

**Box 2. Considerações sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**

As políticas fiscal e monetária são decisivas para o funcionamento adequado da economia. A primeira é de responsabilidade do Tesouro Nacional, enquanto a segunda fica a cargo do Banco Central do Brasil<sup>1</sup>. Dada a interdependência entre elas, o desempenho dessas políticas é afetado pela relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Essa relação, estabelecida em grande medida pelas normas legais vigentes, tem recebido maior atenção dos analistas nos últimos anos. Distorções são apontadas e mudanças são sugeridas. Ao mesmo tempo, ainda persiste um razoável grau de desconhecimento do público não especializado a respeito do assunto.

Este box visa mostrar como se dá a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central e as principais questões suscitadas por essa relação. O tema será objeto de tratamento mais aprofundado em um futuro estudo especial da IFI, dada sua relevância para a condução da política econômica. Este texto está dividido de acordo com os canais por meio dos quais se consuma a referida relação: a) operações do Banco Central com títulos públicos; b) disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central; c) remuneração dessas disponibilidades; d) tratamento do resultado do Banco Central; e e) depósito das reservas internacionais no Banco Central. Conforme será visto, esses dois últimos pontos estão interconectados e são possivelmente os mais sensíveis.

**Balanço patrimonial de banco central**

Antes de abordar os tópicos indicados, vale mostrar as contas usualmente presentes no balanço de um típico banco central, as quais retratam as atribuições tradicionalmente assumidas pela autoridade monetária, bem como as relações financeiras que ela estabelece com o respectivo tesouro e os bancos<sup>2</sup>.

**BALANÇO PATRIMONIAL DE BANCO CENTRAL**

ATIVO	PASSIVO
Títulos públicos	Base monetária
Reservas internacionais	Caixa do Tesouro Nacional
Créditos junto a bancos	Depósitos de bancos
	Patrimônio líquido

Do lado do ativo, estão os haveres do banco central e, do lado do passivo, as obrigações. O patrimônio líquido é a diferença entre os haveres e as obrigações, composto, principalmente, pelo capital do banco central. Vale observar que o tamanho desse capital não pode limitar a atuação do banco no cumprimento de suas atribuições. As relações com os bancos comerciais, expressas nas contas *créditos junto a bancos* e *depósitos de bancos*, não interessam para os propósitos aqui perseguidos. Já as demais dizem respeito à relação entre o tesouro e o banco central e serão discutidas a seguir, com foco no caso brasileiro.

**Títulos públicos**

Um banco central clássico tem como principal atribuição, conferida pelo próprio tesouro, a emissão e o controle da quantidade de moeda, de modo a propiciar o funcionamento adequado da atividade econômica. A quantidade de moeda corresponde ao saldo da base monetária constante do balanço patrimonial do banco central. Já a regulação dessa quantidade é feita por meio da compra e venda de títulos públicos, daí a importância desses papéis entre os ativos do banco central. Quando o banco central compra papéis, ocorre o aumento da base monetária da economia; quando ele vende papéis, o resultado é a redução da liquidez.

Há aqui um importante equilíbrio a ser mantido. O banco central não pode adquirir livremente títulos do tesouro, já que as aquisições podem ser financiadas com a emissão de moeda, o que gera inflação. Ao mesmo tempo, a autoridade monetária precisa desses títulos para fazer a regulação da quantidade de moeda. Em vista disso, é

preciso ter regras que disciplinem a reposição dos títulos vencidos do banco central, bem como o aumento de sua carteira quando requerido pela gestão adequada da política monetária.

No Brasil, a competência do Banco Central para emitir moeda, bem como a autorização para compra e venda de títulos públicos com o objetivo de regular a oferta de moeda, é definida no *caput* e no § 2º do art. 164 da Constituição Federal (CF)<sup>3</sup>. Ao mesmo tempo, o § 1º do referido artigo veda ao Banco Central financiar o Tesouro Nacional, direta ou indiretamente, para evitar que o déficit público seja financiado com emissão de moeda, levando ao descontrole inflacionário.

Na mesma direção, o inciso I do art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 2000, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), veda ao Banco Central adquirir títulos públicos diretamente do Tesouro Nacional. A exceção à vedação está nos §§ 2º e 3º do mesmo artigo, justamente para possibilitar ao Banco Central repor a sua carteira vencida. Do contrário, em algum momento a carteira seria insuficiente para as necessidades da política monetária. A reposição precisa ser feita à taxa média e condições alcançadas em leilão público de títulos.

A LRF não tratou de novos aportes de títulos, falta suprida pela Lei nº 11.803 de 2008 que, no art. 2º, previu a emissão direta de títulos do Tesouro ao Banco Central, com o objetivo de manter a carteira de títulos do Banco em montante compatível com as necessidades da política monetária. A emissão é feita sem contrapartida financeira, para evitar o financiamento inflacionário. Há ainda outro modo de elevar a carteira de títulos públicos do Banco Central que, por estar relacionado aos seus resultados, será tratado oportunamente.

Há um debate importante sobre quem deveria ser o emissor dos papéis utilizados na execução da política monetária: o tesouro ou o próprio banco central. A experiência internacional revela que os países se dividem entre aqueles que preferem títulos do tesouro e os que optam por títulos do banco central. Há ainda os que permitem ambos os papéis. Trata-se de assunto que envolve certa discussão, com argumentos a favor e contrários às diferentes alternativas<sup>4</sup>.

No Brasil, o Banco Central estava autorizado a emitir títulos próprios, as Letras do Banco Central (LBCs), similares as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), ambos títulos pós-fixados atrelados à taxa Selic. A autorização foi suprimida pelo art. 34 da LRF, que vedou tal prática após dois anos da sua publicação.

#### ***A conta única do Tesouro e sua remuneração***

Outro item usualmente presente no balanço patrimonial dos bancos centrais, agora no lado passivo, são as disponibilidades do tesouro, com sua consequente remuneração. Vale notar que os países adotam diferentes alternativas como centralizar as disponibilidades no banco central ou mantê-las em um ou mais bancos. Há certo consenso que a centralização facilita a gestão eficiente das disponibilidades, mas o depósito ou não no banco central envolve controvérsia a respeito da melhor opção para a execução da política monetária.

No Brasil, opta-se pela centralização das disponibilidades do Tesouro no Banco Central, conforme determina o § 3º do art. 164 da CF. Trata-se da chamada conta única do Tesouro, onde se juntam os saldos de caixa dos vários órgãos e entidades da administração pública, incluindo o chamado superávit financeiro. A gestão está a cargo do Tesouro,

---

<sup>1</sup> Tesouro Nacional e Banco Central fazem parte do chamado governo central, nas estatísticas fiscais oficiais do Brasil. Já o conceito de governo federal inclui o Tesouro Nacional, mas não o Banco Central. O conceito de Tesouro Nacional aqui empregado equivale ao de governo federal, embora, na prática, a relação com o Banco Central se dê predominantemente com os ministérios da área econômica, notadamente o Ministério da Fazenda e, dentro dele, a Secretaria do Tesouro Nacional. Formalmente, o Banco Central é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda

<sup>2</sup> Neste texto, as expressões *banco central* e *tesouro*, com letra inicial minúscula, serão empregadas quando não se tratar especificamente dos congêneres brasileiros, designados como Tesouro Nacional e Banco Central.

<sup>3</sup> De acordo com o regime de metas de inflação vigente desde 1999, é a quantidade de moeda que se ajusta à taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, definida pelo Banco Central com o intuito de manter a inflação o mais próximo possível da meta estabelecida.

<sup>4</sup> A respeito do assunto, considerando-se a experiência internacional e o caso do Brasil, ver Leister e Medeiros (2016, pp 135-140). O texto discute ainda os resultados do banco central, o depósito das disponibilidades do tesouro e a remuneração dessas disponibilidades.

mas o depositário dos recursos é o Banco Central. Assim, do mesmo modo que o Banco Central é credor do Tesouro ao deter títulos públicos em seu ativo, o Tesouro é credor do Banco Central, porque esse último abriga suas disponibilidades.

O saldo da conta única aumenta com a arrecadação federal e a colocação no mercado de títulos públicos pelo Tesouro Nacional; e diminui com o gasto federal e o resgate de títulos. Esse saldo oscila também por conta da sua remuneração e da transferência ao Tesouro dos resultados do Banco Central.

Em caso de opção pela centralização das disponibilidades no banco central, existem países que não remuneram esses recursos. Se, em decorrência dessa opção, o resultado do banco central aumenta em montante equivalente à remuneração, as alternativas são indiferentes já que o resultado do banco central é transferido ao próprio tesouro. Mas tal neutralidade não está garantida, de modo que o tema envolve alguma controvérsia.

No Brasil, a conta única do Tesouro é remunerada, por exigência legal, de acordo com a taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos públicos da carteira do Banco Central (na prática, algo muito próximo à própria Selic). Tal comando consta do art. 1º da Medida Provisória (MP) nº 2.179-36, de 2001, norma sucessora da MP nº 1.789, de 1998, que inicialmente tratou do assunto. Assim, a remuneração da conta única constante do passivo do Banco Central coincide com a remuneração dos títulos públicos, alojados em seu ativo. Vale observar também que o destino da remuneração não está legalmente predeterminado, de tal modo que pode ser utilizado livremente pelo Tesouro Nacional, diferentemente de outras parcelas depositadas na conta única.

### **Resultado do Banco Central**

Uma conta extremamente importante na relação entre tesouros e bancos centrais, não aparece diretamente no balanço patrimonial. Trata-se da conta de resultados do banco central. O resultado decorre da diferença entre o retorno obtido com os haveres e o custo das obrigações, diferença essa usualmente positiva. A tendência ao resultado positivo deve-se à possibilidade de adquirir ativos remunerados, como títulos públicos e reservas internacionais, financiados pela emissão de base monetária. Essa, por sua vez, equivale, de certa forma, a um passivo junto à sociedade, porém, sem custo e prazo de vencimento.

A conta de resultado, diferentemente das contas patrimoniais, é periodicamente zerada. O destino do resultado depende das regras vigentes em cada país<sup>5</sup>. O banco central pode ser tratado como uma empresa, livre para dar o destino que bem entender ao resultado positivo, mas com o ônus de ter que arcar com o resultado negativo. A ocorrência de desequilíbrios mais graves ou a sucessão de resultados positivos ou negativos redundam na intervenção do tesouro em algum momento, seja no sentido de capitalizar o banco central, seja no sentido de transferir para si parte do capital ou das reservas do banco.

O procedimento mais comum parece ser a transferência automática do resultado positivo do banco central para o tesouro, bem como a cobertura pelo tesouro, em caso de resultado negativo. A prerrogativa dada ao banco central, pelo tesouro, de emitir moeda com exclusividade, justifica a transferência do resultado positivo para esse último. Já a presença frequente de resultados negativos, muito provavelmente, se deve às atribuições conferidas ao banco central e, na ausência da cobertura do tesouro, o cumprimento dessas atribuições seria inviabilizado.

Caso o resultado do banco central seja positivo, previamente à transferência ao tesouro, parte pode ser destinada à constituição de reservas, no patrimônio líquido do banco central. Essas reservas, por sua vez, podem tanto ser incorporadas ao capital do banco, como revertidas para o tesouro. A constituição de reservas é, em certa medida, substituta da cobertura do resultado negativo pelo tesouro. Quanto maior a parcela do resultado incorporada às reservas, menor a necessidade de cobertura do Tesouro, em caso de resultado negativo. O fundamental é que a combinação de regras garanta que o capital do banco central seja compatível com suas atribuições.

---

<sup>5</sup> Ver a respeito Leister e Medeiros (2016, pp. 120-8).

No Brasil, de acordo com o art. 2º da MP nº 2.179-36, de 2001, o resultado positivo do Banco Central, após constituição ou reversão de reservas, deve ser repassado semestralmente ao Tesouro Nacional, por meio de depósito na conta única e, se negativo, o Tesouro deve cobrir as perdas do Banco Central. Esses comandos são referendados pelo *caput* e § 1º do art. 7º da LRF.

A Lei nº 11.803 de 2008, por sua vez, em seu art. 4º, limita a constituição de reservas a 25% do resultado positivo do Banco Central, enquanto o art. 3º especifica que o resultado líquido de reservas transferido ao Tesouro seja obrigatoriamente destinado ao pagamento de títulos públicos emitidos, prioritariamente aqueles detidos pelo Banco Central<sup>6</sup>.

O art. 5º da referida Lei, estabeleceu que os prejuízos do Banco Central podem ser cobertos pelo Tesouro Nacional por meio da emissão de títulos públicos adequados aos fins da política monetária<sup>7</sup>. Assim, quando o Banco Central tem prejuízo, ele recebe títulos do Tesouro e, quando tem lucro, transfere a quantia em dinheiro ao Tesouro. Portanto, o referido art. 5º prevê um terceiro modo de elevar a carteira de títulos do Banco, além dos dois apontados anteriormente (reposição dos títulos vencidos e emissão direta sem contrapartida para viabilizar a execução da política monetária).

Antes de prosseguir, cabe sintetizar as relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central vistas até agora. O Banco Central é credor do Tesouro porque detém títulos públicos, mas é devedor, por causa das disponibilidades. Ambas as contas são remuneradas com a mesma taxa. O resultado do Banco Central, se positivo, é transferido ao Tesouro mediante depósito na conta única, que só pode ser utilizado no abatimento dos títulos públicos em poder do mercado ou do próprio Banco Central. Já o resultado negativo, é coberto com a transferência de títulos públicos ao Banco Central. A remuneração da conta única, diferentemente do resultado do Banco Central, pode ser livremente utilizada pelo Tesouro Nacional.

#### ***Reservas internacionais e o resultado do Banco Central***

Até o momento, nada foi dito sobre as reservas internacionais que, usualmente são geridas e depositadas no banco central<sup>8</sup>. Essas reservas são adquiridas no mercado de câmbio, financiadas com emissão de moeda e/ou venda de títulos públicos, desde que a emissão não seja inflacionária e a carteira de títulos não caia abaixo das necessidades da política monetária.

Dentro de certos limites, a posse de reservas internacionais não gera problemas e nem reverte o resultado estruturalmente positivo do banco central. Entretanto, na década passada, essas reservas subiram de modo acentuado em muitas economias em desenvolvimento, inclusive no Brasil, situação que gerou fatos importantes, a exemplo do aumento do endividamento público e da menor previsibilidade e gigantismo dos resultados do banco central.

Aqui no Brasil, uma das principais peculiaridades do Banco Central está associada justamente à atribuição de depositário das reservas internacionais. Não como decorrência da atribuição em si, que é usual em outros países,

---

<sup>6</sup> O § 3º do art. 2º da MPV nº 2179-36 de 2001, já previa a regra da constituição de reservas. Contudo, o comando foi revogado pela Lei nº 11.803 de 2008, que reescreveu em parte o conteúdo em seu art. 4º. Há, entretanto, uma diferença importante entre os dois textos que será discutida adiante. Do mesmo modo, essa Lei revogou o § 1º do art. 2º da MPV, substituído por seu art. 3º. A única alteração foi a retirada da expressão *amortizado* que havia no comando revogado, o que parece ter tido a intenção de estender o uso do resultado para o pagamento dos juros dos títulos públicos, além do principal.

<sup>7</sup> Novamente, a Lei nº 11.803 de 2008, revogou o art. 10 da MPV nº 2179-36, de 2001, substituindo-o por seu art. 5º, sem alteração.

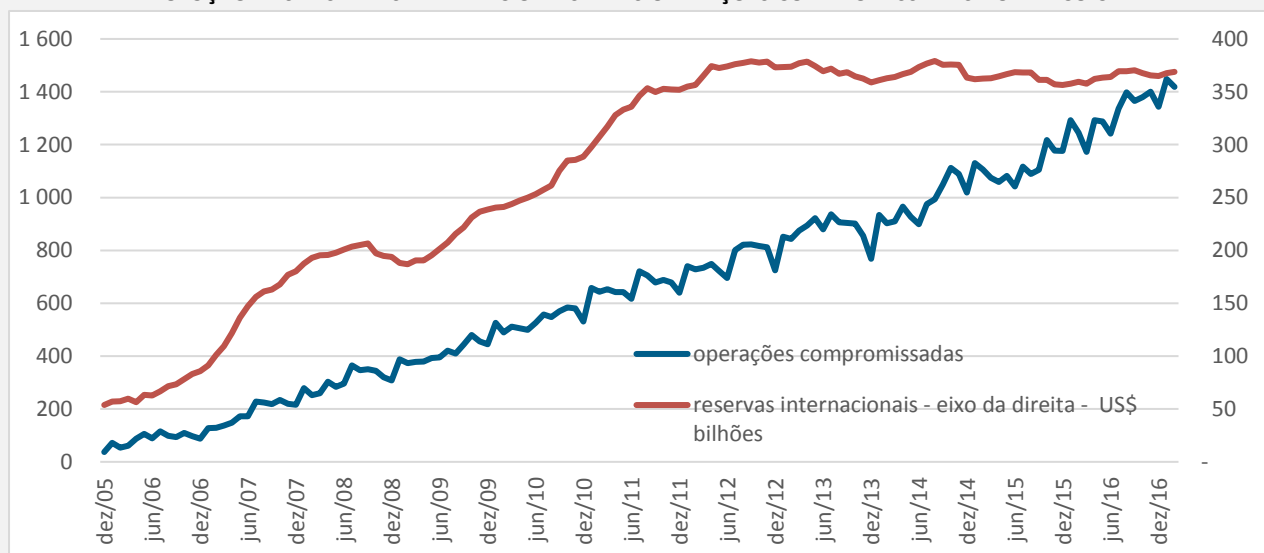
<sup>8</sup> É preciso não confundir as reservas internacionais com as reservas simplesmente. As reservas internacionais correspondem a um ativo do Banco Central aplicados no mercado financeiro internacional, especialmente em títulos denominados em dólar emitidos pelos governos dos países centrais. Já as reservas resultam do resultado do Banco Central, contabilizadas do lado do passivo, dentro do patrimônio líquido, com a possibilidade de serem convertidas em capital do Banco Central ou revertidas ao Tesouro Nacional. Pode-se dizer que é uma conta da transição, com destino condicionado aos acontecimentos futuros.

mas por conta do tamanho dessas reservas após o intenso acúmulo verificado no período 2006 a 2012. As reservas subiram de US\$ 53,8 bilhões em dezembro de 2005 para US\$ 373,1 bilhões em dezembro de 2012. Ao final de fevereiro deste ano, o saldo estava em US\$ 369 bilhões. Para maiores detalhes acerca do volume de reservas internacionais, vale consultar o recente estudo especial publicado pela IFI<sup>9</sup>.

As aquisições foram financiadas com as chamadas operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, que consistem na venda de títulos públicos de sua carteira com o compromisso de recomprá-los após certo prazo, em geral, bastante curto. Com as vendas temporárias de títulos, o Banco Central conseguia reduzir a liquidez gerada pela compra de divisas, viabilizando o controle da quantidade de moeda na economia. Como decorrência dessas operações, houve relevante expansão do endividamento público, já que as operações compromissadas nada mais são do que dívida do Banco Central junto ao mercado. Considerando-se o balanço patrimonial, mencionado nos parágrafos acima, o saldo dessas operações consta no lado do passivo<sup>10</sup>.

O gráfico a seguir mostra a evolução das operações compromissadas e das reservas internacionais do Brasil de dezembro de 2005 a fevereiro de 2017. Conforme se pode ver, no período de acumulação de reservas, de 2006 a 2012, as operações compromissadas também registraram avanço importante. É fato que as operações continuaram subindo após 2012, mas isso se deve a outro acontecimento que será comentado adiante<sup>11</sup>.

**EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS E DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Além do efeito no nível de endividamento público, o acúmulo de reservas internacionais altera substancialmente os resultados do Banco Central. Toda vez em que a taxa de câmbio muda, muda também o valor em real das reservas e, por consequência, o resultado. Se houver aumento na taxa de câmbio (desvalorização cambial), os resultados são

<sup>9</sup> Pellegrini (2017). Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/>.

<sup>10</sup> Vale observar que se o Banco Central vendesse os títulos definitivamente, a dívida pública subiria do mesmo modo, pois o papel sairia da sua carteira e iria para o mercado. Na aferição da dívida pública feita pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), as operações compromissadas não são consideradas, mas, sim, a carteira de títulos do Banco Central. Adotando-se essa métrica, o resultado também não mudaria, pois o tamanho da carteira precisa acompanhar as operações compromissadas, já que essas são lastreadas nos títulos públicos.

<sup>11</sup> Os dados do gráfico foram retirados da tabela especial Dívida Líquida do Setor Público, disponível na página eletrônica do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPComposicao.asp>). Os números das operações compromissadas foram somados à variação dos depósitos compulsórios em relação ao saldo vigente em dezembro de 2005. O ajuste visa levar em conta o efeito das mudanças nas regras do compulsório sobre as operações compromissadas, sobretudo, as mudanças adotadas no biênio 2010-2011.

positivamente afetados, pois o valor em real das reservas também aumenta. Se houver redução da taxa de câmbio (valorização cambial), os resultados são negativamente afetados, por conta da diminuição do valor em real das reservas.

No Brasil, desde meados de 2011, a tendência tem sido de desvalorização cambial, a despeito de fortes oscilações da taxa de câmbio como as verificadas em 2015 e 2016. Com isso, o resultado do Banco Central perdeu tanto previsibilidade quanto sua magnitude foi substancialmente ampliada, com sinal negativo ou, com mais frequência, positivo.

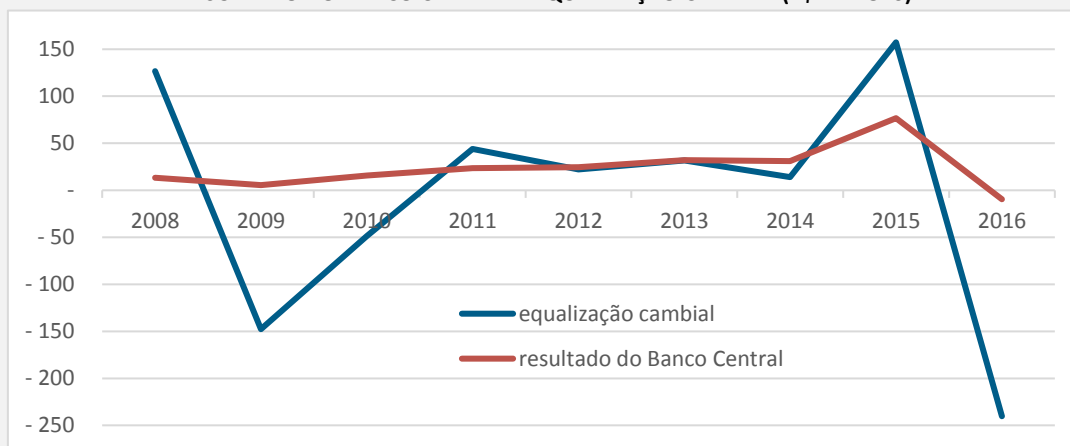
Com o intuito de tornar mais transparente as razões da evolução do resultado do Banco Central, o art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008, introduziu contabilização a parte da parcela do resultado relacionada à variação da taxa de câmbio e às operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central. Essa parcela, a que se denominou equalização cambial, é positiva em caso de desvalorização cambial, e negativa em caso de valorização cambial, considerado ainda os efeitos das operações com derivativos cambiais.

O gráfico abaixo mostra a evolução do resultado do Banco Central e da equalização cambial, desde 2008, ano de início da separação entre eles. É possível claramente identificar maior previsibilidade do resultado do Banco Central, quase sempre positivo, bem como, em contraposição, maior imprevisibilidade da equalização cambial: usualmente positiva desde 2011, em linha com sua principal determinante, a taxa de câmbio<sup>12</sup>. Registre-se em particular a equalização de 2015 e 2016, R\$ 157,3 bilhões positivos e R\$ 240,3 bilhões negativos, respectivamente.

---

<sup>12</sup> A influência da taxa de câmbio é mais perceptível nos anos de maior variação desta taxa. Tome-se, por exemplo, os biênios 2008-2009 e 2015-2016, períodos nos quais ocorreram expressivas oscilações da equalização cambial, especialmente nos dois últimos anos. Em 2008-2009, a crise internacional provocou forte desvalorização cambial nos últimos meses de 2008, desvalorização essa quase totalmente revertida em 2009, com a dissipação dos efeitos da crise. Já no segundo biênio, a significativa desvalorização verificada em 2015, foi parcialmente revertida em 2016, em função dos acontecimentos políticos, associados à troca do comando presidencial.

**RESULTADO DO BANCO CENTRAL E EQUALIZAÇÃO CAMBIAL (R\$ BILHÕES)**

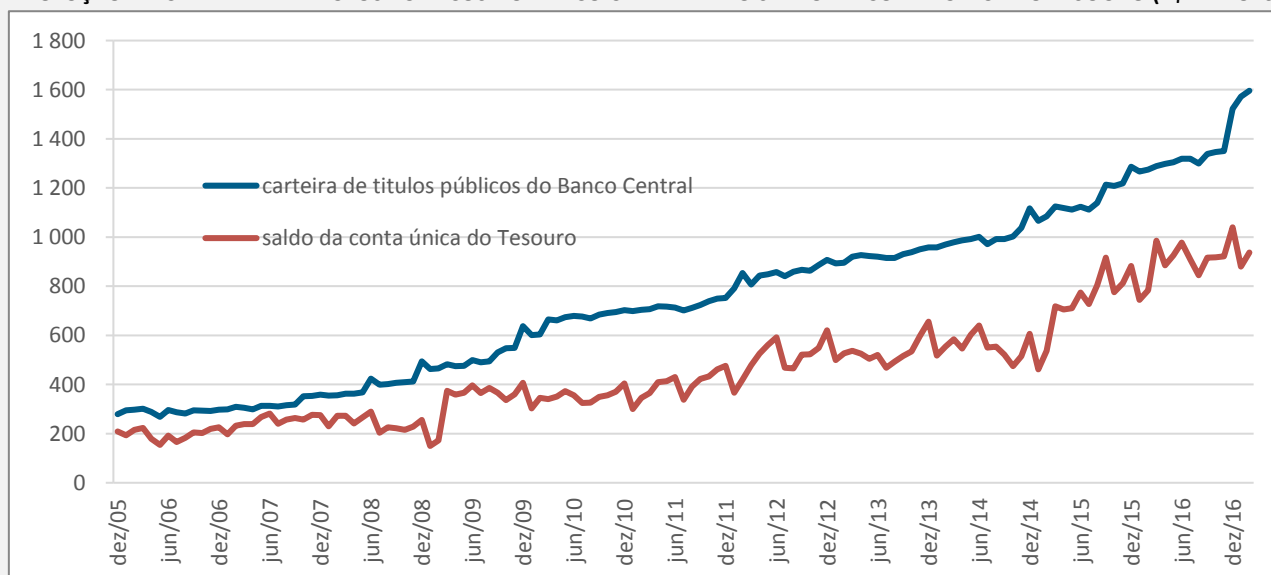


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O *caput* do art. 6º e seus dois incisos, conjugados com o art. 5º da Lei nº 11.803, de 2008, deram à equalização cambial, o mesmo tratamento conferido ao restante do resultado do Banco Central. Se positiva, há transferência em dinheiro ao Tesouro por meio de depósito na conta única e, se negativa, ocorre cobertura do Tesouro por meio da emissão de títulos. Dessa forma, há aumento da carteira de títulos públicos do Banco Central nos anos de valorização cambial e aumento do saldo da conta única do Tesouro nos anos de desvalorização cambial<sup>13</sup>. Portanto, a carteira de títulos públicos do Banco Central e o saldo da conta única podem subir continuamente e de modo significativo por conta das oscilações da taxa de câmbio, mesmo que ela volte para o mesmo valor que estava inicialmente.

O gráfico a seguir mostra a evolução da carteira de títulos públicos no Banco Central e do saldo da conta única do Tesouro de dezembro de 2005 a fevereiro de 2017. Nota-se como ambas as variáveis passaram a crescer mais rapidamente a partir de 2008. Ao final de 2016, a carteira de títulos era de aproximadamente R\$ 1,6 trilhão, enquanto o saldo da conta única estava um pouco acima de R\$ 0,9 trilhão<sup>14</sup>.

**EVOLUÇÃO DA CARTEIRA DE TÍTULOS PÚBLICOS DO BANCO CENTRAL E DO SALDO DA CONTA ÚNICA DO TESOURO (R\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.



É claro que essas variáveis sofrem a influência de outros fatores, além do resultado do Banco Central. Nota de 2015 do Departamento Econômico (Depec) do Banco Central calculou a participação dos fatores condicionantes das duas variáveis, no acumulado de janeiro de 2007 a novembro de 2015. A carteira de títulos públicos subiu 8,3 pontos percentuais do PIB no período, tendo como principais responsáveis pelo incremento os juros incidentes sobre os títulos (16,2 pontos) e a cobertura dos resultados negativos (11,5 pontos). Já em relação ao saldo da conta única, o aumento foi de 4,4 pontos e os fatores determinantes foram a transferência do resultado positivo (14,1 pontos), seguida pelo efeito líquido de um conjunto de operações do Tesouro, com destaque para o superávit primário (13,4 pontos) e da remuneração do saldo da conta única (9,4 pontos)<sup>15</sup>.

### **Possíveis problemas**

O tratamento conferido pela legislação ao resultado do Banco Central tem sido alvo de questionamentos<sup>16</sup>. Os críticos entendem que a equalização cambial positiva não deveria ser distribuída ao Tesouro se as reservas internacionais não foram vendidas à taxa de câmbio mais alta. Melhor seria mantê-la no Banco Central, como um fundo ou como reservas no patrimônio líquido, até que as reservas internacionais fossem vendidas à taxa de câmbio mais alta ou, pelo menos, que o novo patamar da taxa de câmbio se consumasse<sup>17</sup>.

Entretanto, a Lei nº 11.803, de 2008, não prevê a constituição de reservas com base na equalização cambial. O art. 4º dessa Lei só se refere à constituição de reserva com base no resultado do Banco Central que, a partir de 2008, deixou de incluir os efeitos da taxa de câmbio. Segundo o dispositivo, as reservas não podem superar 25% do resultado do Banco Central, somado à equalização cambial. Assim, embora a equalização seja incluída na base sobre a qual se aplica o percentual, as reservas estão limitadas ao tamanho do resultado do Banco Central. Quando a equalização cambial é positiva e muito maior que o resultado, a reserva constituída é baixa em relação à equalização, justamente a parcela que mais requer reservas. Já quando a equalização é negativa e elevada, não há constituição de reservas<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> Há quem considere esse aumento conjugado da carteira de títulos públicos e do saldo da conta única do Tesouro, uma espécie de financiamento do Banco Central ao Tesouro, prática vedada pelo § 1º do art. 164 da CF. Essa é a opinião de Franco (2016). Entretanto, em uma análise estritamente jurídica, pode-se chegar a conclusão distinta, como em Monteiro (2016).

<sup>14</sup> Os dados do gráfico foram retirados da tabela especial Dívida Líquida do Setor Público, disponível na página eletrônica do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPComposicao.asp>). O total do ativo e do passivo do Banco Central, segundo os demonstrativos financeiros apresentados na própria página eletrônica do Banco, estava pouco acima de R\$ 3 trilhões, em 31 de dezembro de 2016. O ativo compunha-se basicamente de títulos públicos e ativos em moeda estrangeira, próximos de R\$ 1,5 e R\$ 1,3 trilhão, respectivamente. Já o passivo era um pouco menos concentrado. Predominavam as operações compromissadas e as obrigações com o governo federal, ambas com saldo pouco superior a R\$ 1 trilhão, seguidas dos depósitos de instituições financeiras com cerca de R\$ 400 bilhões. Completavam o total do passivo, em ordem decrescente de valor, o meio circulante, o patrimônio líquido e o passivo em moeda estrangeira. Os demonstrativos podem ser encontrados em [http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201612/Demonstra%E7%F5es\\_dez2016.pdf](http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201612/Demonstra%E7%F5es_dez2016.pdf).

<sup>15</sup> Entre os fatores que atuaram para reduzir a carteira de títulos públicos estiveram o resgate de títulos da própria carteira do Banco Central, com 7,2 pontos, e o chamado efeito PIB, 14,1 pontos. Como os cálculos feitos pelo Depec aferem as variáveis como proporção do PIB, o aumento do produto eleva o denominador e atua para reduzir a variável aferida. Um outro fator que afetou a carteira, desta feita positivamente, foi a reposição sem contrapartida financeira dos títulos com prazo vencido, com 2,0 pontos. Já em relação ao saldo da conta única, atuaram para reduzi-lo o resgate de títulos públicos feitos pelo Tesouro junto ao mercado, com 16 pontos, fato que será discutido adiante, o já citado resgate de títulos da carteira do Banco Central, com 7,2 pontos, e o efeito PIB, com 9,2 pontos.

<sup>16</sup> Ver, por exemplo, Afonso, Mendes, Ribeiro, Salto e Köhler (2016) e Mendes (2016).

<sup>17</sup> O mesmo não se pode dizer a respeito dos ganhos das operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central, pois esses ganhos, assim como as perdas, são acertados em dinheiro, diariamente e, portanto, correspondem a resultado realizado.

<sup>18</sup> Conforme visto em nota de rodapé anterior, a Lei nº 11.803, de 2008, revogou o § 3º do art. 2º da MPV nº 2.179-36, de 2001, que tratava da constituição de reservas e introduziu no lugar o comentado art. 4º. A redação revogada estabelecia que as reservas poderiam chegar a 25% do resultado do Banco Central, sem discriminar nesse resultado a parcela relativa às variações da taxa de câmbio e às operações com derivativos do Banco Central, o que só passou a ser feito em 2008.



A relevância da discussão acima está diretamente relacionada ao uso que se pode fazer da equalização cambial positiva transferida ao Tesouro Nacional. O § 3º do art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008, determina que os recursos transferidos do Banco Central ao Tesouro por conta da equalização cambial positiva devem ser obrigatoriamente destinados ao pagamento dos títulos públicos, preferencialmente da carteira do Banco Central. Desse modo, pelo menos quanto ao uso final dos recursos pelo Tesouro, o tratamento dado à equalização cambial foi o mesmo conferido ao resultado do Banco Central, nesse caso especificado no art. 3º da mesma Lei. Assim, nos registros relativos à conta única do Tesouro, fica discriminada a parcela vinda das transferências do Banco Central, equalização cambial ou resultado, para uso exclusivo no abatimento da dívida pública.

Em que pese essa destinação específica, suspeita-se que o procedimento possa ter, indiretamente, impactado as despesas do Tesouro e a composição da dívida pública. Há indicações de que, no período 2008-2015, o Tesouro utilizou a equalização cambial e os resultados do Banco Central depositados na conta única para resgatar títulos públicos em poder do mercado<sup>19</sup>. Conforme visto, trata-se de uso autorizado pelo § 3º do art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008. Entretanto, tal providência elevou a liquidez da economia, o que requereu ação do Banco Central por meio de operações compromissadas. De acordo com os cálculos do Depec do Banco Central, no acumulado de 2007 a 2015, as operações compromissadas subiram 12,6 pontos percentuais de PIB, sendo que o resgate líquido de títulos em mercado feito pelo Tesouro foi o maior responsável por esse aumento (16 pontos), seguido pela acumulação das reservas internacionais (10,6 pontos) e a remuneração das operações (10,1 pontos)<sup>20</sup>.

Na prática, portanto, ocorreu troca de dívida pública por outra com perfil não tão favorável, afinal essas operações são corrigidas pela taxa Selic e, em geral, com prazo médio bastante inferior ao prazo dos títulos públicos em poder do mercado<sup>21</sup>. Tomando-se os dados do final de janeiro de 2017, últimos disponíveis, apenas 18,1% do cerca de R\$ 1,1 trilhão de operações compromissadas tinha prazo acima de três meses, enquanto o prazo médio dos títulos públicos internos emitidos pelo Tesouro em mercado era de 4,5 anos. Em termos de correção, as operações eram basicamente corrigidas pela taxa Selic, enquanto os títulos públicos internos distribuía-se mais uniformemente entre papéis atrelados à Selic (30,8%), a índices de preços (33,6%) e a prefixados (35,1%)<sup>22</sup>.

Há também evidências de que as transferências do resultado do Banco Central e da equalização cambial para o Tesouro foram utilizadas para financiar indiretamente outras despesas do governo federal que não o pagamento de títulos públicos, no período 2008-2015<sup>23</sup>. Tal prática teria sido viabilizada pela troca de fontes orçamentárias, já que, conforme visto, esses recursos destinam-se necessariamente ao abatimento da dívida pública. Por meio dessa troca, fontes orçamentárias sem destinação específica alocadas para pagamento da dívida pública teriam sido substituídas pelo resultado do Banco Central, tornando-se assim livres para financiar outros tipos de gastos.

De fato, ao mesmo tempo que aumentou a participação das transferências de recursos do Banco Central para o Tesouro dentre as fontes de financiamento do pagamento de juros e amortização da dívida pública, caiu a participação dos chamados recursos ordinários e da remuneração da conta única do Tesouro, ambas fontes sem

<sup>19</sup> Ver a demonstração em Mendes (2016, pp. 223-232). O autor constata que houve resgate líquido de títulos públicos no mercado em todo o período 2008-2014 e que os valores transferidos pelo Banco Central ao Tesouro foram em geral suficientes para bancar esse resgate. Ademais, a participação dessas transferências entre as fontes de financiamento para o pagamento de amortização e juros da dívida pública subiu consideravelmente no período 2009-2015, quando comparada com anos anteriores.

<sup>20</sup> Atuaram para reduzir as operações compromissadas, outras relações com o Tesouro, notadamente o resultado primário das contas do governo federal (14,6 pontos), o efeito PIB explicado anteriormente (7,6 pontos) e o aumento dos depósitos compulsórios (3,7 pontos).

<sup>21</sup> A respeito dos desafios trazidos pelo elevado montante de operações compromissadas ver Salto e Afonso (2016).

<sup>22</sup> Os dados das operações compromissadas foram retirados do Quadro XXXVII-A do Nota para a Imprensa – Política Fiscal, publicado pelo Banco Central, em 31 de março de 2017 (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Já os dados relativos aos títulos públicos foram retirados dos quadros 2.5 e 3.8, anexos ao Relatório Mensal – Dívida Pública Federal, de fevereiro de 2017, da Secretaria do Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

<sup>23</sup> Ver ainda a demonstração em Mendes (2016, pp. 223-232).

destinação específica. Vale observar que essa última fonte foi reforçada nos últimos anos pelo aumento do saldo da conta única que decorreu, por sua vez, entre outras razões, da transferência periódica da equalização cambial e da elevada taxa que remunera a conta única, assim como ocorre com a taxa de juros em geral na economia brasileira. Conforme visto, de acordo com os cálculos do Depec do Banco Central, a remuneração foi responsável pelo aumento de 9,4 pontos percentuais de PIB no saldo da conta única, no acumulado do período 2007-2015.

### **Possíveis correções**

A constatação de tais problemas fez surgir algumas propostas de correção das normas que regem a relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Nesse sentido, foi apresentado o Projeto de Lei Complementar nº 125, de 2016, de autoria do Senador Ricardo Ferraço, atualmente em análise na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, sob a relatoria do Senador Tasso Jereissati<sup>24</sup>. De acordo com o projeto que altera a LRF e suprime dispositivos da MPV nº 2.179-36, de 2001, e da Lei nº 11.803, de 2008, os resultados positivos do Banco Central passariam a constituir reservas a serem mantidas no próprio Banco para cobrir resultados negativos futuros, tendo como limite uma proporção das suas reservas internacionais, líquidas da dívida externa. Alcançado esse limite, o resultado positivo passaria a compor um fundo de transferência ao Tesouro Nacional, também mantido no próprio Banco Central. O valor correspondente à média dos aportes líquidos feitos nesse fundo nos últimos três anos seria transferido anualmente ao Tesouro Nacional. Esses recursos teriam como destino o pagamento de amortização e juros dos títulos públicos da carteira do Banco Central e a cobertura de resultados negativos do Banco, caso as reservas fossem insuficientes.

Outra possível proposta seria transferir as reservas internacionais e as operações com derivativos cambiais do Banco Central para um fundo cambial, em troca de títulos públicos. O fundo seria gerido por um Comitê de Política Cambial, sujeito às diretrizes gerais do Conselho Monetário Nacional (CMN). Os ganhos ficariam no próprio fundo, com eventuais transferências para o Tesouro, a serem utilizadas para abater títulos públicos. Já as perdas seriam cobertas pelo Tesouro com a emissão de títulos<sup>25</sup>.

Enfim, esse box procurou mostrar as relações entre o Tesouro Nacional e Banco Central, considerando-se a legislação aplicável e as contas patrimoniais e de resultado do Banco. Não se pode dizer que o Brasil destoe significativamente do padrão internacional nesse campo. Entretanto, o tratamento conferido ao resultado do Banco Central, conjugado ao contexto econômico de elevado montante de reservas internacionais e de substancial oscilação da taxa de câmbio, parece ter viabilizado, pelo menos até 2015, políticas consideradas controversas de gastos e de gestão da dívida pública. Essa situação inspirou a proposição de ajustes nas regras que regem o resultado do Banco Central de forma a evitar a adoção das referidas políticas.

### **Referências bibliográficas**

AFONSO, J.R.R, MENDES, M.J., RIBEIRO, L.C., SALTO, F.S. e KÖHLER. M.A. *Fontes (remanejadas) e Usos (retardados) de Recursos Federais ao final de 2015*. Nota Técnica FGV/IBRE, fevereiro de 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015) *Fatores Condicionantes da Evolução das Operações Compromissadas e eventos correlatos*. Nota do Departamento Econômico (Depec) do Banco Central do Brasil.

---

<sup>24</sup> A opção por lei complementar traz à baila a questão do instrumento legal adequado para reger o resultado do Banco Central. Há quem entenda que o assunto deve ser tratado por meio de lei complementar, por força do inciso II do § 9º do art. 165 da CF. Segundo tal comando, cabe à lei complementar estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta. Assim, a Lei nº 11.803, de 2008, não seria adequada para reger o assunto. Ver, por exemplo, Carvalho Jr. (2016). Vale reforçar, entretanto, que não se trata de tema consensual.

<sup>25</sup> Ver mais detalhes sobre a proposta em Goldfajn (2016).

CARVALHO Jr., A. A. (2016) *BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

FRANCO, G. (2016) *O Jogo do Papagaio*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

GOLDFAJN, I. (2016) *Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

LEISTER, M.D. e MEDEIROS O.L. (2016) *Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

MENDES, M. J. (2016) *A Lei 11.803/08 e a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

MONTEIRO C. E. S. (2016) *O que exatamente está vedado pelo art. 165, § 3º, da Constituição?* In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

PELEGRINI, J. A. (2017) *Reservas Internacionais: Evolução, Nível Adequado e Custo de Carregamento*. Estudo Especial nº 1 da Instituição Fiscal Independente (IFI). Março de 2017.

SALTO, F.S. e AFONSO, J.R.R (2016). *Vício em Compromissadas*. *Jornal O Estado de S. Paulo*. 9 de novembro de 2016.