalmente, à política monetária a regulação da demanda agregada, mesmo que apenas como ferramenta estabilizadora do nível de preços. Afinal, o efeito da política fiscal sobre a demanda agregada será sempre muito mais direto e facilmente previsível, ainda que os instrumentos de intervenção convencionalmente disponíveis às autoridades fiscais sejam circunstancialmente menos velozes (em decorrência de restrições legais e operacionais arbitrariamente impostas à autoridade fiscal). Enquanto o produto da economia for razoavelmente preço-elástico, pode-se promover a expansão do produto sem risco substancial de descontrole inflacionário. No entanto, mesmo quando o produto agregado começa a se tornar inconvenientemente menos sensível ao estímulo fiscal, é possível direcionar a criação de demanda para onde o produto ainda possa ser incrementado mais facilmente (por exemplo, através do direcionamento de compras estatais), ou, ainda, atacar diretamente os gargalos de oferta responsáveis pela insensibilidade do produto real ao crescimento da demanda agregada, através de investimentos públicos estrategicamente desinflacionários.

### **Depósitos voluntários remunerados no Banco Central e a funcionalidade da gestão macroeconômica no Brasil**

Como destacamos acima, o efeito prático da gestão monetária é a estabilização perfeita de uma taxa de juros que se torna a referência balizadora para toda a economia. Ainda que se possa questionar a eficácia da administração da taxa de juros referencial como principal ferramenta estabilizadora dos preços dos bens e serviços de uma economia, é inegavelmente importante que a autoridade monetária administre (estabilize perfeitamente) alguma taxa de juros que sirva de referência para as demais taxas de remuneração relevantes para a economia. Porém, a potência do efeito estabilizador da administração de uma dada taxa de juros dependerá da capacidade desta taxa balizadora de transferir sua estabilidade a outros preços igualmente importantes para a economia, como os preços de dívidas remuneradas emitidas pela autoridade fiscal. Afinal, ao estabilizar os juros que remuneram as dívidas da autoridade fiscal, a política monetária acaba permitindo que a autoridade fiscal seja capaz de promover uma gestão fiscal verdadeiramente funcional – i.e., capaz de estabilizar o nível de atividade econômica no pleno emprego, bem como oferecer bens e serviços públicos garantidores dos direitos fundamentais da população até o limite material da economia –, sem risco de descontrole do custo distributivo<sup>6</sup> do endividamento público.

No Brasil a gestão monetária praticada pelo BCB se dá na forma do conjunto de decisões e intervenções que permitem que a autoridade monetária brasileira escolha e administre a taxa de juros

---

<sup>6</sup> Chamaremos de custo distributivo o único custo funcionalmente relevante do endividamento de um Estado monetariamente soberano, dado pela transferência de renda associada aos juros recebidos pelos agentes econômicos acumuladores das dívidas estatais remuneradas. Como não há restrição operacional para que Estados emissores da moeda nacional realizem pagamentos domésticos, não faz sentido que o Estado administre sua dívida pública para evitar o risco de esgotamento de sua capacidade de realizar pagamentos. No entanto, é desejável que se preocupe com o desequilíbrio distributivo associado ao acúmulo assimétrico de dívidas públicas remuneradas pelos grupos econômicos mais abastados.

referencial para toda a economia em nome do atingimento de sua meta de inflação. Primeiro o Conselho Monetário Nacional (CMN) escolhe a meta de inflação desejável/tolerável para a economia brasileira. Em seguida, cabe ao Comitê de Política Monetária (Copom) identificar a taxa de juros referencial capaz de conduzir ou manter a taxa de inflação na meta definida pelo CMN. Finalmente, cabe aos gestores do BCB intervir no sistema financeiro nacional para conduzir e manter a taxa de juros referencial na meta definida pelo Copom.

A remuneração dos depósitos voluntários analisados neste texto representa tão somente a criação de mais uma ferramenta útil para a administração do juro referencial da economia pelo BCB. Não afeta, portanto, os demais aspectos da política monetária. Ou seja, mesmo que a criação desta ferramenta adicional para a administração do juro referencial facilite a manutenção pelo BCB do juro básico na sua meta, não se garante com isso que a meta de juros escolhida pelo Copom seja mais ou menos adequada para o bom funcionamento da economia, ou ainda que o efeito estabilizador da fixação do juro básico sobre outros preços importantes da economia seja maior. Sobre a escolha da meta de juros pela autoridade monetária falaremos mais em outro momento.<sup>7</sup> Neste texto, pretendemos aproveitar a análise da remuneração de depósitos no BCB para investigar alguns fatores pouco debatidos que hoje contribuem para a potência estabilizadora da taxa referencial, bem como sua contribuição viabilizadora para a gestão fiscal funcional.

Para avaliarmos cuidadosamente a funcionalidade de um dado sistema de gestão monetária, há duas questões que precisam ser respondidas:

- (1) Qual é a taxa escolhida e administrada pelo BCB para servir de balizadora das demais taxas de juros existentes na economia?
- (2) Que instrumentos são usados pelo BCB para reconfigurar as carteiras dos agentes financeiros para que a taxa de juros balizadora seja mantida na sua meta?

Como veremos ao final deste texto, estas questões são respondidas de maneiras diferentes em diferentes países (como exemplificado pelos EUA e Eurozona), com implicações importantes para a gestão macroeconômica em cada país (ou união monetária). No Brasil, a taxa de juros referencial escolhida pela autoridade monetária como balizadora dos juros em toda a economia nacional é a taxa Selic, apurada nas aplicações financeiras de um dia envolvendo títulos públicos negociadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Já as ferramentas disponíveis para que a taxa Selic seja mantida sempre na meta definida pelo Copom incluem operações definitivas de compra e venda de títulos de dívidas do Tesouro Nacional (TN) negociadas no mercado secundário, as famosas operações compromissadas com os mesmos títulos do TN, e passarão a incluir também os depósitos voluntários emitidos e remunerados pelo BCB, como introduzidos pela nova lei.

Hoje quando um banco deseja transformar suas reservas bancárias excedentes numa alternativa rentável muito líquida e segura, ele pode oferecê-las a outro banco carente de reservas adicionais para atingir o nível mínimo de reservas exigidas legalmente (depósito compulsório) ou para fins operacionais, em troca do juro vigente no mercado de depósitos interbancários (DI), ou pode aplicar suas reservas excedentes em títulos do TN remunerados pela taxa Selic (as famosas Letras

---

<sup>7</sup> Basta, por agora, lembrar que além de se relacionar negativamente com as decisões privadas de investimento e consumo autônomo, o juro referencial representa um custo (de crédito ou de oportunidade) para os produtores de bens e serviços, e uma renda para os donos das dívidas pagadoras do juro referencial, além de influenciar fortemente as decisões curto-prazistas de operadores do mercado de câmbio.

Financeiras do Tesouro ou LFTs) e operações compromissadas com o BCB lastreadas em títulos do TN.<sup>8</sup> Para que a taxa Selic seja a taxa balizadora (mínima) de todas as operações de curtíssimo prazo, inclusive das operações de empréstimos interbancários, basta que o BCB se apresente como comprador de toda e qualquer quantidade excedente de aplicações pagadoras da taxa Selic (as LFTs ou operações compromissadas) que os agentes financeiros desejem vender. Como somente o BCB é capaz de criar as reservas bancárias com que as dívidas governamentais e interbancárias podem ser compradas, torna-se inquestionavelmente mais seguro e mais líquido o instrumento sempre vendível diretamente ao BCB, que no caso brasileiro são as dívidas públicas negociáveis no mercado Selic.<sup>9</sup>

Ainda que as dívidas oferecidas primariamente pelo TN, remuneradas pela taxa Selic (as LFTs), possuam prazos de 3 a 6 meses, sua compra definitiva não representa uma perda de liquidez relevante quando comparada a aplicações de liquidação diária como os empréstimos interbancários, uma vez que o compromisso do BCB com a manutenção da Selic em sua meta exige que este se disponha a comprar, sem perda para seus vendedores, toda e qualquer quantidade excedente destes títulos no mercado Selic. Na prática, significa que não há entrave relevante para a liquidação antecipada sem custo das dívidas do TN remuneradas pela Selic. No entanto, para que estas dívidas do TN sejam ainda mais perfeitamente equiparáveis a aplicações diárias (overnight) como as disponíveis no mercado de depósitos interbancários, o Banco Central decompõe as aplicações de curto prazo<sup>10</sup> oferecidas pelo TN

<sup>8</sup> Naturalmente o dono de reservas bancárias excedentes pode aplicá-las numa quase infinidade de ativos rentáveis. No entanto, estamos interessados aqui em identificar as duas principais aplicações rentáveis de curto-prazo, mais seguras e previsíveis, disponíveis no Brasil aos possuidores de reservas bancárias, e pagadoras da taxa de juros básica da economia (ou de uma taxa muito próxima dela, no caso dos empréstimos interbancários). Outras aplicações, inclusive títulos de dívidas públicas pagadores de taxas de juros diferentes da Selic, representam alternativas menos líquidas e mais arriscadas em graus diferentes, quando comparados a essas duas aplicações.

<sup>9</sup> Enquanto o BCB se mantiver comprometido com a manutenção da Selic na sua meta, garantirá ao mesmo tempo o piso de juros (teto para o preço das aplicações) para a remuneração de reservas bancárias e um teto de juros (piso para o preço das aplicações) para a oferta secundária das dívidas do TN pagadoras da taxa Selic. Afinal, ninguém aceitará receber juros menores por suas reservas (pagar preços maiores por aplicações remuneradas) que aqueles garantidos sem risco pela autoridade monetária, bem como ninguém aceitará vender por preços menores do que o preço pago pelo BCB pelos títulos do TN pagadores da taxa Selic. Naturalmente, o piso/teto estabelecido perfeitamente pela administração da taxa Selic feita pelo BCB se refere apenas às oportunidades disponíveis a quem possui reservas bancárias e títulos públicos ofertáveis no mercado Selic. Para que outras taxas de juros sejam também estabilizadas pela administração da taxa Selic pelo BCB, é necessário que os instrumentos pagadores destas taxas sejam percebidos como substitutos das aplicações pagadoras da taxa Selic compradas e vendidas pelo BCB. Por exemplo, uma instituição financeira que não disponha de títulos do TN vendíveis no mercado Selic em sua carteira poderá pagar juros maiores que a taxa Selic para obter reservas junto a outras instituições financeiras, tão maiores quanto menos segura e líquida for a sua dívida remunerada comparada às aplicações pagadoras da taxa Selic e vendíveis ao BCB. Neste caso, o teto para a taxa de juros cobrada de uma instituição financeira carente de reservas bancárias e desabastecida de títulos negociáveis no mercado Selic será dado pela taxa (punitiva) cobrada pelo BCB em operações de redesconto de liquidez (ou de assistência financeira).

<sup>10</sup> Na verdade, o BCB pode transformar qualquer título emitido pelo TN (literalmente qualquer coisa, como uma pedra de jardim!) em um instrumento financeiro pagador da taxa Selic, estruturado como uma operação compromissada de compra e revenda pelo comprador da aplicação. Para tanto, basta que venda o título por um preço e depois que o recompre por um preço maior, de modo que a diferença remunere o comprador da aplicação pela taxa Selic, durante o período da operação. Para o comprador da operação compromissada pouco importa se o título usado como garantia da operação paga alguma outra taxa de juros diferente da Selic (como os NTN corrigidos pela inflação) ou se tem vencimentos longínquos, uma vez que o BCB se compromete com a remuneração exata da aplicação pela taxa Selic. Presumivelmente, como títulos do TN com vencimentos mais longos que as LFTs são remunerados por juros maiores que a Selic, as operações compromissadas que utilizam títulos outros que as LFTs representam a transferência, pelo BCB, apenas de uma fração dos rendimentos devidos pelo TN aos seus credores donos de tais títulos. No entanto, como demonstrado pela própria criação dos depósitos remunerados no BCB, a autoridade monetária não “precisa” dos rendimentos pagos pelo TN para que seja capaz de pagar rendimentos às instituições financeiras em troca da imobilização de parte de suas reservas. Ou seja, o BCB pode criar

em aplicações ainda mais breves e flexíveis, através das chamadas operações compromissadas, nos moldes das tradicionais *repos* utilizadas pelo Fed americano. As operações compromissadas oferecidas pelo BCB são simplesmente operações casadas de compra e recompra de um título público. Por exemplo, um banco que deseja aplicar suas reservas na sua alternativa sem risco, remunerada pela taxa Selic, compra do BCB um título do TN e o BCB se compromete a recomprar o mesmo título por um preço maior numa data futura, sendo a diferença entre os dois preços a remuneração pela taxa Selic, recebida pelo banco por ter imobilizado suas reservas numa forma menos líquida durante o dado período de tempo contratado.<sup>11</sup>

Funcionalmente, do ponto de vista das instituições financeiras privadas, as operações compromissadas são enormemente parecidas com os depósitos voluntários remunerados pelo BCB que foram criados pelo PL 3877. Estão errados, portanto, os críticos que imaginam que os depósitos voluntários remunerados inaugurem uma nova forma de ganhar dinheiro que já não estivesse normalmente disponível às instituições financeiras. Tanto os depósitos voluntários remunerados como as operações compromissadas representam alternativas rentáveis, sem risco, e extremamente acessíveis, às reservas bancárias em excesso existentes nas carteiras de instituições financeiras. Sem elas ou algum outro instrumento equivalente, sem risco e pagador da taxa de juros referencial, simplesmente não seria possível definir e controlar a taxa de juros norteadora da economia. Além disso, é graças ao compromisso do BCB com o controle da taxa de remuneração dos títulos do TN de curto prazo (LFTs) que o governo brasileiro pode praticar déficits fiscais de quaisquer tamanhos em nome do funcionamento saudável da economia, sem risco que o custo distributivo de seus gastos deficitários se torne explosivo.

A inovação dos depósitos remunerados está na figura de quem emite a aplicação remunerada e quem paga a sua remuneração. Hoje, as operações compromissadas exigem que o BCB atue como intermediário entre o TN e os compradores das suas dívidas remuneradas pela taxa Selic, “redistribuindo” porções de uma remuneração eventualmente paga pelo TN a cada credor que aceite imobilizar suas reservas bancárias na forma das operações compromissadas. Isso significa que, embora as operações compromissadas sejam contratadas junto ao BCB, elas verdadeiramente representam aplicações em dívidas remuneradas do TN, em princípio indistinguíveis dessas mesmas dívidas quando oferecidas pelo próprio TN no mercado primário. Já os depósitos remunerados serão títulos de dívidas do próprio BCB, sendo suas remunerações pagas pelo BCB e não pelo TN.

Como ferramenta de ajuste da liquidez do sistema financeiro, de fato o advento dos depósitos voluntários remunerados representa a ferramenta mais simples e eficiente que se pode imaginar.<sup>12</sup> Em princípio, ao invés de reagir ao aparecimento de quantidades excedentes de dívidas remuneradas/reservas bancárias que afetem a taxa referencial comprando/vendendo títulos do TN (com ou sem compromissos de revenda/recompra), bastaria que o BCB remunerasse os depósitos voluntários pela própria taxa referencial para que as composições das carteiras dos agentes financeiros se ajustassem automática e perfeitamente sem que a taxa fosse pressionada em qualquer momento.

---

operações compromissadas garantidas por qualquer coisa, independentemente do seu valor e rentabilidade, ou pode simplesmente não usar garantia alguma, como fará no caso dos depósitos remunerados.

<sup>11</sup> Contabilmente, o título do TN usado na operação compromissada sequer precisa ser transferido da carteira do BCB à carteira do comprador da aplicação, bastando simplesmente que o BCB se comprometa contratualmente a creditar na conta do comprador o valor corrigido pelo juro devido ao final da operação. Por isso dizemos que as operações compromissadas são oferecidas pelo BCB e lastreadas, ou garantidas, pelos títulos do TN, ao invés de simplesmente dizermos que representam compras e vendas de títulos do TN entre o BCB e as instituições financeiras.

<sup>12</sup> Uma análise cuidadosa das vantagens operacionais dos depósitos voluntários como ferramentas de administração da liquidez da economia para a fixação de um juro referencial foi desenvolvida por Fullwiler (2005), por exemplo.

Tal qual clientes de bancos comerciais que tiram e põem os seus saldos bancários em contas remuneradas (por exemplo, cadernetas de poupança) de acordo com suas preferências e necessidades, sem que tais movimentos afetem a taxa de remuneração destas contas, também as instituições financeiras moveriam seus saldos excedentes junto ao BCB livremente sem que a remuneração dos depósitos voluntários fosse afetada.

No entanto, embora possamos afirmar com absoluta certeza que a oferta de depósitos voluntários remunerados permitirá que o BCB controle automática e absolutamente a taxa remuneradora destes depósitos, o mesmo não pode ser afirmado com relação à taxa Selic. Lembremos que a taxa Selic, cuja meta é definida pelo Copom, é a taxa que remunera as aplicações em títulos de curto prazo do TN (LFTs), apurada a partir da remuneração diária das aplicações lastreadas por títulos do TN negociadas, liquidadas e custodiadas no Selic. Depósitos voluntários remunerados são títulos do BCB. Para que a taxa remuneradora dos depósitos voluntários seja fixada no nível desejado pelo BCB (igual ou diferente da taxa Selic), basta que o BCB remunere tais aplicações por esta taxa, creditando a o valor das remunerações aos saldos das contas das instituições financeiras, com base nos saldos apurados diariamente. Mas para que a simples remuneração de depósitos voluntários pelo BCB fixe ao mesmo tempo a taxa Selic de maneira igualmente perfeita, será necessário que os depósitos voluntários remunerados e as aplicações pagadoras da taxa Selic emitidas pelo TN sejam percebidos como substitutos perfeitos um do outro pelos participantes do sistema financeiro (i.e. que a elasticidade-preço cruzada da demanda pelas duas aplicações seja infinita). Deste modo sim, qualquer descolamento entre a Selic e a taxa remuneradora dos depósitos voluntários criaria oportunidades de arbitragem irresistíveis e provocaria a migração automática e persistente de saldos da aplicação com o juro mais baixo (mais cara) para a aplicação com o juro mais alto (mais barata), até que o diferencial de juros fosse completamente eliminado. Sendo a taxa remuneradora dos depósitos voluntários controlada absoluta e perfeitamente pelo BCB, ela serviria neste caso como um atrator permanente e perfeito também para a taxa Selic.

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

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

estruturas e prazos diferentes. Dependendo das condições de oferta e demanda quando do lançamento das aplicações remuneradas pela taxa Selic pelo TN, é possível que os compradores das LFTs ofereçam um pouco mais ou menos do que o valor de face do título, de modo que para eles o retorno da aplicação seja um pouco menor ou maior que a taxa Selic.

Isto significa que não há substitubilidade perfeita mesmo entre as operações compromissadas intermediadas pelo BCB e remuneradas pela taxa Selic e as LFTs quando vendidas primariamente pelo TN. Em 2020, falou-se<sup>13</sup>, inclusive, que a suposta dificuldade do TN de colocar suas dívidas no mercado, evidenciada pelo surgimento de deságio sobre o preço de oferta das LFTs, seria reflexo do (verdadeiramente inexistente) descontrole fiscal acentuado pela pandemia. No entanto, a explicação mais razoável para este fenômeno é bem simples. O compromisso do BCB de manter sempre na meta a taxa Selic não exige, necessariamente, que ele garanta que o TN consiga sempre vender seus títulos pagadores da taxa Selic no mercado primário sem algum prêmio, simplesmente porque a taxa com cuja administração o BCB está comprometido não é definida no momento do lançamento primário destes títulos. Sem a intervenção reguladora do BCB enxugando eventuais excessos de oferta de títulos do TN, não é surpreendente que algum deságio surja quando o TN realiza leilões de grandes quantidades de suas LFTs. A manutenção da Selic em sua meta só será ameaçada pela venda primária de LFTs, obrigando o BCB a injetar liquidez através da compra de títulos no mercado secundário (com ou sem compromisso de revenda), quando o bônus oferecido aos compradores primários for suficiente para que se torne inegavelmente atraente vender títulos do TN no mercado secundário para em seguida obter os títulos mais baratos disponíveis no mercado primário, ou mesmo comprá-los secundariamente dos compradores primários destes títulos (dealers).

No entanto, ainda que não sejam substitutas perfeitas uma da outra, não faz sentido tratar as LFTs como se fossem relevantemente mais arriscadas e, portanto menos atraentes, que as operações compromissadas pagadoras da taxa Selic e lastreadas por dívidas do TN. Como vimos acima, o rendimento oferecido nas duas operações vêm do mesmo lugar: juros pagos pelo TN. Exceto em casos de completa disfuncionalidade irracional dos mercados de financeiros ou de planejamento muito mal feito da colocação primária de títulos pelo TN, deve-se esperar que mesmo um prêmio pouco acima da Selic oferecido aos compradores primários de LFTs seja suficiente para que gestores financeiros minimamente competentes migrem das operações compromissadas para as LFTs oferecidas primariamente pelo TN, ou que tentem compra-las dos compradores primários (dealers) por algum preço maior que pago originalmente pelos compradores primários, porém ainda menor que o valor de face, uma vez que desta forma receberão de maneira igualmente segura a mesmíssima taxa Selic que remunera as operações compromissadas, acrescida do prêmio decorrente do deságio sobre o valor de face da LFT. Assim, também o juro verdadeiramente incidente sobre as LFTs quando ofertadas primariamente pelo TN acaba estabilizado graças à intervenção mantenedora da taxa Selic na sua meta pelo BCB.

---

<sup>13</sup> Por exemplo, como noticiado na matéria do portal do canal CNN Brasil: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/2020/09/17/pressao-nos-titulos-publicos-deve-continuar-com-risco-fiscal-em-meio-a-selic-bai>

## 2020 como evidência da funcionalidade operacional do sistema de gestão macroeconômica brasileiro

É graças ao elevadíssimo grau de substitubilidade entre as operações compromissadas pagadoras da taxa Selic e os títulos de curto prazo oferecidos pelo TN que o governo brasileiro pode praticar gastos deficitários sem risco relevante de descontrole dos juros incidentes sobre a sua dívida, mesmo sem que o BCB possa “financiar” diretamente o TN, por restrição constitucional (Art. 164 da CF). Prova disso foi o que ocorreu em 2020, quando o déficit primário do governo chegou a incríveis R\$ 743,1 bilhões, ao mesmo tempo em que o custo médio da dívida pública se manteve em nível excepcionalmente baixo. O fato pode parecer estranho para economistas acostumados a imaginar o juro que remunera as dívidas do TN como inversamente relacionado ao tamanho da dívida do governo, como se refletisse o risco de insolvência do governo. Mas é a consequência inevitável da explosão dos gastos federais durante a pandemia acompanhado de colapso na arrecadação que elevou o déficit fiscal do governo brasileiro, e da escolha de uma taxa de juros referencial excepcionalmente baixa pelo Copom, dado o modelo de política monetária adotado no Brasil.

Ao gastar muito mais do que arrecadou, o governo reduziu o saldo de sua conta no BCB (a Conta Única do Tesouro, ou CUT) e elevou as reservas bancárias dos bancos comerciais, originalmente onde o recebedor de cada pagamento estatal possuía conta. Os bancos por suas vezes creditaram o saldo de seus clientes, aumentando assim o estoque de moeda da economia. Como os bancos não precisam manter na sua forma mais líquida todas as reservas introduzidas em suas carteiras pelo gasto estatal deficitário, buscaram alternativas mais rentáveis, pressionando negativamente os juros vigentes no sistema Selic, e obrigando o BCB a complementar a oferta de aplicações pagadoras da taxa referencial, na forma de operações compromissadas, de modo a manter a Selic na meta definida pelo Copom. Isto fez com que uma enorme quantidade de dívidas públicas fosse criada, originalmente remunerada por juros nulos na forma das próprias reservas bancárias, eventualmente aplicadas em dívidas públicas remuneradas pela taxa Selic (mantida pelo BCB em nível historicamente baixo em 2020), ou em outras aplicações financeiras (inclusive dívidas públicas de prazos mais longos) cujos preços também acabaram pressionados positivamente pela liquidez criada pelos gastos deficitários.

Quando o TN eventualmente repôs o saldo da CUT reduzido pelo déficit fiscal de 2020 através da venda de títulos de suas dívidas remuneradas, não houve descontrole dos juros incidentes sobre as diferentes modalidades de suas dívidas, também graças à administração da Selic pelo BCB. Como vimos acima, o preço pelo qual as LFTs foram vendidas chegou a cair abaixo do seu valor de face, mas nunca extraordinariamente, graças às oportunidades de arbitragem irresistíveis (ao menos para gestores financeiros competentes) criadas por qualquer deságio mais significativo sobre o valor de face das LFTs. Já os juros incidentes sobre outras dívidas oferecidas pelo TN tiveram comportamento mais errático, mas também acabaram atraídos e estabilizados pela taxa Selic administrada pelo BCB, graças a um mecanismo semelhante criado por oportunidades de arbitragem crescentemente atraentes.

Quando decidem entre aplicações de prazos curtos ou longos, os investidores precisam decidir se receberão um retorno maior com aplicações numa dívida com vencimento mais longínquo ou em aplicações seguidas em dívidas de prazos mais curtos, até o vencimento da dívida com o prazo mais longo. Assim, a situação de indiferença entre a aplicação em dívidas de curto e longo prazo para o investidor competente será o ponto em que o juro oferecido aos compradores da dívida de longo prazo seja exatamente igual à composição dos juros vigente e esperados oferecidos aos compradores das dívidas de curto prazo até o vencimento da aplicação de longo prazo. Qualquer descolamento entre a taxa de longo prazo e o seu nível de indiferença acaba gerando oportunidades de arbitragem

irresistíveis que eventualmente retornam a taxa de longo prazo ao seu nível de indiferença – determinado pela composição dos juros de curto prazo, vigente e esperados, mais algum prêmio compensatório do diferencial de liquidez e risco entre as aplicações. Assim, mesmo na ausência de intervenções monetárias estabilizadoras dos juros de longo prazo (relaxamentos quantitativos, ou QE do termo em inglês *quantitative easing*), a simples fixação do juro de curto prazo na meta definida pela autoridade monetária tem efeito estabilizador (ainda que menos absoluto) sobre os juros de prazos mais longos. Neste caso, ao contrário do que imaginam muitos economistas, *ceteris paribus* a prática de gastos deficitários persistentes pela autoridade fiscal pode funcionar no Brasil como uma espécie de relaxamento quantitativo pela autoridade fiscal, posto que aumentam o estoque de reservas bancárias e/ou de dívidas públicas remuneradas pela taxa de juros referencial em carteiras privadas, potencialmente aplicáveis em dívidas públicas de mais longo prazo, com efeito inflacionário sobre os seus preços.

Foi exatamente o que aconteceu no Brasil em 2020. Mesmo quando a narrativa infundada de que o risco de insolvência do governo brasileiro (verdadeiramente inexistente graças ao mecanismo descrito neste texto) aumentaria com o desequilíbrio fiscal dominou o debate público, o que se observou foram elevações apenas temporárias e insustentáveis dos juros de longo prazo acima dos seus níveis de indiferença, sempre desfeitas quando a oportunidade de arbitragem se tornou irresistível e os investidores migraram de suas aplicações de curto prazo pagadoras da Selic para as aplicações de longo prazo oferecidas pelo TN. Podemos, portanto, concluir que enquanto o BCB estiver comprometido com a manutenção da taxa Selic, que remunera as dívidas de curto prazo do TN, na meta estabelecida pelo Copom, devemos racionalmente desconsiderar o risco de que o TN enfrente dificuldades verdadeiramente insuperáveis para vender os títulos de suas dívidas remuneradas de todos os tipos e prazos.

Porém, é apenas graças ao compromisso do BCB com a administração da taxa Selic que ocorre o financiamento indireto do BCB ao governo central de que depende a gestão fiscal funcional desejável para a boa gestão macroeconômica. Como todos os títulos do TN são substitutos em graus diferentes das operações compromissadas pagadoras da taxa administrada pelo BCB, uma vez que todos representam compromissos financeiros de um mesmo devedor (o TN), as intervenções do BCB que mantêm a Selic na meta definida pelo Copom garantem também a fixação dos juros incidentes sobre as dívidas de curto prazo do TN (as LFTs), e também promovem a estabilização dos juros remuneradores das dívidas de prazos mais longos. Logo, para que se preservem os efeitos da política monetária estabilizador dos juros incidentes sobre dívidas do TN e viabilizador da boa gestão macroeconômica, é preciso que o BCB se mantenha comprometido com a estabilização de uma taxa de juros incidente sobre uma dívida do TN, ou sobre algum instrumento financeiro indistinguível de alguma dívida do TN.

## Conclusão

Em princípio, a remuneração dos depósitos voluntários não muda de maneira importante os mecanismos que mantêm aberto o canal de abastecimento complementar da CUT pelo BCB. Como vimos, este canal é hoje especialmente funcional – embora desnecessariamente complexo – uma vez que estabiliza quase perfeitamente os juros remuneradores de dívidas de curto prazo do TN, e contribui até mesmo para a estabilidade dos juros incidentes sobre dívidas de prazos mais longos. Mas é preciso atentar para a fragilidade de alguns fatores que contribuem para este resultado desejável. Os depósitos voluntários remunerados introduzirão no sistema financeiro nacional mais uma alternativa rentável, sem risco, para a aplicação das reservas bancárias das instituições financeiras, além das operações compromissadas, e das próprias dívidas do TN pagadoras da taxa Selic. Para o enxugamento de excessos de liquidez que impede que a Selic seja reduzida, pouco importa que alguma destas aplicações seja enxergada como mais atraente que outras pelos agentes financeiros. O mais provável é que as reservas bancárias adicionadas por pagamentos estatais ou por intervenções cambiais sejam simplesmente mantidas na forma de depósitos remunerados no BCB, pela lei do menos esforço.

Já o enxugamento de excessos de títulos públicos, necessário para evitar pressões sobre a Selic na direção contrária, não será igualmente automático, especialmente se os depósitos voluntários forem remunerados por um juro igual à meta definida pelo Copom para a taxa Selic, visto que não haverá incentivo para que as instituições financeiras movam seus saldos das contas já remuneradas para alternativas pagadoras da mesma taxa de juros, porém menos líquidas e convenientes. Mesmo que a taxa remuneradora dos depósitos voluntários seja estabelecida abaixo da Selic, em algum nível de indiferença entre os depósitos remunerados e as operações compromissadas, aumentos na oferta secundária de LFTs e operações compromissadas continuarão exigindo alguma pequena elevação na Selic até que provoquem a migração de saldos dos depósitos voluntários para as operações compromissadas. Naturalmente, o BCB poderá (ou precisará) simplesmente manter o seu *modus operandi* atual para evitar subidas da taxa Selic, reagindo ativamente através de compras definitivas de títulos públicos no mercado aberto e de operações compromissadas quando excessos da oferta secundária de títulos do TN pressionarem positivamente a Selic (ou mesmo de oferta primária, uma vez que, como vimos, o surgimento de oportunidades de arbitragem tende a desequilibrar também o mercado secundário de títulos do TN).

Um pouco mais preocupante que a simples inovação técnica na forma dos depósitos voluntários remunerados é a ideia usada como justificativa para a sua criação de que o sistema de gestão monetária brasileiro deva copiar todo e qualquer mecanismo de gestão monetária praticado no resto do mundo supostamente mais desenvolvido. Embora a oferta de depósitos voluntários remunerados no BCB de fato torne automáticas e mais eficientes as operações de enxugamento de liquidez da economia, a replicação no Brasil de outras especificidades de sistemas de gestão monetária de outros países poderia trazer efeitos inconvenientes para a gestão macroeconômica. Em alguns aspectos, pode-se dizer que o sistema de gestão monetária brasileiro seja até mais funcional que em outros países mais desenvolvidos, uma vez que permite não apenas que a taxa básica de juros seja mantida na sua meta com precisão praticamente absoluta, mas também que se mantenham estáveis, e permanentemente atraídos pela taxa referencial, vários outros juros estrategicamente importantes para a economia, inclusive aqueles associados aos custos distributivos da dívida emitida pela autoridade fiscal, independentemente dos resultados fiscais praticados pelo governo central.

O desejável efeito estabilizador da política monetária brasileira sobre o custo distributivo da dívida do governo se deve principalmente a dois fatores: (1) a taxa escolhida para servir de referência à

economia brasileira, cuja meta é determinada pelo Copom, é a taxa Selic que remunera uma dívida de curto prazo do TN; (2) o mecanismo de ajuste das composições das carteiras de ativos dos participantes do sistema financeiro usado pelo BCB para manter na meta a taxa Selic inclui a compra e venda de títulos do TN no mercado secundário, de maneira definitiva ou em operações compromissadas. Estes fatores garantem que o BCB se mantenha comprometido a comprar e vender títulos do TN como ferramenta de sua política monetária, que pelo menos a taxa que remunera as dívidas de curto prazo do TN (a Selic) seja mantida exatamente estável graças às intervenções reguladoras da autoridade monetária, e que as taxas que remuneram outras dívidas do TN se mantenham permanentemente atraídas pela Selic.

Nos EUA, por exemplo, a taxa escolhida para referenciar a economia e administrada pelo Fed é a taxa que remunera os empréstimos interbancários (*a Fed funds rate*) e não a taxa que remunera dívidas do Tesouro Americano e os principais instrumentos de controle da liquidez no sistema eram as operações de mercado aberto e as operações compromissadas (*as repo*) com títulos do governo americano, até a remuneração de reservas bancárias pelos bancos do sistema Fed adotada a partir de 2008.<sup>14</sup> No caso americano, esta combinação sempre foi suficiente para manter quase indistinguívelmente atraentes aplicações em dívidas do Tesouro Americano de curto prazo e nos empréstimos interbancários, cuja taxa é perfeitamente controlada pelo Fed.

Se nos EUA a adoção de uma taxa referencial incidente sobre dívidas das instituições financeiras, ao invés de uma taxa que remunere uma dívida da autoridade fiscal (como a Selic), não reduziu a capacidade do governo americano de praticar gastos deficitários sem descontrolar o custo distributivo da sua dívida, mesmo na ausência de financiamento direto pelo Fed, graças ao canal indireto de financiamento ao Tesouro criado pela política monetária, o mesmo não pode ser dito sobre o sistema adotado na Eurozona. Lá o Banco Central Europeu (BCE) controla com exatidão três taxas de juros referenciais para o sistema financeiro da união monetária, todas referentes a operações envolvendo o BCE e as instituições bancárias: a taxa cobrada dos bancos por empréstimos de uma semana junto ao BCE (*main refinancing operations* ou MRO), a taxa cobrada por empréstimos de um dia (*marginal lending facility*) e a remuneração dos depósitos voluntários. Como nenhuma destas taxas se refere a juros remuneradores das dívidas dos governos nacionais da Eurozona, e como a administração das três taxas referenciais não requer a compra e venda de dívidas dos governos nacionais pelo BCE, nada impede o completo descolamento entre as taxas referenciais administradas pelo BCE e as taxas que remuneram as dívidas de cada governo nacional no Euro. Na prática, este tipo de arranjo produz o fechamento completo do canal de financiamento indireto do Banco Central ao Tesouro Nacional e torna possível (e provável) que o governo nacional praticante de déficits persistentes eventualmente enfrente crises de esgotamento fiscal e financeiro. Foi o que ocorreu em 2010, quando os governos nacionais mais endividados na Eurozona se tornaram incapazes de encontrar compradores privados para as suas dívidas, sem que o BCE removesse os excessos destes títulos de modo a neutralizar a subida nos juros. Ou seja, como a explosão nos juros incidentes sobre as dívidas dos governos nacionais superendividados não afetou os juros referenciais perfeitamente

---

<sup>14</sup> Mesmo a criação de depósitos voluntários remunerados pelo Fed, disponíveis apenas para as instituições financeiras americanas, não esvaziou o gigantesco mercado de dívidas remuneradas do Tesouro Americano, que continuam representando a única alternativa rentável e sem risco ao dólar americano para todos os atores internacionais que desejam manter a moeda de reserva global em suas carteiras.

administrados pelo BCE, o BCE simplesmente não utilizou o seu poder de criador de euros para criar demanda pelo excesso de títulos de dívidas daqueles governos, rejeitados pelos agentes privados.<sup>15</sup>

Conclui-se que o desejável efeito estabilizador da política monetária sobre o custo distributivo (e a própria sustentabilidade operacional) da política fiscal funcionalmente contracíclica dependem, basicamente, do compromisso da autoridade emissora da moeda nacional com a estabilidade do juro remunerador de algum título de dívida da autoridade fiscal. Este resultado seria obtido com simplicidade inigualável se as contas das autoridades fiscal e monetária fossem consolidadas num único balanço patrimonial estatal, uma vez que todas as operações fiscais e monetárias se manifestariam como incrementos e reconfigurações de itens do mesmo passivo estatal. Ou seja, pagamentos pelo governo incrementariam a base monetária devida pelo Estado e recebimentos de impostos reduziriam a mesma base monetária, enquanto a administração da taxa de juros referencial poderia ser feita pela simples remuneração da própria base monetária ou de alguma outra conta do passivo estatal onde os saldos da base monetária pudessem ser aplicados.

Outro sistema de gestão monetária operacionalmente quase tão funcional quando o balanço patrimonial único descrito logo acima eliminaria completamente a necessidade dos Tesouros Nacionais obterem saldos positivos em suas carteiras para fazerem pagamentos deficitários (criadores de moeda, por definição) através da emissão de títulos de suas dívidas remuneradas, com <sup>16</sup> ou sem <sup>17</sup> a ajuda indireta da autoridade emissora da moeda nacional, bastando para isso que a própria autoridade monetária oferecesse a moeda estatal diretamente à autoridade fiscal. Isso poderia ser feito pela “compra” direta pela autoridade monetária de instrumentos financeiros emitidos pela autoridade fiscal, ou pela simples tolerância de saldos negativos na conta da autoridade fiscal (como um cheque especial disponível ao Tesouro Nacional). Alternativamente, temos o sistema brasileiro, operacionalmente funcional, embora desnecessariamente mais complexo que as alternativas descritas logo acima, em que a administração da taxa referencial pelo BCB acaba exigindo que a autoridade monetária crie demanda (indiretamente) por títulos do TN, permitindo assim que o TN reponha o saldo de sua CUT pela colocação de suas dívidas remuneradas no mercado primário sem que os juros remuneradores dessas dívidas corram risco de aumentarem descontroladamente.

Assim, o sistema de gestão monetária vigente no país já permite, com razoável eficácia, que o Estado brasileiro pratique déficits funcionalmente contracíclicos sem restrição operacional. Portanto, é crucial que os aspectos que contribuem para a funcionalidade operacional deste sistema sejam preservados, ainda que seja possível aprimorá-los. Esta funcionalidade não será ameaçada pela inovação dos depósitos remunerados no BCB, mas seria ameaçada, por exemplo, se o Copom abandonasse a Selic como taxa básica da economia e a substituísse simplesmente pela própria remuneração dos depósitos voluntários (numa situação parecida com o sistema disfuncional da Eurozona). Neste caso, a administração do juro básico de fato se tornaria incomparavelmente mais simples, visto que a taxa remuneradora dos depósitos seria automática e perfeitamente mantida na sua meta pelo BCB pela simples remuneração dos depósitos. No entanto, o efeito econômico

<sup>15</sup> Marc Lavoie (2013) apontou esta mesma diferença entre o sistema da Eurozona e o sistema monetário americano como responsável pela disfuncionalidade do primeiro quando comparado ao segundo. “All things considered, as this paper indicated, the only major discrepancy between the Fed and the ECB is that the latter normally does not purchase sovereign debt on secondary markets. Neither of them is allowed to make advances to governments and to purchase securities on primary markets. Both of them provide high-powered money to banks on demand. Still, even a single specific institutional feature makes a huge difference. (Lavoie, 2013, p. 24)

<sup>16</sup> Caso brasileiro e estadunidense, por exemplo.

<sup>17</sup> Caso da Eurozona.

estabilizador da nova taxa referencial acabaria desfeito, especialmente sobre os juros incidentes sobre dívidas do TN.

Eventuais desequilíbrios no mercado de aplicações remuneradas pela taxa Selic (LFTs ofertadas secundariamente e operações compromissadas) não exigiriam mais intervenções reguladoras pelo BCB, uma vez que não ameaçariam a manutenção da taxa referencial na sua meta. Desapareceria assim o canal de financiamento indireto do BCB ao TN, e resultados fiscais deficitários persistentes fariam com que a própria Selic acabasse se descolando da nova taxa referencial, mesmo que tais resultados fossem funcionalmente necessários para a saúde da macroeconomia brasileira. Eventualmente, o TN seria obrigado a condicionar de maneira submissa os seus resultados fiscais à demanda privada por títulos das suas dívidas remuneradas, que acabariam acertadamente enxergadas como mais arriscadas e substancialmente menos líquidas e atraentes que os depósitos remunerados pelo BCB, comparáveis às dívidas de governos subnacionais ou de agentes privados, numa situação disfuncionalmente semelhante ao que enfrentam os governos nacionais deficitários na Eurozona.

Para que a desejável substitubilidade perfeita, ou quase perfeita, entre os depósitos remunerados e as aplicações públicas pagadoras da taxa Selic que existe hoje seja sempre preservada, o BCB precisará continuar a intervir no mercado de operações compromissadas pagadoras da taxa Selic de modo a eliminar eventuais excessos na oferta destas aplicações – eliminando também, indiretamente, os excessos de dívidas de curto prazo ofertadas primariamente pelo TN graças aos mecanismos de arbitragem descritos neste texto.

No entanto, esta configuração do sistema brasileiro de gestão monetária, indispensável à boa gestão macroeconômica funcionalmente anticíclica, poderia ser desfeita por simples mudança na escolha de taxa de juros referencial perseguida pelo BCB. Bastaria hoje que o BCB alterasse suas normas internas para que a meta de juros definida pelo Copom e perseguida pelos operadores do BCB deixasse de ser a taxa Selic e passasse a ser a própria taxa de juros remuneradora dos depósitos voluntários das instituições financeiras (ou a taxa praticada no mercado de empréstimos interbancários). Com esta alteração aparentemente tão simples e inofensiva, uma autoridade monetária mal intencionada, interessada em impedir que o TN seja capaz de praticar déficits fiscais sem elevar os custos distributivos da sua dívida, seria capaz de desfazer inteiramente o compromisso do BCB com a remoção (indireta) de quantidades excedentes de dívidas do TN, mesmo quando pressionassem a taxa Selic. Assim, um BCB veladamente sabotador da política fiscal continuaria controlando a taxa referencial da economia pela simples remuneração praticada nos depósitos remunerados, e manteria estabilizada também a taxa de juros praticada no mercado de empréstimos interbancários (que deixaria de ter o seu piso dado pela taxa Selic e passaria a ser referenciada apenas pela remuneração dos depósitos remunerados, com o seu teto definido pela taxa cobrada pelo BCB em operações de redesconto de liquidez, como hoje), sem precisar contribuir para a estabilidade dos juros incidentes sobre títulos do TN. Tal resultado inviabilizaria a boa gestão macroeconômica e seria terrível para a sociedade brasileira.

## Referências

- BRASIL. Lei 14.185, de 14 de julho de 2021. Disponível em <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.185-de-14-de-julho-de-2021-332159942>>. Acesso em: 20 de julho de 2021.
- BRASIL. PARECER Nº 156, de 2020-PLEN/SF. Disponível em <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8904394&ts=1626792495508&disposition=inline>>. Acesso em: 20 de julho de 2021.
- IBGE. Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua – PNAD Contínua. 2020. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9171-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-mensal.html?=&t=destaques>> acesso em: 08 de fevereiro de 2021.
- DALTO, F.; GERIONI, E.; OZZIMOLO, J.; DECCACHE, D.; CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- FULLWILER, S. Paying Interest on Reserve Balances: It's More Significant than You Think. **Journal of Economic Issues**, Vol. 39, nº 2, 2005.
- LAVOIE, M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. *Journal of Economic Issues*. Vol. XLVII, nº 1, 2013
- TYMOIGNE, E. Modern Money Theory and Interrelations between the Treasury and the Central Bank: The Case of the United States. **Levy Economics Institute Working Paper**, n. 788, 2014.
- WRAY, L.R. **Modern Money Theory**. Palgrave, New York-US, 2012.
- WRAY, L. R. **Understanding modern money**. Edward Elgar, Cheltenham-UK, 1998.



INSTITUTO DE FINANÇAS  
FUNCIONAIS PARA O  
DESENVOLVIMENTO

 [iffdbrasil.org](http://iffdbrasil.org)

 [@IFFDoficial](https://www.facebook.com/IFFDoficial)

 [@iffd\\_Brasil](https://twitter.com/iffd_Brasil)

 [/IFFDBrasil](https://www.youtube.com/IFFDBrasil)

 [contato@iffdbrasil.org](mailto:contato@iffdbrasil.org)