

# **Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta**

**Ilan Goldfajn**

## **1. Introdução<sup>12</sup>**

A grande acumulação de reservas internacionais associada à elevada flutuação cambial tem desafiado a administração das contas públicas. Os montantes acumulados de reservas cambiais foram substanciais, hoje quase 25% do PIB (US\$ 370 bilhões), e as mudanças no seu valor em reais foram também muito significativas, por causa da volatilidade da taxa de câmbio. Essa combinação de muitas reservas e alta volatilidade cambial tem também tornado extremamente complexo o relacionamento entre o Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central do Brasil (BC).

De seu valor mínimo ao máximo, o câmbio quase triplicou em termos nominais (170% de depreciação). O câmbio atingiu o mínimo de 1,55 reais por dólar em junho de 2011 e o máximo de 4,20 reais por dólar em setembro de 2015. Em termos reais, a amplitude foi de aproximadamente 115%. Uma variação dessa magnitude aplicada a um montante elevado de divisas torna complexa a administração das contas públicas, caso sua regulação não esteja adequada para lidar com tal flutuação. As realocações de riqueza entre o governo e o setor privado e entre o Banco Central e o Tesouro são substanciais, pois uma depreciação de 200% aplicada a reservas cambiais equivalentes a 15% do PIB (média do período recente) comanda ganhos ou perdas da ordem de 30% do PIB.

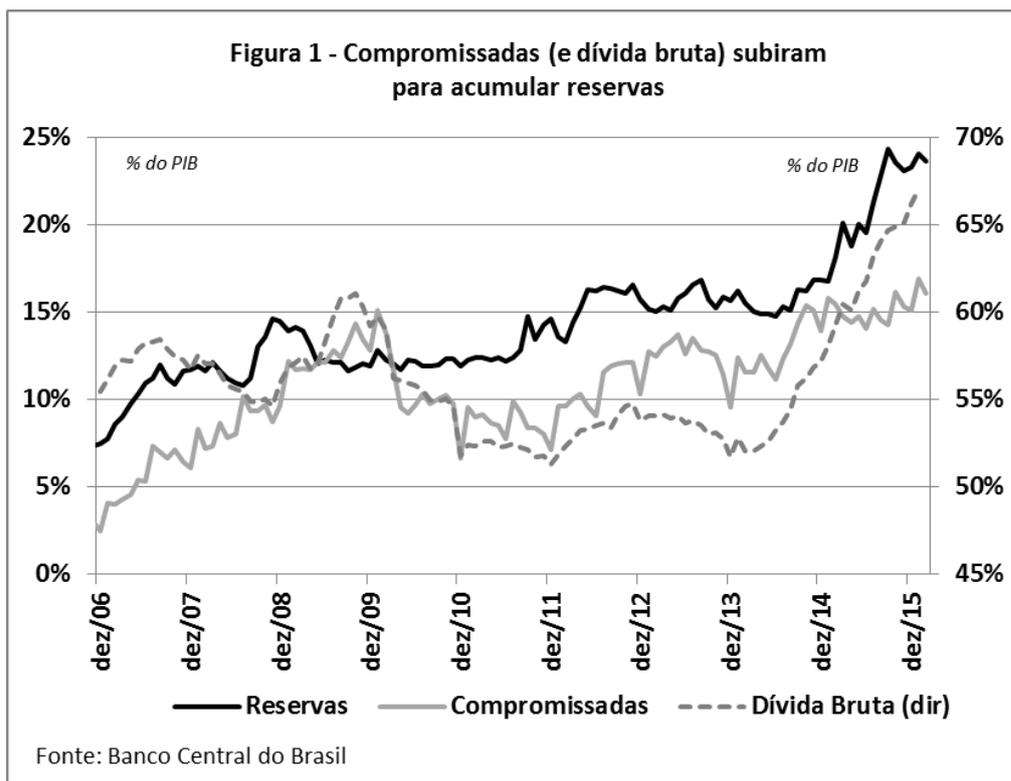
## **2. Problemas gerados pelo acúmulo de reservas e variações do câmbio**

Vários dos problemas discutidos neste livro seriam menores (ou até negligenciáveis) na ausência desse fenômeno. O elevado estoque de operações compromissadas na carteira do BC, atualmente em quase um trilhão de reais, teve seu impulso principal (certamente até 2009) na necessidade de esterilizar a grande acumulação de reservas. Ao mesmo tempo, a relação dívida pública bruta sobre o PIB não teria a magnitude atual se uma parte importante da emissão de títulos públicos não tivesse sido feita como contrapartida da elevada acumulação de divisas. Na ausência de superávits do governo, o acúmulo de reservas cambiais (que são ativos do governo) é financiado pelo aumento de sua dívida. A Figura 1 ilustra essas relações.

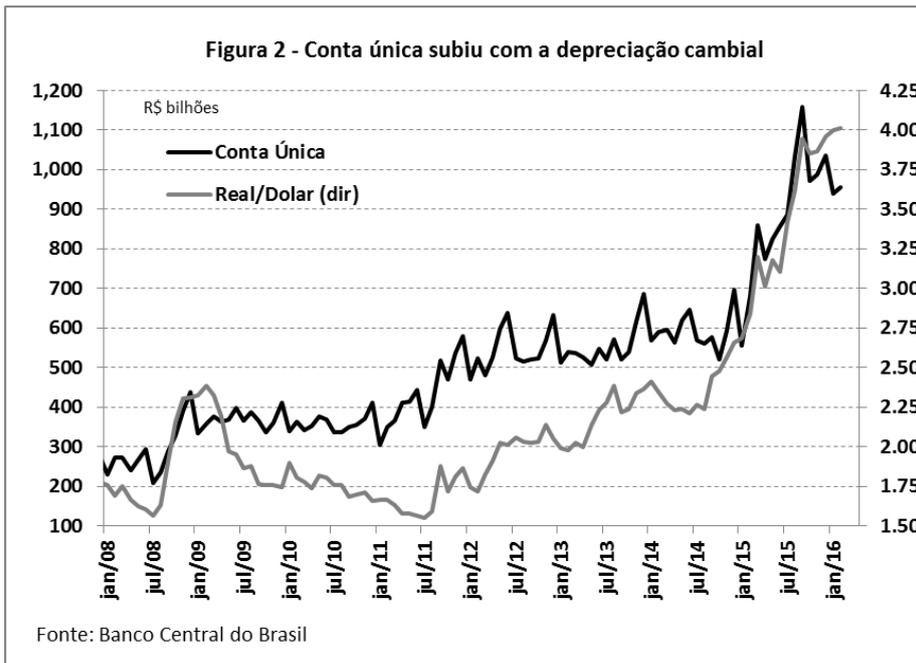
---

<sup>1</sup> A ser publicado em Edmar Bacha (org.), *O Fisco e a Moeda: Ensaio sobre o Tesouro e o Banco Central*. Civilização Brasileira, 2016, a sair.

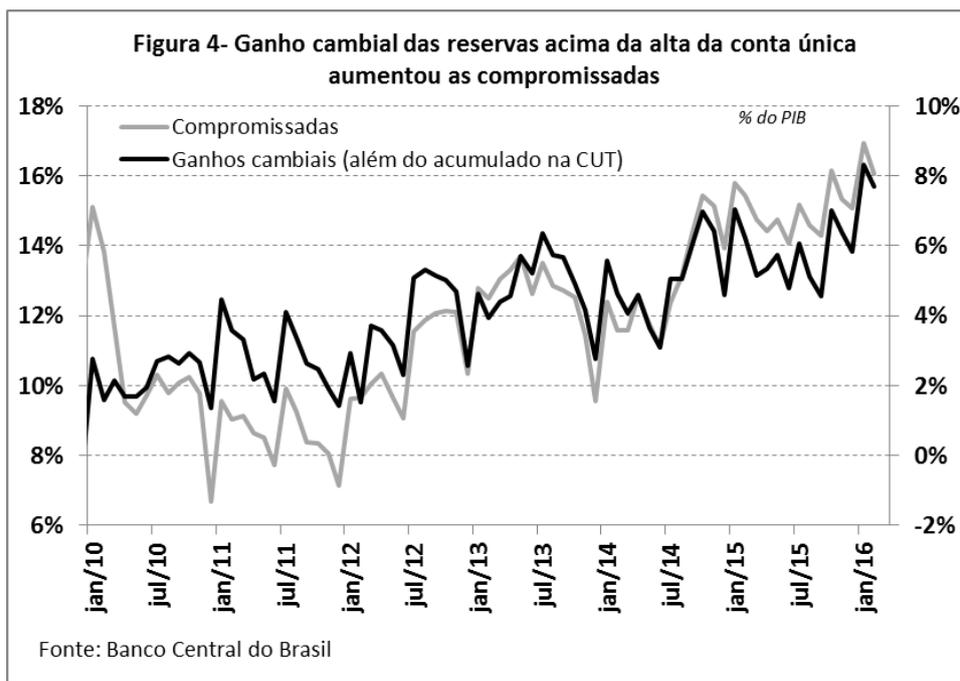
<sup>2</sup> Agradeço a Guilherme Martins pela discussão e ajuda com os dados.



Até 2009, a acumulação de reservas é acompanhada de perto pelo aumento das compromissadas e da dívida bruta. A partir de 2013, os ganhos cambiais dominam a correlação: a depreciação cambial aumenta o valor das reservas em relação ao PIB, gerando ganhos cambiais que, quando gastos, têm de ser esterilizados pelo aumento das compromissadas emitidas pelo BC. Nesse contexto, os efeitos da assimetria no tratamento dos ganhos e perdas no balanço do BC – os ganhos alimentam a Conta Única do Tesouro (CUT), as perdas são compensadas com aportes de títulos públicos – não seriam tão impactantes sem os ganhos e perdas cambiais. Provavelmente, não estaríamos discutindo essa assimetria, que gera ao longo do tempo um aumento da CUT (pela acumulação dos ganhos) e dos títulos na carteira do BC (pela acumulação das perdas), se a oscilação de ganhos/perdas cambiais (que são os principais componentes dos resultados do BC) não fosse tão elevada. As Figuras 2 e 3 ilustram os aumentos significativos da CUT e dos títulos na carteira do BC. Quando ocorre a grande depreciação do câmbio a partir de meados de 2014, a CUT aumenta significativamente: os ganhos cambiais são tão elevados que inflam a conta do Tesouro no BC.



Desde 2014, as compromissadas também subiram devido aos ganhos cambiais das reservas. Esses ganhos são transferidos para a CUT que, como vimos, cresceu consideravelmente no período. Mas o governo também utilizou parte dos ganhos cambiais para maiores gastos ou para amortizar a dívida pública. A liquidez que esses gastos ou amortizações geraram no mercado teve que ser esterilizada pelo BC através da emissão de compromissadas. A Figura 4 ilustra como é estreita a correlação do aumento das compromissadas com os ganhos cambiais das reservas (acima daqueles acumulados na CUT).



A solução para evitar tais problemas – excesso de compromissadas, inchaço da CUT e dos títulos na carteira do BC – não reside em proibir a flutuação cambial ou a acumulação de reservas. A intensidade adequada de ambas pode e deve ser discutida, mas por outras razões. A flutuação adequada do câmbio é função do equilíbrio entre a necessidade de se ter mais um instrumento (preço livre) para enfrentar choques versus a vontade de reduzir a volatilidade do câmbio (*overshootings* ou *undershootings*). O acúmulo de reservas é função do equilíbrio entre o custo das reservas (i.e., o diferencial de juros, substancial no Brasil) e a necessidade de se ter um montante disponível para evitar (ou minimizar) as consequências de uma eventual fuga de capitais. Na prática, outra razão se sobrepõe: o ritmo de acumulação de reservas advém da compra/venda de reservas para evitar a apreciação/depreciação excessiva em momentos de grandes entradas/saídas de capital.

A solução para que as flutuações cambiais no preço (taxa de câmbio) e na quantidade (reservas) não distorçam as contas do BC e do TN é adequá-las a essas circunstâncias. A acumulação significativa das reservas e a depreciação que se seguiu transformaram as distorções existentes – a assimetria no tratamento dos resultados do BC, o uso de compromissadas, o tamanho da conta única – em grandes problemas. Isolando-se o balanço do BC das grandes variações que ele hoje apresenta -- em função de flutuações cambiais significativas incidindo sobre montantes elevados de reservas --, a discussão das demais questões se tornará mais simples. Com resultados menos extremos no balanço do BC, a transferência de resultados e a assimetria ficarão mais fáceis de lidar. Na próxima seção, sugerimos algumas medidas com esse propósito.

### 3. Como reduzir o valor e a volatilidade dos resultados do BC

Pode parecer contraditório uma economia ter que conviver simultaneamente com as consequências de grandes acúmulos de reservas cambiais e de elevadas flutuações do câmbio. Afinal, em teoria, um regime puro de câmbio flutuante prescinde de intervenção e, portanto, da necessidade de acumular reservas. Um regime de câmbio fixo, em contraste, requer intervenções seguidas e, conseqüentemente, acumulação (ou quedas) de reservas, mas sem flutuações na taxa de câmbio. Na prática, é difícil observar em economias emergentes regimes de câmbio fixos ou flexíveis puros: normalmente, observa-se o convívio de flutuações cambiais com acúmulos de reservas, como no Brasil nas últimas décadas.

As flutuações cambiais e o acúmulo de reservas no Brasil foram intensos. Houve alternâncias de períodos de grandes pressões para apreciação e acumulação de reservas com períodos de pressões para depreciar e saída de capitais. Isso foi fruto das oscilações das condições internacionais associadas às das políticas domésticas. Houve o apogeu do crescimento global com o *boom* das *commodities*, seguido da crise internacional e, depois, da queda das *commodities*. Domesticamente, o Brasil alternou políticas consistentes – que angariaram grande confiança e obtenção do grau de investimento –, com políticas insustentáveis, perda da confiança e também do grau de investimento.

O resultado foi que, mesmo diante de intervenções e acumulações de reservas consideráveis, houve também flutuações relevantes na taxa de câmbio que geraram ganhos/perdas consideráveis.<sup>3</sup> Foram essas flutuações de riqueza e transferências de renda entre os entes públicos e entre o setor privado e o público que geraram um *stress* nas contas públicas. Pode-se argumentar que o futuro pode ser mais estável que o passado, e as propostas que se seguem tornarem-se desnecessárias. Temo, entretanto, que no futuro próximo ainda tenhamos oscilações relevantes, tanto no Brasil quanto no contexto internacional.

Seguem-se algumas propostas para dirimir as distorções citadas e tornar o impacto dos resultados cambiais mais transparentes.

### **3.1. *A política cambial seria atribuição conjunta do BC e do Ministério da Fazenda (MF) – Criação da Copoc do CMN***

Parto da proposta de um arranjo institucional que permita prover os incentivos corretos para tornar a política cambial mais eficiente. O Conselho Monetário Nacional (CMN) definiria as diretrizes gerais da política cambial (ex.: câmbio flutuante). O CMN delegaria as decisões de política cambial para o Comitê de Política Cambial (Copoc), que seria formado pelos dois ministros (Fazenda e BC) e dois outros membros (um diretor do BC e um secretário da Fazenda). Ao Copoc caberia decidir sobre a política cambial (acumular, carregar e intervir com reservas), respeitando as diretrizes do CMN. As decisões do Copoc seriam implementadas pelo BC, como órgão executor das políticas cambiais no mercado de divisas.

---

<sup>3</sup> No debate público convive-se simultaneamente com a argumentação de que houve intervenção “demais” e a tese de que o câmbio oscilou demasiadamente.

As decisões de política cambial, por terem consequências fiscais, deveriam ser decididas também pelo Ministério da Fazenda. A combinação de uma acumulação grande de reservas com volatilidade de câmbio gera uma exposição relevante para o governo, levando a ganhos e perdas importantes, sem contar o custo relevante de seu carregamento (diferencial entre os juros externos e internos). Esses ganhos geram grandes transferências de recursos entre o BC e o TN. A exposição cambial do governo não se limita ao montante de reservas cambiais, mas inclui todos os derivativos cambiais – swaps, opções e outros. Todos os instrumentos cambiais seriam de responsabilidade do Copoc, executados pelo BC.

Há outras decisões do BC que também geram custos fiscais (ex.: empréstimos de última instância, liquidações etc.). Essas decisões também seriam autorizadas pelo CMN acima de certo valor, mas de alçada do BC nos demais casos.

A definição da taxa de juros básica (pelo Comitê de Política Monetária, Copom, do BC) tem também custos fiscais, mas é inerente a seu objetivo principal, qual seja, o controle da inflação cuja meta é definida pelo CMN. O BC precisa utilizar seu instrumento principal (a taxa de juros) para atingir seu objetivo principal (a meta da inflação). Quando o CMN define uma meta de inflação para o BC cumprir, está simultaneamente autorizando-o a usar seu instrumento principal, com os custos fiscais que comanda. De fato, não há como limitar o uso da taxa de juros (por questões fiscais) pela política monetária. Na prática seria a institucionalização da “dominância fiscal”, que ocorre quando aspectos fiscais não permitem ao BC perseguir a meta de inflação. A existência dessa dominância fiscal afetaria decididamente a capacidade do BC de atingir seu objetivo de manter a inflação na meta. É prática comum nos bancos centrais no mundo ter a liberdade de usar o instrumento da taxa de juros para atingir a(s) meta(s) definida(s) pela sociedade. É uma delegação essencial.

As preocupações quanto ao impacto fiscal de outras políticas (que não a política monetária) do banco central não são exclusividade do Brasil. O *Federal Reserve (Fed)*, o banco central dos EUA) se deparou com questões desse tipo durante a crise financeira, à medida que começou a comprar títulos privados. Relatos de discussão entre os membros do *Fed* mostram preocupações em ser o mais breve possível nessas intervenções de cunho essencialmente fiscal e em buscar amparo do Tesouro e do Congresso americano para os riscos fiscais incorridos.

A definição da política cambial pelo Copoc do CMN gera os incentivos corretos para o BC. Deixa claro e transparente que a taxa de câmbio não é um instrumento direto de controle da inflação. A meta de inflação deve ser atingida com o uso da taxa de juros básica (Selic), que inclusive afeta a taxa de câmbio, assim como muitas outras variáveis da economia. A definição da política cambial deve levar em consideração outros aspectos para além da inflação, como o custo e risco de acumulação de reservas e a necessidade de evitar distorções na determinação da taxa de câmbio, que é um preço essencial para incentivar a economia a alocar eficientemente os recursos.

### **3.2. *Isolar o balanço do BC das flutuações cambiais – Criação do Fundo de Reservas Cambiais (Fundo Cambial)***

É essencial isolar o resultado do BC das flutuações cambiais e seu balanço do impacto da acumulação das reservas e dos *swaps* e outros derivativos cambiais para evitar as distorções atuais (excesso de compromissadas, de títulos públicos e de transferências excessivas para a CUT). Dado o tamanho elevado das reservas (em torno de 20 - 25% do PIB), seria adequado tirar as reservas do balanço do BC, criando um fundo de reservas cambiais (Fundo Cambial), a exemplo do que existe em vários outros países. Esse fundo estaria a cargo do Copoc, sendo o BC o seu operador.

O “dono” das reservas não seria mais o BC, mas sim um fundo cujo resultado impactaria diretamente o TN. Com isso se evitaria a complexa contabilidade de como transferir os elevados ganhos e perdas cambiais. O BC não mais teria de explicar os elevados ganhos (e, principalmente, das perdas) no seu balanço, que refletiriam as operações típicas de política monetária. O tamanho e a oscilação dos resultados seriam bem menores e deixariam mais claros os custos reais do BC.

Os resultados cambiais ficariam bem transparentes, pois bastaria ver o resultado do Fundo Cambial. Nesse Fundo estariam incluídas todas as operações de *swaps* (e outros derivativos), que seriam decididas pela Copoc e operacionalizadas pelo BC (não para seu balanço, mas para o do Fundo Cambial). O balanço do BC não teria mais as reservas cambiais.

O Fundo Cambial teria reservas cambiais no seu ativo e precisaria ser capitalizado com títulos públicos, caso precisasse (para acumular ainda mais reservas ou absorver perdas nos derivativos, se não tiver recursos líquidos no fundo). Inversamente, caso haja excesso de ganhos líquidos no fundo acumulados ao longo do tempo (provenientes da venda de reservas cambiais ou ganhos nos derivativos) o fundo poderia transferir os recursos líquidos para o TN (através de uma decisão ad-hoc do Copoc), que seria obrigado a usar para abater títulos públicos.

Normalmente os resultados dos ganhos/perdas cambiais ficariam no Fundo Cambial, aumentando ou diminuindo seu valor ao longo do tempo.

A operacionalização do Fundo Cambial deixaria transparente que para acumular reservas cambiais o governo tem que se endividar através da emissão de títulos (a não ser que haja superávits fiscais nominais, o que não tem sido o caso no Brasil).

A transferência das reservas cambiais para o Fundo Cambial teria de envolver mudanças contábeis. A criação do Fundo Cambial ocorreria com a capitalização do fundo pelo tesouro, que se tornaria seu único cotista, via emissão de títulos públicos (no valor atual das reservas cambiais). Em seguida o Fundo Cambial trocava os títulos públicos pelas reservas cambiais do BCB. Neste momento o Fundo Cambial passaria a deter todas as reservas cambiais no seu ativo e cotas detida pelo o tesouro no passivo. Ao mesmo tempo, aumentaria a quantidade de títulos do tesouro no ativo do BCB. Para diminuir de volta a quantidade de títulos no seu balanço, o BC poderia utilizar a conta única para abater parte desse aumento. Ou, também poderia vender títulos do TN no mercado e ajustar a liquidez reduzindo o montante de compromissadas no seu balanço.

Na contabilidade de dívida pública, o Fundo Cambial passaria a ser consolidado no balanço geral do setor público (mas não no governo geral). Assim, haveria realocação de ativos e passivos dentro do governo, mas a criação do Fundo Cambial não afetaria nem a dívida bruta, nem a dívida líquida, no conceito utilizado pelo BCB. Veja no anexo um exercício para mostrar as fases contábeis da criação do FC.

Alguns países, por diferentes motivos, já têm parte de reservas fora do balanço do banco central. No Chile, cerca de US\$ 14 bilhões estão em um fundo soberano para estabilização dos ciclos de cobre e de crescimento, enquanto US\$ 40 bilhões ficam no BC. Até a crise financeira global de 2008/09, alguns países estavam migrando parte de suas reservas para fundos com a intenção de ter uma administração mais ativa de investimentos. O Korea Investment Corp., na Coreia do Sul, e o GIC, fundo soberano de Cingapura, são dois exemplos. Na China, o China Investment Corp. (CIC), cujo capital foi inicialmente formado com US\$ 200 bilhões das reservas, também detém ativos que não estão consolidados no Banco do Povo da China (PBoC, o banco central chinês).

### **3.3. *Swaps e reservas teriam contabilidade simétrica no Fundo Cambial***

A transferência das reservas e dos *swaps* cambiais para o Fundo Cambial traria simetria ao tratamento contábil dos resultados cambiais dos *swaps* e das reservas. Atualmente, o resultado dos *swaps* cambiais afeta o fluxo (o déficit nominal), o que não acontece com a valorização das reservas (que afeta apenas o valor da dívida líquida, mas não o déficit). No Fundo, os resultados da variação cambial e das reservas afetariam simetricamente o *bottom line*. As contas públicas seriam afetadas simetricamente (por *swaps* e reservas) tanto no fluxo (déficit) quanto na dívida.

### **3.4. *Manter compromissadas apenas para fins de liquidez (e no limite de encurtamento em crises)***

Atualmente, a principal implicação do mecanismo de “equalização cambial” (ganhos cambiais aumentando a Conta Única) é um encurtamento e indexação da dívida pública à Selic via aumento de compromissadas. O Tesouro usa os ganhos cambiais para abater dívida fora do BC, e os recursos são esterilizados via aumento das compromissadas no balanço do BC.

No caso de serem adotadas nossas propostas, que retiram a volatilidade cambial e a acumulação das reservas do balanço do BC, o montante de compromissadas seria bem menor. O debate sobre o uso das compromissadas ficaria mais focado no essencial: é um mecanismo de enxugamento da liquidez e permite que haja algum mecanismo de encurtamento de prazo da dívida em casos extremos (de crise).

### **3.5. *Manter transferências entre BC/TN (mas menores), acabar com a assimetria***

Sem as oscilações cambiais no resultado do BC, o debate sobre a relação entre o TN e o BC ficaria mais simples. A volatilidade dos resultados do BC seria bem menor. As transferências entre o BC/TN (seriam montantes menores, administráveis) poderiam ser mantidas, mas desde que eliminada a assimetria entre o tratamento dos ganhos e prejuízos do BC.

Atualmente, quando há ganhos o BC os transfere para a Conta Única do Tesouro o que permite gastos maiores do governo. A grande quantidade de reservas permite que ganhos da desvalorização cambial exacerbem esse problema. É necessário mudar a regra e requerer que os ganhos sejam usados exclusivamente para abater títulos do governo na carteira do BC (tornando ganhos e perdas simétricos). Se em função dessa regra houver

escassez de títulos na carteira do BC para performar sua função monetária (adequar a liquidez do mercado aos objetivos de política monetária), o BC poderá requerer ao CMN autorização especial para o TN emitir títulos para a carteira do BC.

### **Consideração final**

Este capítulo focou na institucionalidade da política cambial e os mecanismos de apropriação dos ganhos cambiais, não no montante ótimo de reservas no Brasil (temas de outros capítulos deste volume). A criação do Fundo Cambial e do Copoc tem como objetivo contribuir para isolar o balanço do BC das flutuações cambiais e institucionalizar as decisões de política cambial.

Figura 5 - A criação do Fundo Cambial

Condição inicial - BCB e Governo Geral de Fev/16;

Balanco Banco Central (% PIB)			
Reservas	24%	Compromissadas	16%
Titulos TN	21%	Conta Unica*	16%
		Outros**	13%

\* Inclui eq cambial passiva e demais passivos com tesouro

\*\* Moeda, Compulsórios, Outros e PL (3.8%)

Balanco Governo Geral - não inclui BC (% PIB)			
Conta Unica	16%	Dívida interna no mercado (1)	47%
		Compromissadas (2)	16%
Não líquidos	16%	Dívida externa (3)	4%
		<b>Dívida bruta gov. geral (4= 1+2+3)</b>	<b>68%</b>
		Titulos TN Livres BC (5)	5%
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>32%</b>	<b>Dívida bruta gov. geral (FMI) (4+5)</b>	<b>73%</b>
<b>Divida Líquida Setor Publico (inclui BC)</b>			<b>37%</b>

1 - Criação do Fundo Cambial (FC) com capitalização de títulos do TN (contrapartida cotas no FC)

Balanco Banco Central (% PIB)			
Reservas	24%	Compromissadas	16%
Titulos TN	21%	Conta Unica*	16%
		Outros**	13%

\* Inclui eq cambial passiva e demais passivos com tesouro

\*\* Moeda, Compulsórios, Outros e PL (3.8%)

Fundo Cambial (% PIB)			
Titulos TN	24%	Cotas	24%

Balanco Governo Geral - não inclui BC (% PIB)			
Conta Unica	16%	Dívida interna no mercado (1)	47%
<b>Cotas no FC</b>	<b>24%</b>	Compromissadas (2)	16%
Não líquidos	16%	Dívida externa (3)	4%
		<b>Dívida bruta gov. geral (4= 1+2+3)</b>	<b>68%</b>
		Titulos TN Livres BC (5)	5%
		<b>Titulos TN no FC (6)</b>	<b>24%</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>56%</b>	<b>Dívida bruta gov. geral (FMI) (4+5+6)</b>	<b>97%</b>
<b>Divida Líquida Setor Publico (inclui BC)</b>			<b>37%</b>

2- BCB transfere Reservas para o FC e recebe Titulos TN do FC

Balanco Banco Central (% PIB)			
<b>Reservas</b>	<b>0%</b>	Compromissadas	16%
<b>Titulos TN</b>	<b>45%</b>	Conta Unica*	16%
		Outros**	13%

Fundo Cambial (% PIB)			
Titulos TN	0%	Cotas	24%
<b>Reservas</b>	<b>24%</b>		

Balanco Governo Geral - não inclui BC (% PIB)			
Conta Unica	16%	Dívida interna no mercado (1)	47%
<b>Cotas no FC</b>	<b>24%</b>	Compromissadas (2)	16%
Não líquidos	16%	Dívida externa (3)	4%
		<b>Dívida bruta gov. geral (4= 1+2+3)</b>	<b>68%</b>
		<b>Titulos TN Livres BC (5)</b>	<b>29%</b>
		<b>Titulos TN no FC (6)</b>	<b>0%</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>56%</b>	<b>Dívida bruta gov. geral (FMI) (4+5+6)</b>	<b>97%</b>
<b>Divida Líquida Setor Publico (inclui BC)</b>			<b>37%</b>

3- Conta Unica utilizada para reduzir Titulos TN no BC

Balanco Banco Central (% PIB)			
Reservas	0%	Compromissadas	16%
<b>Titulos TN</b>	<b>37%</b>	<b>Conta Unica*</b>	<b>8%</b>
		Outros**	13%

Fundo Cambial (% PIB)			
Titulos TN	0%	Cotas	24%
Reservas	24%		

Balanco Governo Geral - não inclui BC (% PIB)			
<b>Conta Unica</b>	<b>8%</b>	Dívida interna no mercado (1)	47%
<b>Cotas no FC</b>	<b>24%</b>	Compromissadas (2)	16%
Não líquidos	16%	Dívida externa (3)	4%
		<b>Dívida bruta gov. geral (4= 1+2+3)</b>	<b>68%</b>
		<b>Titulos TN Livres BC (5)</b>	<b>21%</b>
		Titulos TN no FC (6)	0%
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>48%</b>	<b>Dívida bruta gov. geral (FMI) (4+5+6)</b>	<b>89%</b>
<b>Divida Líquida Setor Publico (inclui BC)</b>			<b>37%</b>

4 - BC vende Titulos TN no mercado e reduz compromissadas

Balanco Banco Central (% PIB)			
Reservas	0%	<b>Compromissadas</b>	<b>8%</b>
<b>Titulos TN</b>	<b>29%</b>	Conta Unica*	8%
		Outros**	13%

Fundo Cambial (% PIB)			
Titulos TN	0%	Cotas	24%
Reservas	24%		

Balanco Governo Geral - não inclui BC (% PIB)			
Conta Unica	8%	<b>Dívida interna no mercado (1)</b>	<b>55%</b>
<b>Cotas no FC</b>	<b>24%</b>	<b>Compromissadas (2)</b>	<b>8%</b>
Não líquidos	16%	Dívida externa (3)	4%
		<b>Dívida bruta gov. geral (4= 1+2+3)</b>	<b>68%</b>
		Titulos TN Livres BC (5)	21%
		Titulos TN no FC (6)	0%
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>48%</b>	<b>Dívida bruta gov. geral (FMI) (4+5+6)</b>	<b>89%</b>
<b>Divida Líquida Setor Publico (inclui BC)</b>			<b>37%</b>

Fonte: Dados originais do BC. Elaboração do autor