

UMA ANÁLISE DO BALANÇO CONTÁBIL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

An Analysis of the Balance Sheet of the Central Bank of Brazil

Sylvio Antonio Kappes*

RESUMO

A partir de 2006, o Banco Central do Brasil iniciou um processo intenso de acumulação de reservas internacionais. Esse processo explica os principais itens de seu balanço contábil: no lado do ativo, a carteira de títulos públicos e as próprias reservas internacionais; no lado do passivo, as operações compromissadas e a Conta Única do Tesouro Nacional. O objetivo desse artigo é explicar a evolução desses itens, bem como explorar suas conexões. O artigo identifica alguns problemas de política econômica, tais como o custo de carregamento as reservas internacionais, o prazo curto e o custo alto das compromissadas, e a presença destas no cômputo da dívida pública. Esse último fato causa uma dinâmica inusitada, através da qual, sempre que o Tesouro Nacional paga parte da dívida, ocorre um aumento da liquidez que é enxugada com operações compromissadas, que fazem parte da dívida, de modo que esta não se altera.

Palavras-Chave: Banco Central do Brasil; Dívida Pública; Reservas Internacionais; Operações Compromissadas; Política Monetária.

Classificação JEL: E52; E58; E62.

ABSTRACT

Starting in 2006, the Central Bank of Brazil (BCB) began an intense process of accumulating international reserves. This process explains the main items on its balance sheet: on the assets side, the government bond portfolio and the international reserves themselves; on the liabilities side, the repo operations and the National Treasury Single Account (CUTN). The objective of this article is to explain the evolution of these items, as well as explore their connections. The article identifies some economic policy problems, such as the cost of carrying international reserves, the short term and high cost of repo operations, and their presence in the calculation of public debt. This last fact causes an unusual dynamic, through which, whenever the National Treasury pays part of the debt, there is an increase in liquidity that is wiped out by repo operations, which are part of the debt, so that the latter does not change.

Keywords: Brazilian Central Bank; Public Debt; Foreign Reserves; Repos; Monetary Policy.

JEL Code: E52; E58; E62

* Professor Adjunto, Universidade Federal de Alagoas. Co-editor, Review of Political Economy. sylvio.kappes@feac.ufal.br

1. Introdução

Em 1999, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou o regime de metas de inflação (Modenesi, 2005). Sob esse regime, o objetivo final do BCB passou a ser o controle da inflação. O Conselho Monetário Nacional (CMN)¹ é quem define o valor para o centro da meta de inflação e o intervalo de tolerância para o seu cumprimento, enquanto o Comitê de Política Monetária (Copom)² define uma meta para a taxa Selic. Dessa forma, o BCB aumenta a taxa Selic sempre que a inflação se afastar da meta, pois aumentos na taxa básica de juros elevam o custo do crédito e valorizam a taxa de câmbio, auxiliando no arrefecimento da alta de preços³.

As ações do BCB, porém, não se resumem às alterações na taxa Selic na tentativa de alcançar a meta de inflação. Por exemplo, os *swaps* cambiais foram usados para conter a volatilidade cambial (Araújo & Terra, 2018), o compulsório foi utilizado para fins de direcionamento de crédito (Cavalcanti & Vonbun, 2013; Costa & Kappes, 2024) e reservas internacionais foram acumuladas como forma de proteção a choques externos (Pellegrini, 2017a).

O acúmulo de reservas internacionais desencadeou uma série de mudanças significativas no balanço contábil do BCB. Por um lado, a simples acumulação desses saldos aumenta o lado do ativo. Por outro, a liquidez criada com a compra de moeda estrangeira precisa ser enxugada para evitar que a taxa Selic fique abaixo da meta, o que levou o BCB a usar operações compromissadas em níveis cada vez maiores. Além disso, as flutuações da taxa de câmbio fazem com que o valor das reservas internacionais, em reais, varie. Operações contábeis compensatórias devem ocorrer no passivo e/ou no próprio ativo para contrabalançar essas variações. Entre 2008 e 2019, a legislação acerca da relação entre BCB e Tesouro Nacional (TN) faziam com que desvalorizações do real se transformassem em repasses à Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN), enquanto valorizações do real se traduziam em aportes de títulos na carteira do BCB, introduzindo, assim, um viés de crescimento do balanço do BCB.

O objetivo do presente artigo é analisar a estrutura do balanço contábil do BCB desde a implementação do Regime de Metas de Inflação. Para isso, apresentamos, na próxima seção, os valores para ativo e passivo, bem como discutimos a relação entre os diferentes itens do balanço. Na seção 3,

¹ Composto pelo presidente do BCB e pelos ministros da Fazenda e do Planejamento.

² Composto pelo presidente do BCB e pela diretoria da instituição.

³ Veja Barbosa (2015) para uma discussão aprofundada dos canais de transmissão da taxa Selic.

detalhamos o processo de acumulação de reservas internacionais, seu impacto na liquidez bancária e sua interferência na relação entre BCB e TN. Na quarta seção, discutimos as operações compromissadas. Na quinta seção, abordaremos a conta única do tesouro. Por fim, apresentamos nossas considerações finais.

2. O Balanço Contábil do BCB

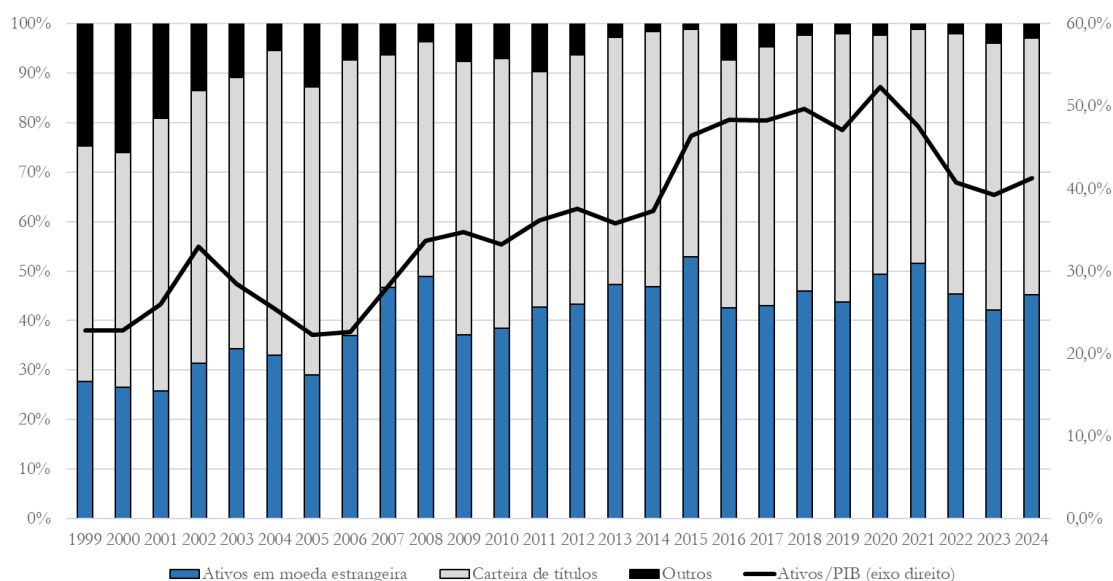
A análise do balanço contábil de qualquer Banco Central é necessária para entender as magnitudes e a importância relativa de cada instrumento de política monetária, bem como para avaliar a importância de outros objetivos além do controle das taxas de juros de curto prazo. No caso do BCB, o principal ponto — e o que explica a evolução de grande parte do seu balanço — é a acumulação de reservas internacionais. Esse processo explica o crescimento das quatro maiores entradas: as reservas internacionais em si, os títulos do tesouro em posse do BCB, o uso de operações compromissadas para drenar liquidez e a conta única do Tesouro.

Nas análises a seguir, coletamos todos os dados referentes ao balanço do BCB a partir das Demonstrações Financeiras-Contábeis desta instituição⁴. As demais informações foram obtidas também no site do BCB, através do SGS (Sistema Gerenciador de Séries Temporais) e da aba “tabelas especiais”.

A Figura 1 apresenta a composição dos ativos do BCB (barras, eixo do lado esquerdo), bem como o tamanho relativo dos ativos totais em relação ao PIB (linha preta, eixo do lado direito). Em 1999, as reservas internacionais compunham 27,7% dos ativos, os títulos do Tesouro somavam 47,6% e outros itens totalizavam 24,7%. O tamanho relativo do balanço do Banco Central era de 22,8% do PIB. O processo de acumulação de reservas internacionais, em conjunto à variação do valor dessas reservas quando contabilizadas em real, explica boa parte do aumento do tamanho relativo do balanço do BCB, que alcançou um pico de 52,3% em relação ao PIB em 2020, caindo posteriormente para 39,2% do PIB em 2023. Em 2024, esse valor sobe para 41,3%, sendo o ativo composto, nesse ano, por reservas internacionais (45,2% do total de ativos) e títulos do Tesouro (51,9% do total de ativos).

⁴ Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/balanceteslai> (acesso em 25 de julho de 2025). Utilizamos os balanços de dezembro de cada ano, pois estes apresentam, além dos balanços em si, as notas explicativas sobre as diversas entradas contábeis.

Figura 1 - Composição do ativo do balanço contábil do BCB (em % e em proporção do PIB)



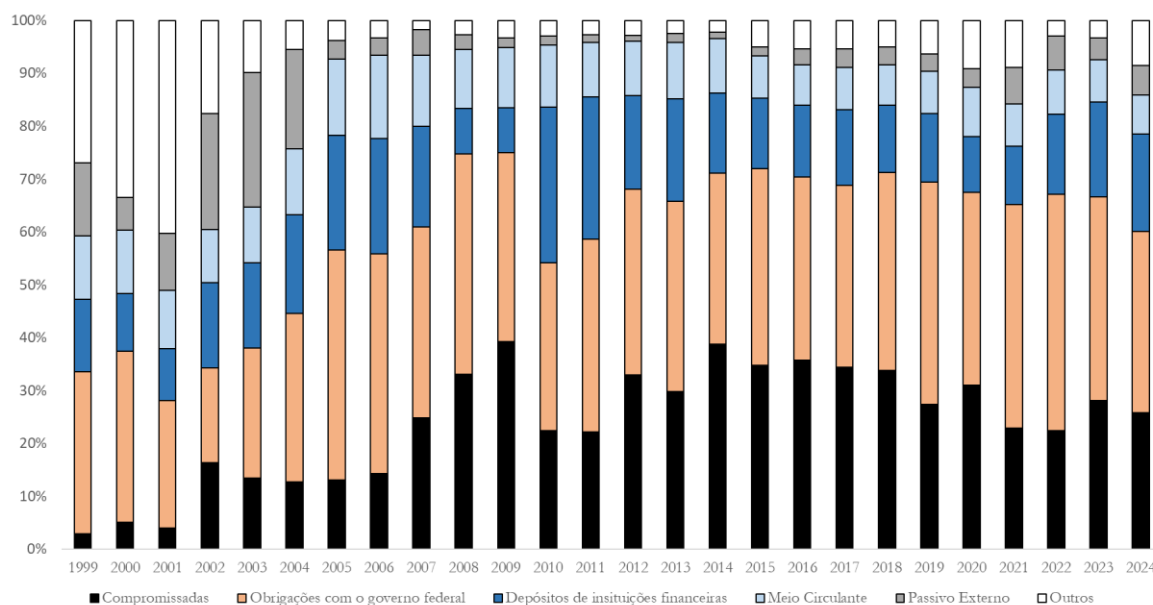
Fonte: Elaborado pelo autor a partir das demonstrações contábeis do BCB.

A Figura 2 mostra a composição do passivo do BCB. A mudança mais notável é o aumento da importância relativa das operações compromissadas, saindo de apenas 3% do passivo total em 1999 para 25,8% em 2024 (com um pico de 39,5% em 2009). O segundo passivo mais importante é a conta do Tesouro, cuja importância relativa gira em torno de 35% no período (atingindo um mínimo de 18% do passivo total em 2002 e com um pico de 44,7% em 2022). O valor relativo médio das reservas bancárias é de 15%, com uma mudança notável ocorrendo entre 2009 e 2010, quando passou de 8,4% do passivo para 29,4%.

Outra mudança notável na composição do passivo do BCB é a redução da dívida externa. Seu ponto máximo foi de 25,5% do passivo em 2003, caindo para 18,7% no ano seguinte e 3,4% em 2005. Sua importância relativa manteve-se ao redor de 3% até 2021, quando aumentou para 6,9%. Finalmente, o aglomerado de “outros passivos” também reduziu sua importância. Sua posição relativa mais alta foi em 2001 com 40,2%. Isso se explica pelo fato de que, até aquele ano, o Banco Central tinha permissão para emitir títulos próprios para conduzir a política monetária. Com a introdução da lei de responsabilidade fiscal, essa emissão foi proibida. Os títulos em circulação foram gradualmente resgatados, reduzindo o valor relativo da categoria.⁵

⁵ Para uma comparação internacional, veja Blikstad (2020), que analisa o balanço contábil dos bancos centrais do Brasil, do México, da Rússia e da Turquia entre 2014 e 2018. Em resumo, o lado do ativo desses quatro bancos centrais possui alta concentração de reservas internacionais. No passivo, emergem diferenças significativas. No caso mexicano, o

Figura 2 - Composição do passivo do balanço contábil do BCB (em %)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir das demonstrações contábeis do BCB.

Os principais itens de cada lado do balanço estão conectados. A Figura 3 abaixo esquematiza essas conexões. O acúmulo de reservas internacionais aumentou a liquidez no sistema bancário, o que pressionaria a taxa Selic para baixo caso o BCB não intervisse. A liquidez foi enxugada com as operações compromissadas. Para realizá-las, é necessário que o BCB mantenha uma carteira de títulos do Tesouro em volume considerável. Além disso, as compromissadas fazem parte da dívida pública.

Retornando às reservas internacionais, a figura apresenta outras duas conexões importantes. Uma delas se refere ao custo de carregamento dessas reservas: pelo lado do ativo, elas rendem uma taxa de juros aproximada à remuneração dos títulos da dívida dos Estados Unidos; pelo lado do passivo, o enxugamento da liquidez possui um custo igual à taxa Selic. Como esta última taxa costuma estar acima da primeira, há um custo no carregamento das reservas, que afeta o resultado do BCB e sua relação com o Tesouro Nacional. A segunda conexão importante se refere à variação do valor das reservas internacionais, quando mensurada em reais, frente às flutuações da taxa de câmbio⁶. Entre 2008 e 2019, a legislação vigente fazia com que valorizações das reservas implicassem em repasses à

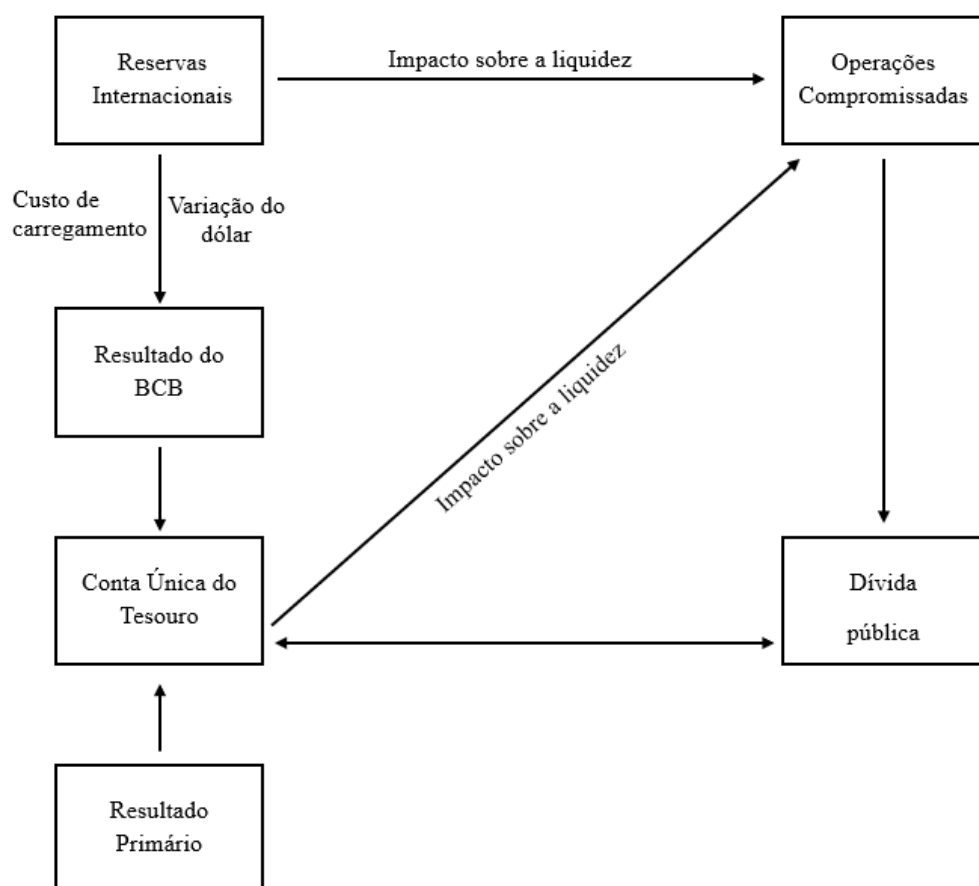
percentual do meio circulante é bastante alto, oscilando entre 29% e 43% do passivo. Para a Rússia, chama a atenção o fato de a conta única do governo federal ser subdividida entre um saldo em rublos e outro em moeda estrangeira. Para a Turquia, pouco mais da metade do passivo se refere a depósitos de instituições financeiras denominados em moedas estrangeiras.

⁶ O termo “variação do dólar” foi propositalmente colocado entre duas setas. Isso porque ele afeta o resultado do BCB, mas também tem um impacto direto na relação BCB-TN, a depender do período analisado.

Conta Única do Tesouro, enquanto desvalorizações causavam um repasse de títulos do Tesouro à carteira do BCB.

A Conta Única do Tesouro, por fim, tem diversas ramificações. Seu saldo varia de acordo com o resultado do BCB, com o resultado primário, e com a evolução da dívida pública. Movimentações na Conta Única (como gastos, recolhimento de impostos, emissão ou pagamento de títulos públicos) impactam a liquidez do sistema bancário. Novamente, o BCB deve tomar medidas para contrabalançar esses efeitos para manter a taxa Selic em sua meta.

Figura 3 - A conexão entre os principais itens do balanço do BCB



Fonte: Elaborado pelo autor.

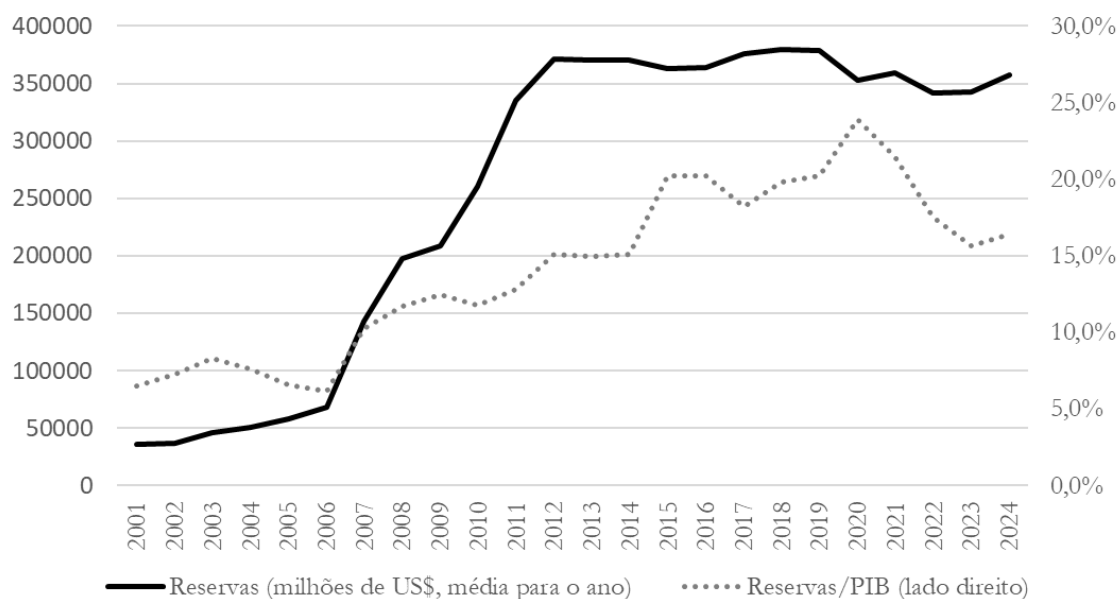
O restante do artigo busca detalhar as relações apresentadas nessa figura. A seção 3 discute o processo de acumulação das reservas internacionais e suas repercussões nos demais itens. A sessão 4 analisa as operações compromissadas. Por fim, a seção 5 foca na Conta Única do Tesouro.

3. As reservas internacionais

3.1 O processo de acumulação

Nas últimas duas décadas, o BCB acumulou um volume considerável de reservas internacionais. A Figura 4 mostra seu valor, representado tanto em milhões de dólares (no eixo esquerdo) quanto como uma porcentagem do PIB (no eixo direito). Entre 2006 e 2012, houve um aumento vigoroso na acumulação de reservas, com seu total aumentando de US\$ 56,9 bilhões para US\$ 373 bilhões. Isso representou 6% do PIB em 2006, subindo para 15% em 2012. O ponto máximo de importância relativa ocorreu em 2020, quando as reservas internacionais chegaram a 23,9% do PIB. De 2020 a 2023, esse valor caiu para 15,6%, subindo em 2024 para 16,4% do PIB.

Figura 4 - Reservas internacionais (em milhões de dólares e como proporção do PIB)



Fonte: BCB. Elaborado pelo autor.

O BCB publica um relatório anual que detalha a composição das reservas internacionais. Para o ano de 2024, 78,45% das reservas estavam em ativos denominados em dólares dos Estados Unidos, 5,31% em renminbi, 5,23% em euro, e o restante estava distribuído entre libra esterlina, ouro, iene e dólares canadense e australiano. Quanto à classe dos ativos, 84,08% das reservas internacionais eram constituídas por títulos governamentais, 5,51% estavam depositados em bancos centrais e em organismos supranacionais, 3,55% alocados em ouro, e o restante se distribuía entre títulos de

organismos supranacionais, títulos de agências, ETFs de *Corporates*, ETFs de índices de ações, depósitos em bancos comerciais, entre outros (Banco Central do Brasil, 2025).

Manter uma quantidade tão grande de reservas tem vantagens e desvantagens. Entre as primeiras estão: (i) garantir importações mesmo que ocorra algum problema com o balanço de pagamentos; (ii) aumentar a capacidade de pagar a dívida externa; (iii) servir como uma salvaguarda contra fuga de capital, ataques especulativos e flutuações intensas na taxa de câmbio. Em essência, as reservas agem como um seguro contra restrições externas. As desvantagens referem-se ao custo dessas reservas, assunto detalhado nas subseções abaixo.

Existem diversas métricas de adequação do nível de reservas internacionais, motivadas justamente pelo *trade-off* entre as vantagens e as desvantagens de sua acumulação. De acordo com a maioria das métricas, as reservas internacionais do BCB estão acima do nível ótimo. Pellegrini (2017a) descreve quatro delas. Primeiro, a regra dos “meses de importações” aumentou de menos de 8 meses em 2005 para mais de 20 meses em 2016. Segundo, as reservas relativas à dívida externa de curto prazo indicam que as reservas brasileiras em 2016 foram 3,4 vezes maiores do que toda a dívida externa de curto prazo. Terceiro, as reservas relativas ao agregado monetário M3, refletindo a quantidade potencial de ativos líquidos suscetíveis a deixar o país rapidamente em resposta a choques adversos, mostraram que as reservas brasileiras aumentaram de 10% do M3 em 2005 para 20% em 2016. Por fim, Pellegrini calcula o *Assessing Reserve Adequacy* (ARA) do FMI, um índice composto que envolve exportações, moeda ampla (como M3) e medidas de dívida externa. Novamente, os números demonstram um aumento significativo: as reservas aumentaram de 60% do nível adequado em 2005 para 160% em 2016.

Em um estudo anterior, Vonbun (2013) concluiu que as reservas internacionais têm sido excessivamente altas desde, pelo menos, o segundo trimestre de 2010. De acordo com a maioria de suas métricas⁷, a economia brasileira poderia colher os benefícios de reservas internacionais substanciais, mesmo que fossem reduzidas pela metade de seu nível à época. Isso levanta a questão se o BCB potencialmente excedeu os limites razoáveis a esse respeito. O autor atualizou seu exercício em 2022, encontrando os mesmos resultados (Vonbun, 2022).

⁷ O exercício é uma aplicação ao caso brasileiro do modelo de Jeanne e Rancière (2011), que considera as reservas internacionais como um seguro contra paradas súbitas (*sudden stops*) de financiamento de dívidas de curto prazo. As métricas se referem a diferentes cenários do tamanho da parada súbita, do prêmio de risco, da aversão ao risco, entre outros fatores.

A nível internacional, Pellegrini (2017a) aponta que diversos países em desenvolvimento passaram por um processo de acumulação de reservas internacionais semelhante ao do Brasil. Para a métrica de reservas internacionais em meses de importações, o Brasil só fica atrás da China. Para a métrica de reservas relativas à dívida externa de curto prazo, o Brasil fica em 11º lugar. Finalmente, para reservas em relação a M3 e para o critério ARA do FMI, ficamos em sexto lugar. Outros países que figuram em destaque nas métricas são China, Rússia, Peru e Tailândia.

3.2 Os impactos na liquidez

A acumulação intensa de reservas internacionais tem impactos na liquidez bancária. Mais especificamente, sempre que o BCB compra, digamos, dólares de um banco, ele está emitindo reservas bancárias⁸. Isso é representado na Figura 5, a seguir, que apresenta o balanço do BCB e de um banco qualquer. Inicialmente, o banco possui “dólares”, termo que usamos como um sinônimo de “reservas internacionais”; o BCB, por sua vez, não possui nenhum ativo ou passivo. Em um momento posterior, abaixo da linha pontilhada, supõe-se que o BCB adquira os “dólares”, emitindo reservas bancárias.

Figura 5 - Impactos da compra de dólares pelo BCB

Setor Bancário		Banco Central do Brasil	
Dólares	Patrimônio Líquido	-	-
-Dólares		+Dólares	+Reservas Bancárias
+Reservas Bancárias			

Fonte: elaborado pelo autor.

Esse aumento nas reservas bancárias tende a pressionar a Selic para baixo. Para evitar que a taxa básica de juros fique abaixo de sua meta, o BCB, então, enxuga a liquidez. Para isso, ele usa as operações compromissadas, tema da seção 4.

⁸ Um termo alternativo comumente empregado pela literatura é “base monetária”. Assim, diz-se que o BCB “expande a base monetária” ao aumentar as reservas internacionais. Os dois termos são equivalentes, pois a base monetária é composta pelo papel moeda em poder do público e pelas reservas bancárias.

3.3 A relação BCB-TN

Por fim, outro aspecto vinculado ao processo de acumulação de reservas internacionais é a relação do Banco Central com o Tesouro Nacional. Existem três pontos de contato entre essas instituições: (i) o resultado financeiro do BCB, no qual se inclui a variação no alor das reservas internacionais conforme a taxa de câmbio varia; (ii) a carteira de títulos do BCB; e (iii) a Conta Única do Tesouro.

O primeiro ponto se refere ao tratamento dado ao resultado financeiro do BCB: como ele é distribuído ao Tesouro, em caso de resultado positivo, ou como o Tesouro cobre esse resultado, se ele for negativo. O principal fator a explicar o resultado financeiro do BCB é a reavaliação contábil das reservas internacionais de acordo com a variação da taxa de câmbio. Uma depreciação do real leva a um aumento no valor das reservas medidas em reais, resultando em um ganho contábil para o BCB. Por outro lado, uma apreciação resulta em um declínio no valor das reservas em reais, levando a uma perda contábil. Ao longo do período examinado neste artigo, esses resultados contábeis constituíram o principal componente do desempenho financeiro do BCB, conforme detalhado em Tesouro Nacional (2019, p. 9).

Antes de 2008, não havia diferenciação entre o resultado decorrente das reavaliações das reservas internacionais e o resultado oriundo das demais operações conduzidas pelo BCB. No entanto, a promulgação da Lei 11.803 em 2008 estabeleceu uma demarcação clara entre esses dois componentes, definindo o primeiro como “equalização cambial”. O tratamento dado a esse resultado introduziu um viés de crescimento para o balanço do BCB: durante os períodos em que a equalização cambial registrava resultado positivo (ou seja, quando o real se desvalorizava), os ganhos eram transferidos para a conta do Tesouro; inversamente, em períodos de resultado negativo (ou seja, quando o real se valorizava), o Tesouro era obrigado a aportar títulos públicos na carteira do BCB em valor equivalente ao resultado negativo. Ou seja, tudo o mais constante, o balanço do BCB ou se expandia ou permanecia estático em decorrência da equalização cambial. Isso ocorria porque, em períodos de resultados positivos, tanto os ativos (reservas internacionais) quanto os passivos (Conta Única do Tesouro) cresciam. Por outro lado, em períodos de resultados negativos, o balanço permanecia inalterado, pois a diminuição dos ativos decorrente da desvalorização das reservas era contrabalançada por um aumento equivalente na carteira de títulos do BCB.

Esse viés foi corrigido com a aprovação da Lei 13.820 em 2019. De acordo com a nova lei, os resultados da equalização cambial agora são alocados ou deduzidos de uma conta de reserva de resultado no balanço do BCB. Em períodos de resultados positivos, esse valor é creditado na conta reserva; em casos de resultados negativos, o valor é debitado dessa conta⁹. Por outro lado, os resultados de outras operações do BCB permanecem seguindo a metodologia anterior: resultados positivos são transferidos para a Conta Única do Tesouro, enquanto os resultados negativos são cobertos pelo Tesouro através do aporte de títulos públicos na carteira do BCB.

As reservas internacionais possuem outro impacto no resultado financeiro do BCB, através de seu custo de carregamento. Por um lado, as reservas internacionais apresentam um rendimento que pode ser aproximado pela taxa de juros da dívida pública dos Estados Unidos, já que boa parte das reservas estão alocadas nesse instrumento. Por outro, o enxugamento da liquidez feito com as operações compromissadas possui um custo igual à taxa Selic. Como essa taxa costuma estar acima da taxa dos títulos norte-americanos, há um custo no carregamento das reservas internacionais, que afeta o resultado operacional do BCB.

O segundo aspecto da relação entre BCB e TN se refere à carteira de títulos do BCB. A Lei 13.820 de 2019 prevê outras duas situações nas quais o Tesouro deve aportar títulos na carteira do BCB, além da cobertura de eventual resultado negativo: (i) caso a carteira de títulos livres¹⁰ esteja em percentual igual ou inferior a 4% da carteira total; e (ii) caso o patrimônio líquido do BCB esteja em patamar igual ou inferior a 0,25% do ativo.

Por fim, o último aspecto na relação entre Tesouro e BCB se refere à Conta Única. Este tema é tratado na seção 5, abaixo.

4. Operações compromissadas

As operações compromissadas constituem o principal instrumento de política monetária do BCB¹¹. Nas compromissadas tomadoras de recursos, o BCB vende títulos de sua carteira aos bancos,

⁹ O artigo 4º da referida lei prevê que deve haver uma redução no patrimônio institucional do BCB em caso de resultado negativo sem que haja saldo na conta de reserva de resultado.

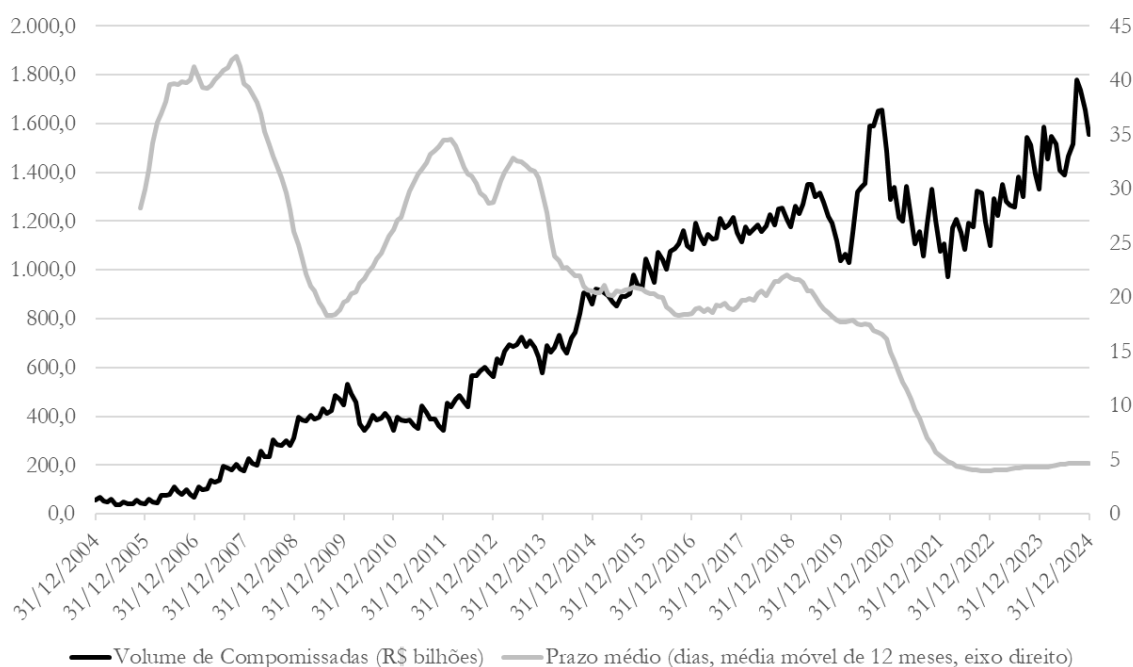
¹⁰ A carteira de títulos do BCB é dividida em dois grupos: livres e lastro de compromissadas. Esse último grupo se refere aos títulos dados como garantia (ou seja, utilizados como lastro) nas operações compromissadas, assunto a ser tratado na seção 4. Os títulos livres são aqueles que não foram utilizados em nenhuma operação.

¹¹ As compromissadas são uma operação de mercado aberto (OMA). Além do formato de compromissadas, as OMA podem ser do tipo “definitivas”, nas quais o BCB compra ou vende um título sem nenhum compromisso quanto a sua recompra ou revenda. Porém, as operações definitivas são pouquíssimo utilizadas no Brasil.

assumindo o compromisso de recomprá-los em uma data futura. Assim, na primeira parte da transação, o BCB está enxugando liquidez, pois os bancos adquirem os títulos com suas reservas bancárias. Porém, na segunda parte da transação, a liquidez é devolvida quando o BCB recompra os títulos. Caso não queira que esse aumento na liquidez ocorra, o BCB deve refazer a operação, ou seja, deve rolar as compromissadas. Em termos práticos, a operação funciona como se o BCB estivesse tomando recursos emprestados dos bancos, usando títulos como garantia, e pagando esse empréstimo em uma data futura. Como as compromissadas são remuneradas à taxa Selic, o custo do enxugamento de liquidez via compromissadas é igual à taxa Selic.

A Figura 6, a seguir, apresenta o volume de compromissadas, em milhões de reais, e o prazo médio de negociação. Devido ao intenso acúmulo de reservas internacionais, as operações compromissadas foram cada vez mais necessárias para reduzir a liquidez do sistema: seu valor saltou de R\$ 117 bilhões em dezembro de 2006 para R\$ 1,7 trilhões em setembro de 2024. Além disso, o prazo médio das operações compromissadas foi drasticamente reduzido, de 40 dias para apenas 4 dias.

Figura 6 - Volume de compromissadas (em R\$ milhões) e prazo médio (em dias úteis)



Fonte: BCB. Elaborado pelo autor.

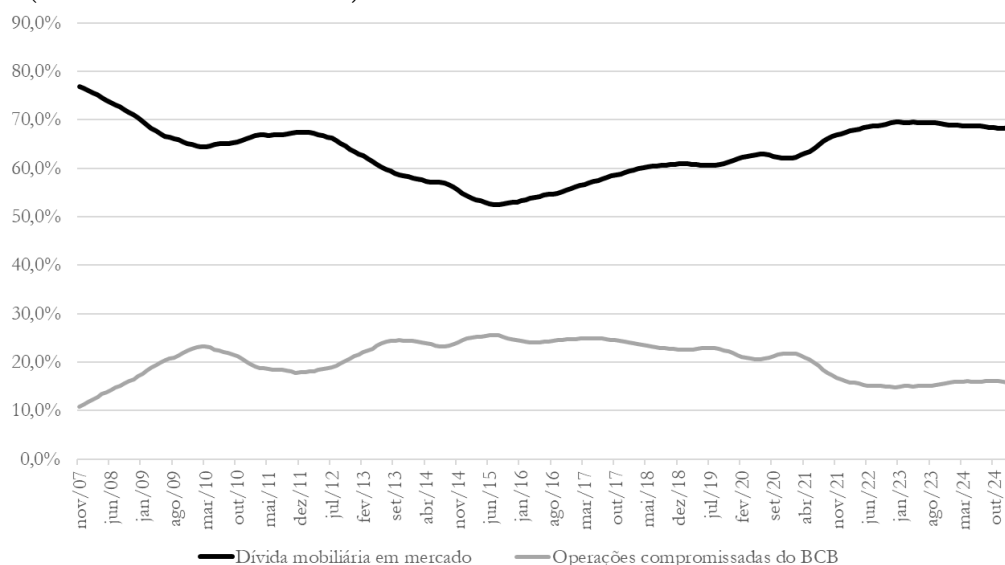
Uma questão importante sobre as compromissadas é sua presença nas métricas de endividamento público. Elas aparecem tanto no conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) quanto no de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). O conceito de “Governo Geral” presente na

primeira métrica se refere à soma dos governos central, estaduais e municipais, desconsiderando, portanto, o BCB e as estatais. Já o conceito de “Setor Público” da última métrica engloba, também, o BCB e as estatais. Além disso, o conceito de “Dívida Líquida” se refere à subtração dos ativos financeiros do cômputo da dívida.

Na DLSP, as compromissadas aparecem no cômputo da dívida referente ao BCB. Já na DBGG, as compromissadas aparecem dentro da Dívida Interna, somando-se à Dívida Mobiliária em Mercado, entre outros itens. A DBGG sofreu uma mudança metodológica em 2008: antes, seguindo o padrão internacional, toda a carteira de títulos públicos do BCB era incluída na métrica; depois de 2008, o BCB passou a utilizar somente os títulos utilizados como lastro das operações compromissadas. Assim, valores da dívida bruta apresentados, por exemplo, pelo FMI, diferem dos valores divulgados pelo BCB. A diferença é o tamanho da carteira livre do BCB. As consequências da presença das compromissadas nas métricas de dívida pública são exploradas na próxima seção.

A Figura 7 apresenta a média móvel de 12 meses das operações compromissadas e Dívida Mobiliária em Mercado como proporção da DBGG, de 2007 a 2024. A Dívida Mobiliária em Mercado sai de 76,8% da DBB no final de 2007 para 52,5% em agosto de 2015, subindo gradualmente até 68,4%. Já as compromissadas saem de 10,7% da DBGG, atingem um pico de 25,6% da DBGG em julho de 2015, e caem gradativamente até 15,7% ao final de 2024.

Figura 7 - Operações Compromissadas e Dívida Mobiliária em Mercado como proporção da DBGG (média móvel de 12 meses)



Fonte: BCB. Elaborado pelo autor.

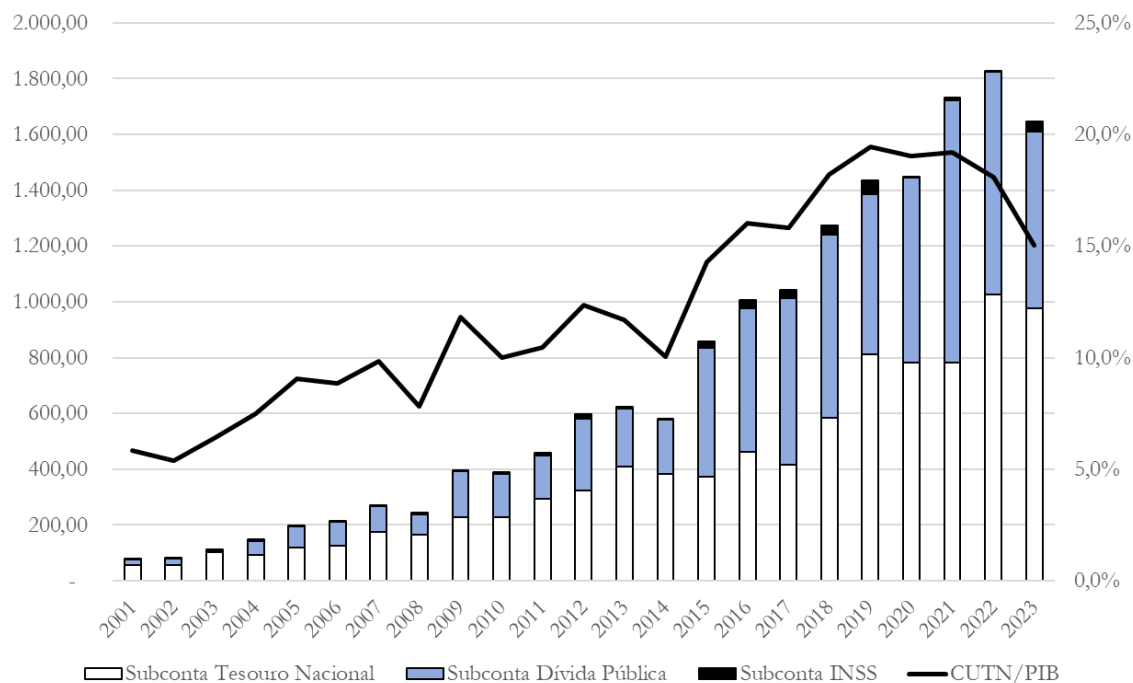
Diante de seu volume crescente, seu prazo cada vez mais reduzido, sua importância na dívida pública e seu alto custo, diversos autores tentaram explicar os determinantes da evolução do estoque de operações compromissadas. Pellegrini (2017b) argumenta que, de 2006 a 2012, as compromissadas cresceram devido ao acúmulo de reservas internacionais. Depois desse período, os próprios juros das compromissadas explicam sua evolução: como o saldo é remunerado à taxa Selic, e essa remuneração é paga com reservas bancárias, temos que as compromissadas, paradoxalmente, “injetam” liquidez na economia, obrigando o BCB a empreender um esforço maior a cada nova rolagem das operações. Moraes (2020) utiliza um modelo Autorregressivo de Defasagem Distribuída (ARDL) para o período de 2011 a 2018 e encontra que o volume de reservas internacionais possui uma relação diretamente proporcional com o saldo das compromissadas, enquanto o resultado primário do governo possui uma relação inversamente proporcional. Por outro lado, o exercício econométrico não encontra significância estatística para os *swaps* cambiais e os juros das operações compromissadas. Silva e Terra (2021) empregam a mesma metodologia, mas para o período de 2003 a 2019. Os autores encontram que o volume de reservas internacionais, os juros pagos nas compromissadas e operações com títulos públicos no mercado primário afetam o volume de operações compromissadas no curto e no longo prazos, enquanto o resultado primário e os *swaps* cambiais afetam apenas no longo prazo.

5. A dinâmica entre a Conta Única do Tesouro Nacional, a liquidez e a dívida pública

A CUTN é onde estão os recursos financeiros do governo central. Toda a arrecadação federal entra nessa conta, e é dela que saem todos os gastos. Ela é subdividida em três grandes subcontas: (i) subconta Tesouro Nacional, onde se concentram os recebimentos e pagamentos do Governo Central; (ii) subconta Dívida Pública, para onde vão as receitas obtidas com leilões de títulos públicos; e (iii) subconta INSS, destinada aos recebimentos e pagamentos do Instituto Nacional do Seguro Social.

A Figura 8 apresenta a evolução dessas subcontas de 2001 a 2023, bem como o tamanho da CUTN em relação ao PIB. A subconta INSS é a menor delas, tendo um máximo de R\$ 49,15 bilhões em 2019. A subconta Dívida Pública sai de R\$ 19,1 bilhões em 2001 para R\$ 634,67 bilhões em 2023, atingindo um máximo de R\$ 939,81 bilhões em 2021. Já a subconta Tesouro Nacional sai de R\$ 57,26 bilhões em 2001 para 977,06 bilhões em 2023, atingindo um máximo de R\$ 1.025,06 bilhões em 2022. Em proporção do PIB, o saldo da CUTN sai de 5,8% para 15,1%, alcançando um ponto máximo de 19,4% do PIB em 2019.

Figura 8 - Valor das subcontas da Conta Única do Tesouro Nacional (em R\$ bilhões) e saldo total como proporção do PIB.



Fonte: Tesouro Nacional. Elaborado pelo autor.

Entradas e saídas de recursos da CUTN têm impactos na liquidez do sistema bancário. A Figura 9 mostra o que ocorre com a liquidez bancária quando o governo central realiza gastos, e quando recolhe impostos. O balancete à esquerda representa o setor bancário, de forma consolidada, enquanto o balancete à direita representa o BCB. Na primeira linha, temos as posições iniciais: por simplificação, assumimos que o setor bancário não possui nenhum lançamento em seu balanço, enquanto o BCB possui títulos em carteira (que não afetam em nada a discussão a seguir) no lado do ativo, e a CUTN no lado do passivo. A linha 2 mostra o que ocorre se o governo central realiza algum tipo de gasto: os recursos saem da CUTN e se transformam em depósitos no sistema bancário (seja porque o governo pagou salários de funcionários, algum outro tipo de benefício, ou adquiriu algum bem ou serviço de uma empresa); os bancos recebem, em contrapartida, um aumento em suas reservas bancárias. A linha 3, por sua vez, mostra o que acontece quando o governo central recolhe impostos: o agente que pagou o imposto sofre uma baixa em seus depósitos; os bancos ficam com menos reservas bancárias; o saldo da CUTN aumenta.

Figura 9: Impactos de gastos do governo central e do recolhimento de impostos

Setor Bancário		Banco Central do Brasil	
1	-- --	Carteira de Títulos	CUTN
2	+Reservas Bancárias + Depósitos		- CUTN
3	- Reservas Bancárias - Depósitos		+Reservas Bancárias - Reservas Bancárias + CUTN

Fonte: Elaborado pelo autor.

Essas variações no nível de reservas bancárias obrigam o BCB a intervir para que a taxa Selic se mantenha na meta. Dado que o instrumento preferencial são as operações compromissadas, e que estas compõem a dívida pública, temos uma dinâmica inusitada, na qual resgates líquidos de dívida pública pelo Tesouro Nacional não reduzem o endividamento do governo. A figura 10, a seguir, ilustra esse ponto. Em relação à figura 9, temos um novo balancete, representando os “investidores”, ou detentores da dívida pública. Os demais itens da primeira linha são os mesmos da figura anterior. Na linha 2, o Tesouro Nacional decide pagar sua dívida. Com isso, os investidores recebem depósitos bancários em troca de seus títulos públicos. À semelhança da figura 9, o setor bancário na figura 10 expande seu balanço ao receber reservas bancárias no lado do ativo e aumentando seus depósitos no lado do passivo, enquanto o balanço do BCB registra uma baixa no saldo da CUTN e um aumento no nível das reservas bancárias. Para evitar que isso reduza a taxa Selic, o BCB enxuga a liquidez usando compromissadas. A redução na dívida pública ocorrida na linha 2 (ressaltada em cinza) foi revertida com o uso das compromissadas, na linha 3¹².

Figura 10 – Efeitos do pagamento de dívidas pelo Tesouro Nacional e a subsequente atuação do BCB

Investidores		Setor Bancário		Banco Central do Brasil	
1	Títulos Públicos	-- --		Carteira de Títulos	CUTN
2	- Títulos Públicos	+Reservas Bancárias + Depósitos			- CUTN
3	+ Depósitos	- Reservas Bancárias + Compromissadas			+Reservas Bancárias - Reservas Bancárias + Compromissadas

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹² Pellegrini (2017b) chama esse fenômeno de “gestão apartada da dívida”, no sentido de que existem dois entes, o BCB e o TN, que gerem a dívida pública de modo separado.

Essa dinâmica é reconhecida pelo próprio Tesouro Nacional. Em relatório de 2019 que aborda a relação entre TN e BCB, explica-se que¹³:

Há uma interação entre as emissões líquidas e a necessidade de aportes de títulos ao BCB para fins de política monetária. O maior volume de emissões de títulos em mercado contribui para reduzir liquidez, atuando para aumentar a margem na carteira livre do BCB. Nesse caso, o recurso da emissão líquida deve ser mantido na CTU para evitar que a liquidez retorne à economia. Em outra direção, se o Tesouro optasse por reduzir as emissões de títulos e pagar DPF em mercado com recursos da CTU, o resultado seria um aumento da liquidez. Nesse caso, provavelmente o TN teria que efetuar aportes de títulos ao BCB para assegurar lastro às operações de mercado aberto. Como tanto DPF quanto compromissadas fazem parte da DBGG, o resultado seria apenas uma mudança da composição do endividamento do governo junto ao público, sem reduzir seu estoque, e um aumento na carteira do BCB (Tesouro Nacional, 2019a, p. 21).

Diante dessa dinâmica, a melhor estratégia para melhorar o perfil da dívida seria, de acordo com o próprio Tesouro Nacional em seu Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2019, rolar todo o principal e os juros da dívida em combinação com a manutenção dos recursos dos superávits primários na CUTN:

A simulação da estratégia de médio prazo assume uma taxa de refinanciamento de principal e juros da dívida interna em torno de 100% ao longo do horizonte de planejamento. Tal esforço, mesmo em cenários com posição confortável de caixa, evitaria que esses vencimentos resultem em aumento da liquidez do sistema financeiro, a exemplo do que se observa desde 2015, inclusive neste PAF 2019. Mais que isso, a expectativa para o futuro é que essa política, em combinação com resultados fiscais superavitários, contribua para a redução do excesso de liquidez que atualmente é esterilizado por meio das operações compromissadas do Banco Central. Tal movimento representaria uma melhora na composição da DBGG, com menor participação relativa de operações compromissadas e maior participação de DPF (Tesouro Nacional, 2019b, p. 19).

Em suma, toda movimentação na CUTN afeta a liquidez do sistema. Essas variações na liquidez obrigam o BCB a tomar medidas compensatórias, basicamente via operações compromissadas. Situação interessante ocorre quando a liquidez é afetada pelo Tesouro Nacional ao pagar parte da dívida pública. Nesse caso, recursos saem da CUTN e se transformam em reservas bancárias. Para enxugar essa liquidez, o BCB realiza operações compromissadas, que são dívida pública, fazendo com que o esforço do Tesouro em reduzir sua dívida seja inútil.

Existem algumas alternativas de política monetária que evitariam esse problema. Uma delas é aumentar o uso dos depósitos voluntários remunerados, introduzidos pela Lei n. 14.185, de 14 de julho de 2021. Conforme destacado por Bassi (2022), uma substituição de compromissadas pelos depósitos voluntários reduziria a DBGG pelo critério adotado no Brasil, pois diminuiria o uso de

¹³ Esse relatório abrevia a Conta Única do Tesouro Nacional para CTU. A sigla DPF significa Dívida Pública Federal.

títulos na carteira do BCB como lastro de compromissadas, reduzindo, assim, a dívida¹⁴. Há, porém, um custo político no uso de depósitos voluntários, pois eles podem ser entendidos como um subsídio aos bancos, ou como uma política de transferência de renda para o setor financeiro¹⁵. Uma segunda alternativa é subir a alíquota do compulsório, o que enxugaria ao menos parte da liquidez sem recorrer às compromissadas. Uma terceira alternativa seria reverter parte do processo de acumulação de reservas internacionais, vendendo-as ao mercado e, assim, retirando parte da liquidez injetada quando essas reservas foram adquiridas. É necessário, porém, atentar-se ao fato de que as reservas internacionais constituem um seguro contra choques externos e auxiliam na redução de prêmios de risco-país, como o CDS e o EMBI+ (Antoni & Braga, 2023).

6. Considerações Finais

O presente artigo analisou os principais itens do balanço contábil de BCB e explicou como eles se conectam. O principal fator explicativo da atual composição do balanço é o processo de acumulação de reservas internacionais, ocorrido entre 2006 e 2012. Ao adquirir as reservas, o BCB injetou liquidez no sistema bancário, liquidez essa que precisou ser enxugada para que a taxa Selic não caísse abaixo da meta. Para isso, foram utilizadas operações compromissadas, que estão inclusas em diferentes métricas de dívida pública. Um segundo desencadeamento do acúmulo das reservas internacionais se refere à relação do BCB com o Tesouro Nacional, que, grosso modo, se traduz na carteira de títulos, no lado do ativo, e na Conta Única do Tesouro Nacional, no lado do passivo.

A partir da análise do balanço contábil do BCB, o presente artigo identificou alguns problemas de política econômica. Um deles se refere ao custo de carregamento das reservas internacionais, dado que seu rendimento costuma estar abaixo do custo do enxugamento da liquidez resultante de seu acúmulo. Outro problema se refere ao instrumento usado para esse enxugamento: as operações compromissadas, que possuem um custo alto e um prazo extremamente curto, além de serem parte da dívida pública. Esse fato nos leva a um terceiro problema, que emerge sempre que o Tesouro Nacional resgata títulos: ao fazer isso, o TN eleva a liquidez, forçando o BCB a realizar operações compromissadas. Ao final do processo, a dívida não se reduziu e ficou com um perfil pior, dado o

¹⁴ Não haveria, porém, redução no critério do FMI, pois este considera toda a carteira de títulos do banco central, e não apenas aqueles que servem de lastro para compromissadas.

¹⁵ Sobre esse ponto, veja Borio (2023) e De Grawe and Ji (2023).

alto custo e prazo curto das compromissadas. Discutimos algumas soluções para esse problema, como o maior uso do compulsório ou dos depósitos voluntários remunerados.

O presente artigo abre uma agenda de pesquisa acerca de problemas macrofinanceiros enfrentados pelo Brasil. Um primeiro ponto a ser analisado é o saldo da CUTN. A literatura que trata desse tema é escassa, e há muitas questões em aberto. Por exemplo, é possível usar ao menos parte dos mais de R\$ 1 trilhão acumulados nessa conta? Essa linha de investigação demanda uma análise jurídica dos diversos instrumentos que regem tanto a relação entre BCB e TN quanto o endividamento público e as possíveis fontes de recursos para gastos primários, com especial destaque para a Lei de Responsabilidade Fiscal. Um segundo ponto se refere aos superávits primários. Diante da dinâmica entre BCB e TN aqui explicada, cabe a questão: qual a finalidade de um superávit primário? Em princípio, eles seriam usados para pagar a dívida pública. Porém, vimos que isso não ocorre. Qual deveria ser o objetivo fiscal do governo, então? Ter superávits primários acumulando-se na CUTN? Ou, se o cenário ideal é refinanciar toda a dívida, então podemos conviver com um orçamento sem superávits? Essas questões envolvem aspectos ideológicos que envolvem o papel do governo na sociedade, mas também se relacionam com questões técnicas e teóricas. Por exemplo, é possível utilizar a equação da estabilidade da relação dívida-PIB¹⁶ no contexto brasileiro, ignorando nossas especificidades institucionais? Essas questões, que fogem do escopo do presente artigo, são fundamentais para qualquer debate aprofundado sobre a política fiscal em nosso país.

Podemos, ainda, conectar a discussão aqui apresentada com a discussão acerca da taxa Selic e sua dupla funcionalidade, a de servir como taxa básica de juros na política monetária e como taxa de remuneração dos títulos da dívida pública. Existem argumentos de que a taxa Selic é alta devido à incerteza quanto à trajetória da dívida, e que ela pode ser reduzida caso o governo apresente maior controle em seus gastos e reduza seu endividamento. Porém, como reduzir a dívida com o BCB enxugando liquidez via compromissadas? Além disso, pode-se argumentar na direção oposta, de que é a Selic alta que causa o alto endividamento, e não o contrário, haja vista que a Selic remunera as compromissadas e boa parte dos títulos públicos. Por fim, é possível, também, inserir a meta de inflação no debate. A redução do centro da meta de 4,5% para 3% entre 2018 e 2024 força o BCB a

¹⁶ Essa equação pode ser encontrada em livros-texto de macroeconomia, como, por exemplo, Blanchard (2011, capítulo 26).

manter a Selic em patamares mais elevados. Isso impacta o resultado nominal do governo, o saldo da CUTN, bem com o endividamento, e retornamos, assim, à dinâmica já ressaltada.

Em suma, o presente artigo contribui com o debate sobre nosso arranjo de políticas macroeconômicas. Trouxemos luz em algumas questões, mas ainda restam muitos pontos importantes para o debate.

Referências

- Antoni, D.C.D. & Braga, J.D.M. (2023). “Push and pull determinants of the country risk premium for emerging economies: an econometric appraisal”, *Nova Economia*, 33(2), p. 393-419. DOI: 10.1590/0103-6351/7668.
- Araújo, L.V.L. & Terra, F.H.B. (2018). “A dinâmica da taxa de câmbio face às operações swap no Brasil (2002-2015): uma interpretação pós-keynesiana”, *Nova Economia*, 28, p. 745-777. DOI: 10.1590/0103-6351/3615.
- Banco Central do Brasil (2025). *Relatório de Gestão das Reservas Internacionais*. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS202503-relatorio_anual_reservas_internacionais_2025.pdf. Acesso em 08/05/2025.
- Barboza, R. D. M. (2015). Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35, p. 133-155.
- Bassi, C.M. (2021). *A nova relação entre o Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central do Brasil (BCB): uma discussão sobre as condições que permitiram a transferência da Reserva de Resultado (RR)*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada: Nota Técnica n. 93. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/10508>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Bassi, C. D. M. (2022). *Remuneração dos depósitos voluntários e seus efeitos sobre a dívida pública: quando o conceito faz (toda) diferença*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada: Nota Técnica n. 05. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/entities/publication/efb2be90-6286-40ad-8414-1542b5396e29>. Acesso em: 09 de outubro de 2025.
- Blanchard, O. (2011). *Macroeconomia*. 5ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

- Blikstad, N. M. D. (2020). *O balanço patrimonial do Banco Central e a implementação da política monetária em economias emergentes*. Tese (doutorado em Ciências Econômicas) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas. Disponível em: <https://repositorio.unicamp.br/acervo/detalhe/1149373>. Acesso em 31 de julho de 2025.
- Borio, C.E. (2023). *Getting up from the floor*. Bank for International Settlements: Working Paper n. 1100. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work1100.pdf>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Cavalcanti, M.A. & Vonbun, C. (2013). *Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-Real*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada: Texto para Discussão n. 1826. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1229>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Costa, R.R.G. & Kappes, S.A. (2024). “A política de recolhimento do depósito compulsório no Brasil de 2012 a 2021”, *Revista de Economia*, 45(85), p. 204-230. DOI: 10.5380/re.v45i85.91211.
- De Grauwe, P. & Ji, Y. (2023). “Monetary policies with fewer subsidies for banks: a two-tier system of minimum reserve requirements”, *VoxEU*, 23 mar. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Modenesi, A.M. (2005). *Regimes monetários: teoria e a experiência do real*. São Paulo: Manole.
- Moraes, A.R.D. (2020). *Dinâmica da política monetária e operações compromissadas: uma análise do caso brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Federal de Uberlândia. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/29036>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Pellegrini, J.A. (2017a). *Reservas internacionais do Brasil: evolução, nível adequado e custo de carregamento*. Instituição Fiscal Independente: Estudo Especial n. 1. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/529487>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Pellegrini, J.A. (2017b). *As operações compromissadas do Banco Central*. Instituição Fiscal Independente: Estudo Especial n. 3. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/estudo-especial-no-03-as-operacoes-compromissadas-do-banco-central-out-2017/view>. Acesso em: 08 mai. 2025.

- Silva, C.D. & Terra, F.H.B. (2021). “A dinâmica das operações compromissadas no Brasil”, 14^o *Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/akb2021/375355-A-DINAMICA-DAS-OPERACOES-COMPROMISSADAS-NO-BRASIL>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Tesouro Nacional (2019). *Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. Secretaria do Tesouro Nacional: Relatório Especial. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relacionamento-entre-o-tesouro-nacional-e-o-banco-central/2019/30>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Vonbun, C. (2013). *Reservas internacionais revisitadas: novas estimativas de patamares ótimos*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada: Texto para Discussão n. 1885. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2000>. Acesso em: 08 mai. 2025.
- Vonbun, C. (2022). *Estimativas de reservas internacionais ótimas sob baixos níveis de dívida externa de curto prazo*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada: Nota de Conjuntura n. 23. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/09/220914_cc_56_nota_23_estimativas_de_reserva.pdf. Acesso em: 08 mai. 2025.