

# LEI 11.803/2008 E A RELAÇÃO FINANCEIRA TESOURO – BANCO CENTRAL

*Marcos Mendes<sup>1</sup>*

## **RESUMO**

A Lei nº 11.803/2008, que regula a transferência de lucros do Banco Central (BC) para o Tesouro Nacional (TN) e a compensação de prejuízos do primeiro pelo segundo, está em desacordo com as recomendações da literatura internacional e contraria boas práticas contábeis. A elevada participação de reservas internacionais no balanço do Banco Central gera grandes lucros, que se alternam com grandes perdas. Em função dessa volatilidade, parcela elevada dos lucros deveria ser direcionada a reservas dentro do próprio Banco Central para a compensação de perdas futuras. Em vez disso, a legislação determina a integral transferência dos lucros ao Tesouro e a compensação dos prejuízos por meio da entrega de títulos do Tesouro ao BC. Isso gera um financiamento implícito do BC ao TN. Tal financiamento não leva a um caso clássico de expansão monetária sem limite para financiamento do déficit porque o BC, em um regime de metas de inflação, pode manter o controle da liquidez. Apesar disso, há estímulo à prática de uma política fiscal expansionista pelo Tesouro, redução na transparência das contas públicas e limitações à autonomia do BC. Em um contexto de governo com preferência por expansão fiscal, espaço para manipulação da meta fiscal, BC com autonomia limitada e contabilidade criativa, a distorção na relação Tesouro-Banco Central passa a ser mais um item da “caixa de ferramentas” que pode ser usada para a execução de uma política macroeconômica inconsistente. O primeiro impacto dessa política se dá sobre a dívida pública, mas em seguida os efeitos tendem a aparecer, também, sob a forma de maior inflação. Este estudo apresenta um diagnóstico do problema, seguido de proposta de reforma da legislação.

**PALAVRAS-CHAVE:** Banco Central, Tesouro Nacional, equalização cambial, conta única, resultado contábil, Lei 11.803/08, reservas internacionais, dívida pública, contabilidade criativa, pedaladas fiscais.

---

<sup>1</sup> Consultor Legislativo do Senado.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	3
2	O RESULTADO DO BANCO CENTRAL.....	5
3	A MUDANÇA NO PAPEL DOS BANCOS CENTRAIS E NA COMPOSIÇÃO DO RESULTADO.....	8
4	A DECISÃO ENTRE TRANSFERIR O RESULTADO AO TESOURO OU RETÊ-LO COMO RESERVAS.....	14
5	ASSIMETRIA AO CONTABILIZAR GANHOS E PERDAS NÃO REALIZADOS.....	18
6	A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA.....	19
6.1.	A LEGISLAÇÃO ANTES DO ACÚMULO DE RESERVAS.....	19
6.2.	A LEGISLAÇÃO APÓS O ACÚMULO DE RESERVAS.....	22
7	OS EFEITOS ECONÔMICOS.....	30
7.1.	O CONTEXTO INSTITUCIONAL.....	31
7.2.	OS POSSÍVEIS IMPACTOS SOBRE A POLÍTICA FISCAL.....	34
	CENÁRIO 1: TN NÃO USA QUALQUER RECURSO ACUMULADO NA CONTA ÚNICA.....	34
	CENÁRIO 2: TN USA OS RECURSOS FISCAIS ACUMULADOS NA CONTA ÚNICA PARA RESGATAR DÍVIDA MOBILIÁRIA EM MERCADO.....	36
	CENÁRIO 3: TN USA OS RECURSOS DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL ACUMULADOS NA CONTA ÚNICA PARA RESGATAR DÍVIDA MOBILIÁRIA EM MERCADO.....	38
	CENÁRIO 4: TN USA OS RECURSOS DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL ACUMULADOS NA CONTA ÚNICA PARA PAGAR DESPESAS PRIMÁRIAS.....	40
7.3.	OS POSSÍVEIS IMPACTOS SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA.....	42
7.4.	CONCLUSÕES ACERCA DOS IMPACTOS ECONÔMICOS.....	44
8	A MUDANÇA NA POLÍTICA DE DÍVIDA PÚBLICA E O FINANCIAMENTO DE DESPESA PRIMÁRIA VIABILIZADAS PELA LEI 11.803/08.....	45
9	O PAGAMENTO DAS “PEDALADAS FISCAIS”.....	55
10	UMA PROPOSTA DE REFORMA DA LEGISLAÇÃO.....	57
11	CONCLUSÕES.....	60
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

# A LEI 11.803/2008 E A RELAÇÃO FINANCEIRA TESOURO – BANCO CENTRAL<sup>2</sup>

## 1 Introdução

O presente estudo tem por objetivo analisar o sistema de transferência de lucro e compensação de prejuízos entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Essa relação financeira entre as duas entidades está regulada pela Lei 11.803/2008. A principal conclusão é de que o sistema vigente é inadequado e contraria as boas práticas contábeis internacionais. Seu principal efeito é criar um financiamento do Banco Central ao Tesouro, implícito nas operações de transferência de lucro e cobertura de prejuízos. O impacto econômico desse financiamento é a fragilização da restrição orçamentária do Governo Federal, que ganha maior espaço de manobra para fazer política fiscal expansionista. Também há impactos adversos sobre a autonomia do Banco Central para tomada de decisões de política monetária.

A seção 2 descreve as fontes de lucro dos bancos centrais, com ênfase no lucro (prejuízo) advindo de valorização (desvalorização) de ativos. Mostra-se que em bancos centrais cujos ativos têm grande participação de reservas internacionais ou outros instrumentos financeiros cujo valor é “mercado a mercado”, os lucro e prejuízos podem ser grandes e voláteis.

A seção 3 mostra a mudança no papel dos bancos centrais nos últimos anos. Nos países desenvolvidos eles se envolveram em políticas de resgate financeiro de empresas privadas, enquanto nos emergentes eles passaram a acumular reservas internacionais. Isso fez com que vários bancos centrais, em especial o brasileiro, tivessem grande aumento no valor total de seus balanços, que também passaram a ter resultados grandes e voláteis.

A seção 4 discute a destinação que deve ser dada ao lucro ou prejuízo do banco central. O dilema básico é entre transferi-lo a uma reserva<sup>3</sup> do próprio banco central,

---

<sup>2</sup> O tema deste trabalho foi explorado pioneiramente por Antônio Carlos D'Ávila Carvalho Jr. Este texto deve muito ao esforço de D'Ávila. O autor agradece os comentários e sugestões feitos à versão anterior desse documento por (em ordem alfabética): Bernard Appy, Caio Carbone, Carlos Kawall, Edmar Bacha, Eduardo Guimarães, Felipe Salto, Felipe Tâmega, Gustavo Loyola, José Roberto Afonso, Leonardo Ribeiro, Marcos Kohler, Paulo Springer de Freitas, Samuel Pessôa e William Lindquist. O trabalho também se beneficiou dos comentários feitos pelos participantes de seminário sobre o tema realizado na Casa das Garças em dezembro de 2015. Caio Carbone e Marcelo Gazzano gentilmente forneceram dados aqui utilizados. Erros remanescentes são de minha responsabilidade.

com vistas a cobrir prejuízos futuros, ou transferi-lo ao tesouro. A recomendação da literatura é que bancos centrais com resultados voláteis e alto risco de prejuízo devem constituir reservas maiores e fazer transferências menores ao tesouro. Já os bancos centrais tipicamente lucrativos podem fazer maiores transferências ao tesouro e manter menores reservas. Atenção especial é dada à transferência de prejuízos/lucros não realizados (aqueles que decorrem de variação do valor de ativos e passivos que continuam no balanço da instituição e, portanto, não geram saída ou entrada de recursos no caixa). A recomendação da literatura é a não transferência imediata de resultados contábeis não realizados. A transferência de lucros dessa natureza ao tesouro é tecnicamente considerada como um financiamento a ele concedido pelo banco central.

A seção 5 ressalta o tratamento contábil assimétrico que a literatura recomenda para os ganhos e prejuízos não realizados. Os prejuízos devem ser imediatamente abatidos no cálculo do resultado, enquanto os ganhos devem ser colocados em conta de reserva.

A seção 6 descreve em detalhes a Lei 11.803/08 e mostra que ela contraria as recomendações listadas nas duas seções anteriores. O Banco Central do Brasil tem ganhos e perdas de alto valor absoluto e grande volatilidade. Além disso, a participação dos ganhos e perdas não realizados no resultado total é expressiva. Por isso, deveria constituir grandes reservas contábeis no Banco Central e evitar transferir ao Tesouro Nacional resultados não realizados. O que ocorre na prática é o inverso: há grandes transferências ao Tesouro, irrisória formação de reservas e integral repasse dos ganhos não realizados. Ademais, os prejuízos do Banco Central são cobertos pelo Tesouro via emissão de títulos. Mostra-se que essa legislação leva a um financiamento do BC ao TN implícito nas operações de transferência de lucro e compensações de perdas.

A seção 7 discute o impacto econômico que, em tese, esse financiamento implícito do BC ao TN pode ter sobre a economia brasileira. Mostra-se que no ambiente institucional brasileiro, em que as metas de resultado primário são manipuláveis, o governo demonstra preferência por política fiscal expansionista e os agentes econômicos não têm informação perfeita; o financiamento do BC ao TN pode fragilizar a restrição orçamentária do governo e permitir a ampliação dos gastos e do déficit

---

<sup>3</sup> É importante diferenciar “reservas” de “reservas internacionais”. As primeiras referem-se a fundos, em reais, de natureza contábil ou não, que o Banco Central mantém para fazer frente a prejuízos futuros. Já reservas internacionais referem-se aos ativos do Banco Central em moeda estrangeira.

público. Dois mecanismos básicos são analisados: o uso dos recursos do resultado do BC pelo TN para resgatar dívida mobiliária em mercado, e o uso desses recursos para expandir despesas primárias. Os resultados são a deterioração na transparência das contas públicas e o aumento do poder de gasto primário do governo. Com relação à política monetária, constata-se que o sistema de metas de inflação ainda vem conseguindo impedir que o financiamento do BC ao TN resulte na clássica expansão monetária descontrolada e disparada da inflação. Não obstante, o atual marco legal pode criar embaraços de duas naturezas à política monetária: maior poder do Ministério da Fazenda sobre o Banco Central e pressão para redução da taxa de juros, com vistas a reduzir o custo de rolagem da dívida pública.

A seção 8 mostra que, na prática, ocorreram os efeitos econômicos discutidos na seção 7. Entre 2009 e 2014, o Tesouro usou as receitas de resultado do BC para resgatar dívida em mercado e para expandir despesas primárias. A seção 9 apresenta o caso do pagamento das “pedaladas fiscais” ao final de 2015 como mais um caso de uso das receitas de resultado do BC para expandir despesa primária.

A seção 10 faz uma proposta de reforma da legislação e a seção 9 apresenta as conclusões.

## **2 O resultado do Banco Central**

Em todo o mundo, o Banco Central é uma entidade que recebe delegação do governo (e, portanto, do Tesouro Nacional) para exercer algumas funções. As mais típicas são:

- Emissor de moeda;
- Executor da política monetária;
- Depositário dos recursos do Tesouro Nacional;
- Banco dos bancos.

No exercício dessas funções, o Banco Central realiza operações ativas e passivas tanto com o Tesouro Nacional quanto com o mercado privado (aqui entendido como qualquer agente econômico que não o Tesouro Nacional). Um balanço típico de Banco Central é mostrado no Quadro 1.

### Quadro 1 – Balanço Esquemático do Banco Central

ATIVO	PASSIVO
Reservas internacionais (R)	Base Monetária (BM)
Empréstimos ao setor privado (E1)	Empréstimo junto ao setor privado (E2)
Operações Compromissadas	Operações Compromissadas
Outros empréstimos	Outros empréstimos
Títulos do Tesouro Nacional (T)	Conta Única do Tesouro (C)
Outros ativos	Outros passivos
	<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>
	Patrimônio
	Reservas

A partir desse balanço, ignorando-se os “outros ativos” e “outros passivos” pode-se expressar o lucro ou prejuízo do Banco Central ao longo de um determinado período como:

$$L = i^R \cdot R + i^T \cdot T + i^{E1} \cdot E1 - i^{E2} \cdot E2 - i^C \cdot C - OP + \Delta V \quad (1)$$

Onde:

- L é o lucro(+) ou prejuízo (-) do BC
- $i^R, i^T, i^{E1}, i^{E2}, i^C$  são as taxas de juros que remuneram cada um dos ativos e passivos,
- OP é o custo operacional do BC (o salário de seus funcionários, as despesas correntes, etc.)
- $\Delta V$  é a variação líquida do valor de mercado de ativos e passivos do BC

Da equação (1) temos que o BC é uma entidade que recebe juros sobre os seus ativos e paga juros sobre alguns passivos. Deve-se notar que o seu principal passivo, a base monetária, não paga juros e, portanto, tem custo praticamente zero para a autoridade monetária. O BC é a única entidade da economia que pode adquirir ativos pagando-os com um instrumento financeiro que ele mesmo cria, sobre o qual não incidem juros e cujo valor de face é maior que o custo de produção (o valor de face de uma nota ou moeda é superior ao custo de sua produção).

Isso faz com que um banco central típico, cuja principal função é ofertar meios de pagamento e controlar a liquidez da economia, uma entidade altamente lucrativa. Emite passivo a custo zero e o utiliza para compra ativos que rendem juros.

Ademais, o BC tem ganhos de valorização patrimonial quando há um aumento do preço de mercado de seus ativos ou uma queda do preço de mercado de seus passivos. Ao longo deste texto interessará enfatizar a valorização e desvalorização das reservas internacionais, uma vez que elas ganharam importância no balanço do BC brasileiro nos últimos anos.

No caso dessas reservas, se o real se desvaloriza, elas têm seu valor em reais aumentado, gerando um ganho patrimonial para a autoridade monetária, com o inverso ocorrendo em caso de valorização do real. Outros ativos “marcados a mercado” (ou seja, contabilizados pela sua cotação em mercado) também podem gerar ganhos ou perdas contábeis. Por exemplo: um aumento da taxa de juros da economia reduz o preço de títulos públicos prefixados (desvalorizando um ativo do BC) ou o rebaixamento da nota de crédito de um banco que deve ao BC pode reduzir o valor desses créditos.

A parcela do lucro do BC decorrente da valorização ou desvalorização dos ativos ( $\Delta V$ ) tem uma importante diferença em relação aos demais componentes da equação: ela pode ou não ser realizada financeiramente. Digamos que haja um aumento no valor das reservas internacionais e o BC venda reservas. Nesse caso ele terá realizado o ganho: ao vender as reservas ele receberá dinheiro em montante maior do que pagou, no passado, para adquiri-las.

Por outro lado, se o BC não vender as reservas no momento em que elas se valorizaram, ele terá apenas um ganho patrimonial que não se refletirá em entrada de dinheiro no caixa do BC. No futuro, essas reservas podem perder valor, e o BC terá que registrar uma perda ( $\Delta V < 0$ ) que diminuirá o lucro da instituição. Ou seja, o lucro inicialmente registrado terá sido apenas contábil, jamais realizado e revertido em momento posterior.

Tudo se passa como no caso de uma empresa cuja sede fica localizada em um terreno que teve grande valorização no mercado imobiliário. O patrimônio da empresa cresce, mas se ela não vende o imóvel, esse aumento patrimonial não se traduz em entrada de dinheiro no caixa.

Esse tipo de procedimento contábil é adotado porque a contabilidade do Banco Central é feita no **regime de competência**, em que a regra básica é a de que ganhos e perdas devem ser registrados no momento em que ocorrem, independentemente de terem gerado impacto no caixa da instituição. Em contraposição ao regime de

competência temos o **regime de caixa**, no qual são registrados apenas os eventos que implicam entrada ou saída de dinheiro do caixa da instituição. Em tal regime, variações do valor dos ativos e dos passivos são desconsideradas ( $\Delta V=0$ ).

### **3 A mudança no papel dos bancos centrais e na composição do resultado**

Em um banco central típico (ou “à moda antiga”) as variações patrimoniais ( $\Delta V$ ) tendem a ter pouca importância na geração de lucro ou prejuízo, e a autoridade monetária costuma apresentar lucros. Isso porque as atividades tradicionais de um BC são a de prover meios de pagamento (passivo a custo zero, que se desvaloriza com a inflação), dar liquidez aos bancos a taxas punitivas (e, portanto, lucrativas), bem como controlar a liquidez da economia (o que o leva a manter títulos do tesouro em seu ativo, que são papéis de baixo risco, baixa oscilação de valor de mercado e que rendem juros).

Assim, os BCs envolvidos tipicamente com essas atividades tradicionais não apenas são estruturalmente lucrativos, como também apresentam pouca divergência entre o resultado pelos critérios de caixa e os de competência: os lucros das atividades típicas são lucros realizados, e as variações patrimoniais têm pouca importância na composição do lucro total.

Todavia, ao longo da última década os bancos centrais passaram por mudanças nos seus objetivos e formas de atuação. Nos países desenvolvidos, em especial nos EUA e na União Europeia, os bancos centrais se engajaram em políticas ativas de crédito para auxiliar a recuperação do setor privado financeiro e não-financeiro (*Quantitative Easing – QE*). Isso os fez acumular volumosos créditos contra o setor privado. Alguns desses créditos são contabilizados por valor de mercado, cuja oscilação pode gerar grandes ganhos ou perdas patrimoniais ( $\Delta V$ ). Isso muda a natureza do resultado do BC de um fluxo contínuo e pouco volátil de ganhos para algo mais impreciso, com grande peso das variações dos valores de mercado dos ativos e passivos no resultado final.

Já os emergentes exportadores de *commodities*, como o Brasil, receberam grandes fluxos de moeda estrangeira e passaram a acumulá-las no balanço do BC. Isso também submete o resultado da autoridade monetária a maior incerteza e volatilidade, em função da variação da cotação da moeda internacional em um regime de câmbio flutuante.



As Tabelas 1-A e 1-B, extraídas e adaptadas de Stella (2009) mostram a brusca mudança pela qual passou o balanço do Federal Reserve Bank<sup>4</sup> no curto espaço entre 2006 (antes da crise) e 2008 (durante a crise).

**Tabela 1-A – Balanço Consolidado do Federal Reserve Bank – 2006**

ATIVO			PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	US\$ bilhões	% do Total		US\$ bilhões	% do Total
Ativos em moedas estrangeiras	21	2,4	Meio circulante	783	90,2
Títulos públicos	784	90,3	Depósitos do Governo Federal	5	0,6
Compromisso de revenda	41	4,7	Depósitos de instit. Financ.	19	2,2
Ouro	11	1,3	Outras obrigações (líq.)	30	3,5
Outros	11	1,3	Patrimônio Líquido (capital + reservas)	31	3,6
TOTAL	868	100,0	TOTAL	868	100,0

Fonte: Stella (2009). Traduzido e adaptado pelo autor.

**Tabela 1-B – Balanço Consolidado do Federal Reserve Bank – 2008**

ATIVO			PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	US\$ bilhões	% do Total		US\$ bilhões	% do Total
Ativos em moedas estrangeiras (inclusive swaps)	581	26,1	Meio circulante	853	38,3
Títulos públicos	502	22,5	Depósitos de instit. Financ.	860	38,6
Emprést. a instit. Financ. (Term Auction Credit)	450	20,2	Depósitos do Governo Federal	365	16,4
Financiamento de commercial papers	335	15,0	Outras obrigações (líq.)	110	4,9
Outros empréstimos	194	8,7			
linha de crédito AIG e Bear Stearns	77	3,5	Patrimônio Líquido (capital + reservas)	42	1,9
Ouro	11	0,5			
Compromisso de revenda	80	3,6			
TOTAL	2.230	100,0	TOTAL	2.230	100,0

Fonte: Stella (2009). Traduzido e adaptado pelo autor.

Em 2006 o FED era um “BC típico”: 90% do seu passivo era composto por dólares em circulação (gerando imposto inflacionário e senhoriagem), ao mesmo tempo em que 90% do seu ativo consistia nos seguros e pouco voláteis títulos do Tesouro norte-americano. Era mínimo o papel do FED na intermediação financeira e pouco significativos os seus ativos em moeda estrangeira. Sua principal ação consistia em influenciar indiretamente a taxa de juros do mercado interbancário.

Em 2008 a situação já era muito distinta. O FED havia se tornado praticamente um banco de investimentos e nada menos que 26% de seus ativos estavam denominados em moeda estrangeira, sujeitos à volatilidade cambial. A importância dos títulos públicos no ativo caiu de 90% para 22%. Por outro lado, os créditos concedidos a empresas, bancos e governos estrangeiros cresceram fortemente.

Do lado do passivo, o meio circulante caiu de 90% para 38%. Cresceram os depósitos de instituições financeiras (que em momento de incerteza correram para

<sup>4</sup> Balanço agregado dos FEDs regionais.

depositar seus recursos no FED), os depósitos do Tesouro (que em uma ação conjunta com o FED, passou a colocar títulos em mercado e a depositar os recursos das vendas dos papéis no FED, como uma forma de auxiliar na provisão de papéis seguros).

O tamanho do balanço (montante de ativos e passivos) cresceu nada menos que 156% em dois anos, indicando a postura ativa do FED na compra de ativos privados e provisão de liquidez.

Passados sete anos da crise de 2008 o balanço do FED já mostra uma feição diferente, conforme ilustra a Tabela 1-C: boa parte dos empréstimos feitos a empresas privadas já foi quitado e diminuiu bastante o montante de ativos em moeda estrangeira. Os títulos públicos voltaram a ser o principal ativo. Do lado do passivo, os meios de pagamento não recobram a importância que tinham e permanecem elevados volumes de depósitos de instituições financeiras.

**Tabela 1-C – Balanço Consolidado do Federal Reserve Bank – 2015**

ATIVO			PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	US\$ bilhões	% do Total		US\$ bilhões	% do Total
Ativos em moedas estrangeiras (inclusive swaps)	20	0,4	Meio circulante	1.370	30,6
Títulos públicos	2.461	54,9	Depósitos de instít. Financ.	2.441	54,5
Títulos garantidos por hipotecas (Fannie Mae, Freddie Mac, etc.)	1.744	38,9	Depósitos do Governo Federal	313	7,0
Outros ativos	246	5,5	Outras obrigações (líq.)	330	7,4
Linha de crédito AIG e Bear Stearns	2	0,0			
Ouro	11	0,2	Patrimônio Líquido (capital + reservas)	30	0,7
Compromisso de revenda	-	-			
TOTAL	4.483	100,0	TOTAL	4.483	100,0

Fonte: FED (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm#h41tab9>). Traduzido e adaptado pelo autor.

O valor total de ativos e passivos continuou crescendo, tendo dobrado em relação a 2015, em função da manutenção de uma política ativa de garantia de liquidez à economia. Não obstante, houve um processo de gradual de redução da influência das variações patrimoniais ( $\Delta V$ ) no balanço do FED, visto que, conforme explicado em maior detalhe adiante, na seção 4, a maior parte do ativo (títulos públicos e privados) não é contabilizada com base na variação de preços de mercado (marcação a mercado).

As Tabelas 2-A e 2-B mostram as mutações ocorridas no balanço do BC brasileiro entre 2004 (início do *boom* de *commodities*) e 2014 (fim do *boom* de *commodities*). Nota-se mudança drástica na importância dos ativos em moedas estrangeiras, líquidos de obrigações nessas moedas. Em 2004 esses ativos representavam 33% do ativo do BC. Descontando-se obrigações nessas moedas do lado

do passivo, tínhamos ativos externos líquidos equivalentes a 14% do ativo do BC. Em 2014 o passivo em moeda estrangeira estava quase zerado, levando os ativos externos líquidos a representarem quase metade do ativo do BC.

Obviamente, nessa nova realidade os lucros e prejuízos passaram a ser fortemente influenciados pelas variações na cotação do real frente às demais moedas. Em outras palavras, o peso da variação patrimonial ( $\Delta V$ ) no lucro total aumentou, fazendo com que o lucro apurado pelo regime de competência se tornasse distinto do lucro apurado pelo regime de caixa. Ou, ainda, o lucro efetivamente realizado (com impacto de caixa) passou a ser muito distinto do lucro contábil. E, além disso, o resultado do BC passou a ser mais volátil, alternando grandes lucros e grandes prejuízos em função da flutuação da taxa de câmbio.

**Tabela 2-A – Balanço do Banco Central do Brasil – 2004 (R\$ Bilhões)**

ATIVO			PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	R\$ Milhões	% do Total		R\$ Milhões	% do Total
Ativos em moedas estrangeiras	164.469	33,0	Base Monetária	88.733	17,8
Títulos públicos federais	306.048	61,5	Meio Circulante	61.936	12,4
Créditos a receber	19.834	4,0	Reservas bancárias	26.797	5,4
Outros	7.314	1,5	Outros depósitos de inst. financ.	66.075	13,3
			Obrigações com o Governo Fed.	158.819	31,9
			Saldo da Conta Única	158.232	31,8
			Equalização cambial	-	-
			Resultado de outras contas	-	-
			Outros	587	0,1
			Compromissos de recompra	63.050	12,7
			Passivo em moeda estrangeira	93.299	18,7
			Títulos de emissão própria	13.569	2,7
			Outros passivos	4.101	0,8
			<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>10.020</b>	<b>2,0</b>
			Patrimônio	2.576	0,5
			Reserva de resultados	4.327	0,9
			Reserva de reavaliação	498	0,1
			Ganhos reconhecidos no patrim.	2.619	0,5
<b>TOTAL</b>	<b>497.665</b>		<b>TOTAL</b>	<b>497.665</b>	<b>100,0</b>
Memo:					
Ativos líq. em moeda estrang.	71.170	14,3			

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor.

**Tabela 2-B – Balanço do Banco Central do Brasil – 2014 (R\$ Bilhões)**

ATIVO			PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	R\$ Milhões	% do Total		R\$ Milhões	% do Total
Ativos em moedas estrangeiras	1.008.907	46,8	Base Monetária	263.529	12,2
Títulos públicos federais	1.113.234	51,6	Meio Circulante	220.854	10,2
Créditos a receber	25.476	1,2	Reservas bancárias	42.675	2,0
Outros	9.413	0,4	Outros depósitos de inst. financ.	283.197	13,1
			Obrigações com o Governo Fed.	697.896	32,4
			Saldo da Conta Única	605.920	28,1
			Equalização cambial	65.173	3,0
			Resultado de outras contas	25.659	1,2
			Outros	1.144	0,1
			Compromissos de recompra	837.124	38,8
			Passivo em moeda estrangeira	26.156	1,2
			Títulos de emissão própria	-	-
			Outros passivos	30.419	1,4
			PATRIMÔNIO LÍQUIDO	18.710	0,9
			Patrimônio	24.675	1,1
			Reserva de resultados	6.624	0,3
			Reserva de reavaliação	435	0,0
			Perdas reconhecidas no patrim.	- 13.024	- 0,6
TOTAL	2.157.030	100,0	TOTAL	2.157.030	100,0
Memo:					
Ativos líq. em moeda estrang.	982.751	45,6			

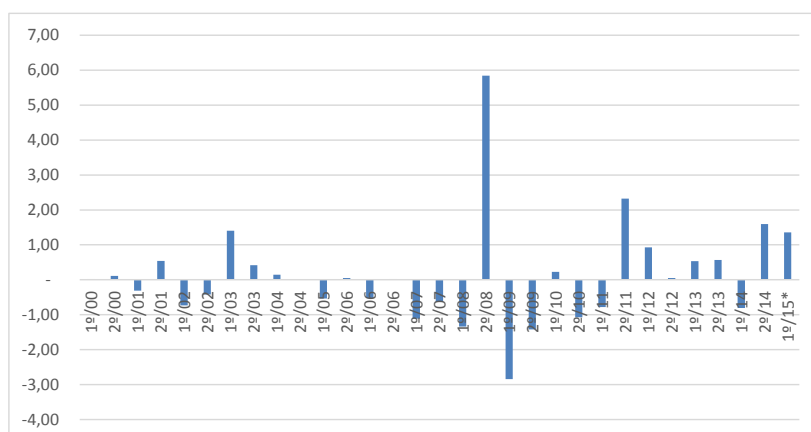
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor.

Assim como o balanço do FED, o balanço do BC brasileiro cresceu muito em termos reais, com uma expansão, em termos reais, de 716%<sup>5</sup>. Mas ao contrário do FED, o BC brasileiro não transitou de volta para um perfil de ativos pouco sujeitos a variações de preços de mercado. A alta participação das reservas internacionais manteve a volatilidade do valor do ativo em moeda nacional.

Conforme exposto na equação (1), a volatilidade no preço dos ativos afeta de forma significativa os lucros do BC brasileiro. De fato, a partir de meados da primeira década do século, quando as reservas passaram a ganhar importância no ativo do BC brasileiro, as variações da taxa de câmbio passaram a impactar fortemente o seu resultado, gerando resultados (positivos e negativos) com maior valor absoluto e mais voláteis. O Gráfico 1 ilustra essa realidade. Nele se observa a alternância entre lucros e prejuízos. A partir de 2007 aumenta a intensidade dessas oscilações. De fato, a média do valor absoluto dos resultados semestrais no período 2000-2006 foi de 0,38% do PIB, contra 1,38% do PIB para o período 2007-2015. O desvio padrão foi de 1,31 no segundo período, contra 0,37 no primeiro.

<sup>5</sup> Uma variação nominal de 1.280% frente a uma inflação do IPCA, entre dezembro de 2004 e dezembro de 2014 de 69,2%.

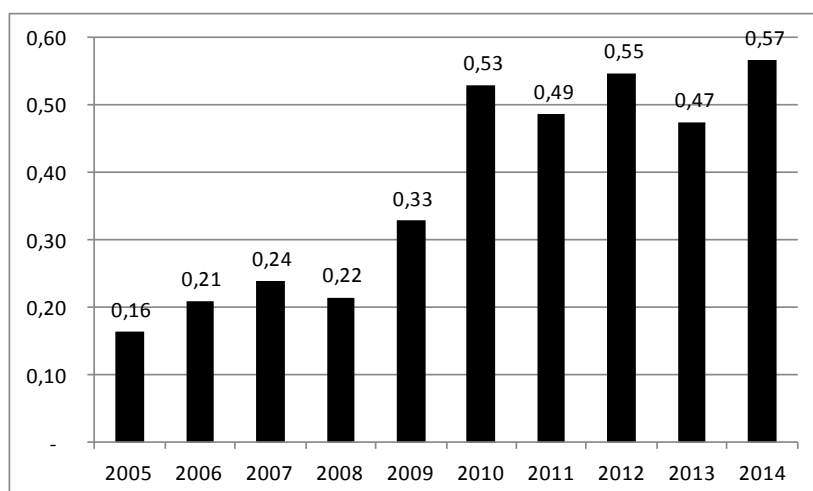
**Gráfico 1 – Resultados Semestrais do Banco Central: 2000- 1º Semestre de 2015**  
(% do PIB anual)



Fonte: Banco Central do Brasil. Balancetes e Demonstrações Financeiras – Contábeis e séries temporais. Elaborado pelo autor.

Em contraposição a esse cenário de imprevisibilidade do valor e do sinal do resultado do BC brasileiro, o FED apresentou apenas resultados positivos nos últimos anos. O Gráfico 2 mostra os valores transferidos pelo FED ao Tesouro. Eles são positivos em todos os anos (não há perdas causadas pela influência de marcação a mercado de ativos com participação relevante no ativo). Nota-se que mudaram de patamar a partir de 2009 (refletindo o aumento das operações totais – tamanho do balanço). Mesmo assim, como proporção do PIB, os valores são inferiores aos valores absolutos dos resultados do BC brasileiro, indicando que o impacto do resultado do BC na economia brasileira é mais relevante do que o seu correspondente na economia dos EUA.

**Gráfico 2 – Resultados Anuais do FED – valor transferido ao Tesouro: 2005 – 2014**  
(% GDP)



Fontes: FED  
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20150109a.htm>) e World Bank Data Base. Elaborado pelo autor.

#### **4 A decisão entre transferir o resultado ao tesouro ou retê-lo como reservas**

Uma vez apurado o resultado dos bancos centrais é preciso decidir o que fazer com o lucro ou o prejuízo. Dado que os BCs exercem suas atividades por uma delegação governamental, e que se constituem em instituição sem fins lucrativos, uma possibilidade é que os seus lucros sejam repassados ao Tesouro. De forma simétrica, faz sentido que os eventuais prejuízos dos BCs sejam cobertos pelo respectivo Tesouro.

Outra possibilidade seria o BC, em vez de transferir o resultado para o Tesouro, constituir reservas patrimoniais em anos de lucro e utilizá-las para cobrir prejuízos quando estes ocorressem.

Como mostra Stella (1997), as duas opções (transferência ou constituição de reservas) não são substitutas perfeitas entre si e podem ter consequências relevantes sobre as políticas monetária e fiscal.

No caso de BCs que apresentam resultados quase sempre positivos e pouco voláteis (como o caso dos EUA, visto acima), pode-se optar por transferir os lucros ao Tesouro, sem a preocupação de formação de reservas no BC. A baixa probabilidade de prejuízo do BC torna pouco relevante o risco de que a autoridade monetária fique descapitalizada.

Na situação oposta, quando o BC está sujeito ao risco de grandes perdas (como no caso brasileiro), pode ocorrer a situação em que forte desvalorização do ativo ou forte ampliação do passivo venham a consumir o patrimônio do BC, fragilizando sua situação financeira. Um BC que sofra grande perda pode ser forçado a emitir moeda ou solicitar uma capitalização feita pelo Tesouro.

Se optar por emitir moeda o BC estará promovendo um desvio da política monetária previamente traçada. Ou seja, abrirá mão de sua função primordial, o controle da inflação, para lidar com um problema em seu balanço, o que não parece razoável. Assim, a opção de uma capitalização pelo Tesouro parece mais adequada. Essa, porém, se não for obrigatória por lei, pode sofrer resistência da autoridade fiscal, que não desejará ter uma piora nas suas contas em função do socorro ao BC.

Por isso, é mais aconselhável que um BC que esteja operando sob maior risco de perda utilize seus lucros para constituir reservas, que poderão cobrir perdas futuras. Isso o torna menos dependente da boa vontade do Tesouro em fazer capitalizações e o

protege da necessidade de desviar-se das metas de política monetária previamente estabelecidas.

Nas palavras de Stella (1997, p.12):

*(...)balance sheets [of central banks] may deteriorate to a point where they either must abandon control over inflation, repress the financial system, become reliant on constant infusions from the treasury, or – the last alternative – be recapitalized. These options, save the last, either force the **abandonment of an important central bank objective or jeopardize its independence**. An independent central bank must therefore be mindful of developments in its balance sheet and in its profit and loss statement. Most directly, **rules governing the accounting practices followed by the bank, and those determining the annual transfer of profit and coverage of losses must be clear and adequate to prevent serious deterioration in central bank net worth.** (grifo nosso)*

O mesmo estudo acima citado descreve os métodos de transferências de resultados adotados por vários bancos centrais à época em que o trabalho foi produzido (1997). A regra geral era a de que países cujos BCs estavam mais sujeitos a variações nos seus lucros e a maior risco de perda (Noruega, Islândia e Portugal foram os exemplos apresentados) optavam por uma política de menores transferências ao tesouro e maior constituição de provisões. Já EUA e Canadá, que tinham BCs menos sujeitos a prejuízo, adotavam modelos de menos reservas e mais transferência de lucros.

De forma similar, Sullivan (2009, p. 9) comenta o cuidado que se deve ter nos casos em que o lucro do BC é significativamente afetado por variações no valor dos seus ativos devido à marcação a mercado, que gera ganhos e perdas não realizados:

*For central banks, the effect has been to **increase the potential volatility** of reported earnings, particularly in a situation of material mismatches in balance sheet structure, a common feature of central banks given their specific responsibilities for **foreign reserve management**. The result can be a significant timing mismatch between the **recognition** and **realization** of central bank profits, raising the risk of a reversal of the recognition before the realization occurs. This risks **caution against the distribution of unrealized profits as dividends and advises the creation of appropriate buffers to enable the central bank to meet future losses.** (grifo nosso)*

Schwarz *et al* (2014, pp. 11-12), descrevendo a apuração e distribuição de lucro pelo Banco Central Europeu argumentam na mesma linha:

*(...) **unrealised revaluation gains should not be distributed**; however, rather than being hidden by accounting policies, they should be ring-fenced from distribution in a transparent manner.(...). For the ECB, a maximum of 20% of its annual net profit may be transferred to a **general reserve fund**, subject to a limit equal to 100% of the paid-up capital. The remainder is to be distributed to the shareholders of the ECB (...). **If the ECB incurs a loss, the general reserve fund may be used to offset it.** When the general reserve fund is exhausted, the Governing Council can decide to offset the remaining shortfall against the monetary income of the NCBs for that year.*

No caso dos EUA não há formação de reservas significativas antes da transferência do lucro ao Tesouro. Isso, contudo, não chega a ser um problema pois, como visto na Tabela 1-C, acima, a participação de ativos em moeda estrangeira no ativo total do FED é baixa. Além disso, aquele Banco Central opera sob as regras contábeis estabelecidas pelo Financial Accounting Standards Board (FASB), cuja norma faz clara distinção entre os ativos que a instituição pretende levar até o vencimento e os que estão disponíveis para negociação imediata. A obrigação de marcação a mercado vale apenas para esses últimos. Ou seja, marcam-se a mercado apenas os instrumentos financeiros em que há maior probabilidade de realização dos ganhos ou perdas no curto prazo:

*Debt securities that the enterprise has the positive intent and ability to **hold to maturity** are classified as **held-to-maturity securities and reported at amortized cost.***

*Debt and equity securities that are bought and held principally for the purpose of **selling them in the near term** are classified as trading securities and **reported at fair value, with unrealized gains and losses included in earnings.***

*Debt and equity securities not classified as either held-to-maturity securities or trading securities are classified as **available-for-sale securities and reported at fair value, with unrealized gains and losses excluded from earnings and reported in a separate component of shareholders' equity.***<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Statement nº 115 do Financial Accounting Standards Board. Disponível em: <http://www.fasb.org/summary/stsum115.shtml>



O FED separa os seus ativos em dois grupos: o SOMA (System Open Market Account), que contém os ativos usados para política monetária – principalmente títulos do Tesouro e os non-SOMA (ativos comprados após à crise financeira: *commercial paper, mortgage-backed securities, etc.*).

Os ativos do SOMA têm seus valores contabilizados pelo valor histórico. Os juros que incidem sobre o papel durante a sua vida, bem como os descontos ou prêmios obtidos na compra, são contabilizados em separado. Ganhos e perdas são registrados apenas quando realizados. Não há, portanto, marcação a mercado<sup>7</sup>. Os ativos non-SOMA são contabilizados seguindo a norma do FASB, acima citada, sendo em sua maioria considerados ativos “*hold to maturity*” ou “*available for sale*”. Como visto acima, em ambos os casos, os ativos cuja variação de preço não tem impacto no lucro ou prejuízo da instituição.<sup>8</sup>

Em função da baixa participação de ativos com marcação a mercado, o FED tem baixa oscilação nos valores de seus ativos e é tipicamente lucrativo, como mostrado no Gráfico 2. Por isso, não se faz necessária a formação de reservas com parte do lucro obtido por aquele banco central.

Outro aspecto relevante da diferença entre lucros efetivamente realizados e não realizados é que este último pode constituir um financiamento implícito do banco central ao tesouro, afrouxando a restrição fiscal imposta ao tesouro e estimulando a geração de déficit público. Afirma-se aqui que o financiamento é implícito porque não decorre de um processo de aquiescência do BC em relação ao expansionismo fiscal do Tesouro, cobrindo automaticamente tal expansão. Decorre, isto sim, de efeito colateral da regra de transferência de lucro do BC ao TN. Mais uma vez recorrendo a Sullivan (2009, p. 12):

---

<sup>7</sup> Ver Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks (fev, 2015): “40.10 U.S. Treasury, Federal Agency, and GSE Debt Securities: These securities are held in the SOMA at the New York Reserve Bank with premiums and discounts recorded separately and amortized (accreted) on a straight-line basis. Earnings are accrued daily to the interest accrued account (see paragraph 40.60) and all realized gains and losses are determined by specific issue based on average cost. These assets and related income and the associated gains and losses are participated to each Reserve Bank based on the Bank's designated share of the domestic SOMA portfolio. (grifo nosso). Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/federal-reserve-banks/fam/chapter-4-system-open-market-account.htm#xsubsection-16-bdbfbf04>

<sup>8</sup> Ver Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks (fev, 2015), seção 83.02. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/federal-reserve-banks/fam/chapter-8-special-topics.htm#xsubsection-120-84ae4ce4>

*For central banks, the issue of realized and unrealized profits has important monetary policy implications. Realization of central bank profits represents a **transfer of real resources** from the economy to the central bank resulting in a contraction in the money base. Unrealized profits are **still awaiting this transfer of resources** so their distribution as dividends provides the government with an expansion of resources for which no corresponding contraction has occurred. This produces **an expansionary outcome**, which may conflict with the central bank's monetary policy objectives.*

*Economically, realized profits represent the transfer of real resources and are a legitimate component of fiscal revenues. The distribution of unrealized profits is equivalent to unsterilized lending to government, something often prohibited in central bank legislation.*(grifo nosso)

Stella (1997, p. 30) alerta que o manual de procedimentos fiscais do FMI considera a transferência de lucros não realizados do BC ao Tesouro como um financiamento (que neste texto estamos chamando de “financiamento implícito”, por não se constituir em um mecanismo tradicional de o BC cobrir, passivamente, os saldos negativos na conta do Tesouro):

*The IMF's GFS [Government Financial Statistics] requires that only **cash based profits** be included in government non-tax revenue. The GFS is quite clear in stating that **the proportion of central bank profit resulting from noncash sources is to be treated as central bank financing of government.** (grifo nosso)*

## **5 Assimetria ao contabilizar ganhos e perdas não realizados**

No caso de bancos centrais em que a variação patrimonial ( $\Delta V$ ) tem grande importância, e que a sua transferência ao tesouro representa os riscos acima descritos, a regra é ser conservador no trato dos ganhos contábeis não realizados. Estabelece-se uma assimetria em que as perdas não realizadas são imediatamente reconhecidas e deduzidas do resultado a transferir, enquanto os ganhos devem ser contabilizados apenas quando realizados. De acordo com Stella (1997, p. 30):

*GAAP [Generally Accepted Accounting Principles] call for revaluation losses to be charged to the profit and loss account when identified, but **gains acknowledged only when realized.***

Sullivan (2009, pp. 10-11) argumenta na mesma direção:

*Concerns for monetary policy neutrality and capital adequacy create an **approach which excludes all unrealized elements from the calculation of dividends**. (...)regardless of source, including accruals, price and exchange rate movements. Complicating the issue is the desire to avoid the accumulation of negative reserves through the retention of unrealized losses. Banks avoid this by **netting any unrealized losses, for which no off setting reserves exist, against realized profits**(...). Capital adequacy concerns drive this **asymmetry of treatment of unrealized gains and losses**.*

Procedimento similar é adotado pelo Banco Central Europeu em sua contabilidade, como mostram Schwarz *et al* (2014, p. 11):

*The **recognition of unrealised results is asymmetric**, which means that **unrealised gains are transferred to a revaluation account**, whereas **unrealised losses affect the profit and loss account if they exceed any related existing revaluation account balances**.*

Em suma, bancos centrais sujeitos a fortes variações patrimoniais, como é o caso brasileiro, devem evitar transferir imediatamente os ganhos não realizados ao Tesouro. Devem, preferencialmente, constituir reservas para cobrir prejuízos futuros, fazendo a transferência do saldo entre ganhos e perdas após acumular, durante um período de tempo, este saldo em uma conta de reserva no BC. Por uma questão de prudência, as perdas podem ser transferidas ao TN mais rapidamente que os ganhos, para evitar a descapitalização do BC.

## 6 A legislação brasileira<sup>9</sup>

A presente seção procura mostrar que a legislação brasileira atual não está de acordo com as melhores práticas acima descritas.

### 6.1. A legislação antes do acúmulo de reservas

Antes de haver grande acúmulo de reservas internacionais no Banco Central, este operava “à moda antiga”, conforme retratado na Tabela 2-A acima. Em tal situação, não havia grande preocupação em regular o tratamento contábil de ganhos e perdas patrimoniais não realizados decorrentes de oscilação da taxa de câmbio.

---

<sup>9</sup> A presente seção está baseada em Carvalho Jr. (2016, que oferece minuciosa avaliação da evolução da legislação acerca da apuração e transferência do resultado do BC ao TN desde a promulgação da Constituição de 1988.

Nesse contexto, a Medida Provisória 2.179-36, de 2001 (originária da MP 1.789, de 1988) tratava a questão da seguinte maneira:

**Art. 2º** O resultado apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil **após computadas eventuais constituições ou reversões de reservas** será considerado:

I – se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil para com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil **subseqüente ao da aprovação** do balanço pelo Conselho Monetário Nacional;

II – se negativo, obrigação da União para com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil **do exercício subseqüente** ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º Os valores pagos na forma do inciso I serão **destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil.**

§ 2º Durante o período compreendido entre a data da apuração do balanço semestral e a data do efetivo pagamento, as parcelas de que tratam os incisos I e II terão remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil.

§ 3º A **constituição de reservas** de que trata o *caput* não poderá ser superior a **vinte e cinco por cento** do resultado apurado no balanço do Banco Central do Brasil.

(grifo nosso)

O que importa destacar dessa regra, em primeiro lugar, é que assistia ao Banco Central o direito de utilizar parte do seu resultado para formar reservas, a serem usadas para compensar prejuízos futuros, conforme trecho grifado no *caput* do artigo acima citado. Tal reserva ficava limitada a 25% do resultado apurado (§ 3º).

Esta é uma regra adequada aos princípios de prudência descritos nas seções IV e V: antes de enviar o resultado positivo ao Tesouro, o BC poderia reter parte desses recursos para compensar perda futuras. Isso diminuía o risco de o BC se descapitalizar e, ao mesmo tempo, reduzia o montante de recursos postos à disposição do Tesouro, impondo-lhe uma restrição orçamentária mais forte.

O limite máximo para a composição de reservas também era oportuno, pois limitava o poder do BC de constituir reservas para gastar com sua própria

administração. Tivesse o BC poder ilimitado para reter seus lucros, ele poderia acumular recursos excessivos em reserva e, em vez de transferi-los ao TN, gastar com o aumento da remuneração de sua burocracia ou demais despesas correntes.

O segundo ponto relevante é que a legislação estabelecia um mecanismo simétrico para o tratamento de lucros e prejuízos do BC: em caso de lucro, o BC (após constituir reservas) transferia-o em dinheiro ao TN. Em caso de prejuízo, o Tesouro cobria, fazendo o pagamento em dinheiro ao BC.

Na verdade, havia algum favorecimento ao TN nesse mecanismo que, como se verá adiante, está mantido até o presente. O Tesouro tinha (e ainda tem) um prazo para cobrir o prejuízo que pode ser maior que o prazo dado ao BC para transferir o lucro. O lucro tem que ser transferido dez dias úteis **após à aprovação do balanço** (inciso I). Já o prejuízo pode ser coberto até o décimo dia útil do **exercício subsequente** ao de aprovação do balanço (inciso II). Assim, com a apuração semestral de balanços, um prejuízo apurado em junho do ano “t” poderá ser coberto pelo TN apenas em janeiro do ano “t+1”.

O terceiro ponto a destacar nesta regra é a vinculação dos recursos recebidos pelo Tesouro ao pagamento da dívida mobiliária federal (§ 1º). Deve-se frisar que a regra era o uso para a **amortização** da dívida. Logo, não se podia usar para o pagamento de juros.

Além disso, devia ser dada **prioridade** à amortização de títulos que estivessem na carteira do Banco Central. “Prioridade” não significa “exclusividade”, de modo que a lei não vedava expressamente o uso dos recursos para amortizar dívida mobiliária do Tesouro **em mercado**.

À exceção da injustificada vantagem dada ao Tesouro no que diz respeito ao prazo para cobrir resultados negativos, esse marco legal estava adequado para um contexto de banco central operando à moda antiga. Como o resultado era pouco influenciado por variações nos valores das reservas internacionais, a questão de transferência de lucros não realizados não era um ponto relevante. Além disso, os resultados (positivos e negativos) eram quase sempre modesto em valores absolutos, de modo que os fluxos financeiros entre BC e TN a título de transferência de lucro ou ressarcimento por perdas não eram expressivos.

## 6.2. A legislação após o acúmulo de reservas

Em função da mudança na composição do balanço do Banco Central, que deixou de operar à moda antiga e ficou mais sujeito às variações da taxa de câmbio, o Governo Federal decidiu alterar a legislação acerca do cálculo e transferência do resultado do BC ao TN. O fez através da Medida Provisória nº 435, de junho de 2008, posteriormente convertida na Lei nº 11.803, de 2008. A mudança foi assim justificada pela Exposição de Motivos que acompanhou a MP 435/08:

*8. (...) a política de reforço das reservas cambiais, somada aos impactos decorrentes das intervenções da autoridade monetária no mercado interno mediante o emprego de derivativos cambiais, tem implicado **volatilidade** no resultado do Banco Central do Brasil. Isso ocorre porque, em consonância com as práticas contábeis nacionais e internacionais, a lei determina que as demonstrações do Banco Central do Brasil sigam o regime de competência para o reconhecimento de receitas e despesas. Semelhante procedimento conduz a que a apuração, em moeda nacional, do estoque de reservas cambiais e derivativos cambiais detidos pelo Banco Central do Brasil sofra os efeitos das oscilações na taxa de câmbio, a despeito da possibilidade de reversão, em data futura, de receitas e despesas com variações cambiais.*

*9. O crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais tem tornado o resultado do Banco Central do Brasil excessivamente volátil, o que prejudica a análise do resultado das operações de política monetária, função principal da autarquia.*

O Governo Federal constatou, corretamente, a mudança estrutural no balanço do BC e o risco de sua descapitalização. A alteração efetivada pela nova legislação, contudo, foi em direção oposta ao que sugerem as boas práticas e a literatura especializada, apresentadas nas seções IV e V, conforme se analisa a seguir.

O que a Lei nº 11.803, de 2008 fez foi separar o resultado do BC em duas partes. Uma parte, chamada de “equalização cambial”, que passou a ser regulada por essa Lei, e a outra relativa às demais contas do balanço da autoridade monetária não relacionada a contas cambiais, que continuou a ser normatizado pela MP 2.179-36/2001, nos termos anteriormente descritos, com algumas poucas alterações que serão comentadas a seguir.

A principal inovação está no art. 6º da Lei 11.803/08:

**Art. 6º** O resultado financeiro das **operações com reservas cambiais** depositadas no Banco Central do Brasil e das **operações com derivativos cambiais** por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, será considerado:

I – **se positivo**, obrigação do Banco Central do Brasil com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional; e

II – **se negativo**, obrigação da União com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º Para os efeitos desta Lei, considera-se:

I – resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil: o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, nele incluído seu patrimônio líquido; e

II – resultado financeiro das operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central do Brasil no mercado interno: a soma dos valores referentes aos ajustes periódicos dos contratos de derivativos cambiais firmados pelo Banco Central do Brasil no mercado interno, apurados por câmara ou prestador de serviços de compensação, liquidação e custódia.

§ 2º O resultado financeiro das operações referidas no *caput* deste artigo será apurado diariamente e acumulado para fins de compensação e liquidação entre as partes, equivalendo o período de apuração ao definido para o balanço do Banco Central do Brasil.

§ 3º Os valores pagos na forma do inciso I do *caput* deste artigo serão destinados exclusivamente ao **pagamento** da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil.

§ 4º Durante o período compreendido entre a data da apuração do balanço do Banco Central do Brasil e a data do efetivo pagamento, os valores das obrigações referidas nos incisos I e II do *caput* deste artigo terão remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil. (grifo nosso)

O dispositivo acima citado passou a normatizar a forma de apuração e transferência do resultado do BC relativa a variações de valor das reservas cambiais e decorrentes operações de *swap* cambial.

Deve-se observar, inicialmente, que há uma distinção importante entre o resultado decorrente de variação de valor das reservas e o resultado de operações de *swap*. Os *swaps* geram efetivas entradas e saídas de caixa do BC. Quando o câmbio se valoriza, os agentes que contrataram o *swap* precisam depositar a diferença em relação ao valor contratado. Quando o câmbio se desvaloriza, o BC deve fazer tal pagamento. Assim, não há, no caso dos *swaps*, a ocorrência de resultados não-realizados, com efeito apenas patrimonial: a contabilidade no regime de competência fica muito próxima ao que seria contabilizado no regime de caixa. Já no caso das reservas, como argumentado anteriormente, a variação da taxa de câmbio afeta seu valor sem que elas tenham sido negociadas, gerando resultados não realizados que, conforme argumentado nas seções IV e V, NÃO deveriam ser transferidos automática e integralmente ao Tesouro.

O BC contabiliza integralmente as variações patrimoniais do valor das reservas pelo regime de competência (marcação a mercado). Isso está correto e faz parte das boas práticas contábeis internacionais. Contudo, a marcação a mercado gera as previsíveis oscilações nos lucros e perdas, o que deveria ser acomodado pela formação de reservas no BC. Mas a nova regulamentação não prevê a possibilidade de o BC retirar parte do resultado positivo das operações cambiais para constituir reservas. Deve-se notar que o art. 6º, inciso I, acima citado, não prevê a possibilidade de constituição de reservas antes da transferência ao TN, ao contrário do que dispõe a MP 2.179-36/2001. Por isso, a partir da Lei 11.803/2001, a constituição de reservas só pode ser feita em relação ao resultado das outras contas (não cambiais) do BC. Ou seja, justamente a parte do balanço do BC mais afetada por resultados voláteis não realizados (que deveriam ser provisionados pela autoridade monetária e não transferidos ao Tesouro), tem que ser integralmente transferida, em posição diametralmente oposta às as boas práticas.

O art. 4º da Lei 11.803/08 criou nova regra para a constituição de reservas pelo BC, revogando aquela contida no § 3º da MP 2.179-36/01:

**Art. 4º** A constituição de reservas prevista no *caput* do art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001 [ocorrência de resultado positivo do BC], não poderá ser superior a vinte e cinco por cento **da soma entre o resultado apurado no balanço do Banco Central do Brasil e o resultado do cálculo definido no art. 6º desta Lei.** (grifo e inserção nossos)



O que essa nova regra estabelece é que o limite para a constituição de reservas (que, enfatizamos, só poderá ser constituída a partir do resultado das contas não cambiais) será de 25% do resultado total (contas não cambiais + equalização cambial). Essa regra parece inadequada pois, em alguns casos, gera limites excessivamente altos para a constituição de reservas e, em outros, gera um valor negativo, inviabilizando a formação de reservas. Dado que, como se verá adiante, na Tabela 3, os resultados da equalização cambial têm valores absolutos muito superiores ao das outras contas, quando ele é negativo, o resultado total também será negativo. Nesse caso, o cálculo do limite para a reserva torna-se negativo, impedindo que se destine parte do resultado para tal fim. No caso oposto, em que o resultado da equalização cambial é positivo, o limite de 25% pode gerar valor muito superior ao total do resultado das contas não-cambiais, possibilitando que todo o resultado não-cambial seja provisionado. A regra, portanto, parece despida de lógica.

Outra alteração feita pela Lei 11.803/08 foi a possibilidade de o Tesouro usar os recursos recebidos do BC não apenas para amortizar o principal da dívida mobiliária, mas também para pagar os juros dessa dívida. Tal alteração está contida no § 3º do art. 6º acima citado (para o caso do resultado decorrente da equalização cambial) e no art. 3º da lei (para o caso do resultado das demais contas). Nos dois dispositivos substituiu-se a expressão “devendo ser amortizada” por “devendo ser paga”. Como se verá adiante, isso aumenta a margem de manobra do Tesouro para utilizar os recursos do resultado do BC para custear suas despesas financeiras e primárias, fragilizando a restrição orçamentária do TN e estimulando a expansão dos gastos.

Inovação extremamente relevante, e também contrária às boas práticas contábeis, foi introduzida pelo art. 5º da Lei 11.803/08. Este artigo abriu a possibilidade de que os pagamentos do Tesouro ao BC, em caso de resultado negativo (tanto da equalização cambial quanto das outras contas) seja feito mediante entrega de títulos públicos, e não em dinheiro:

**Art. 5º** Para pagamento dos valores a que se referem os **arts. 2º, inciso II** [Resultado NEGATIVO do BC exceto equalização cambial], 4º, 7º, § 1º, e 9º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001 [acertos de contas entre as duas instituições, sem relevância para a análise], e o **inciso II do art. 6º** [Resultado NEGATIVO da equalização cambial] desta Lei, **poderão ser emitidos títulos** da Dívida Pública Mobiliária Federal interna adequados aos fins de política monetária, com características definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda. (grifo e inserções meus)

Criou-se, com isso, uma situação em que os resultados positivos (de equalização cambial e de outras contas) vão do BC para o TN em dinheiro, e os resultados negativos provocam um fluxo de títulos do Tesouro para o BC. Dada a alternância de resultados positivos e negativos, ilustrada acima, no Gráfico 1, no longo prazo a tendência é um grande fluxo de dinheiro para o Tesouro e um grande fluxo de títulos para o BC.

Considerando que parte significativa desse resultado advém de ganhos e perdas não realizados, decorrentes de valorização e desvalorização das reservas; e dado que o Tesouro pode usar esse dinheiro para fazer despesas fora da relação com o BC (por exemplo, amortizando dívida e pagando juros ao mercado), surge a possibilidade de financiamento implícito do BC ao Tesouro.

Franco (2015) ilustra esse fato de maneira didática, argumentando que tudo se passa como se fosse um jogo em que as duas partes (TN e BC) jogam uma moeda: dando cara o TN entrega um título ao BC, dando coroa, o BC entrega dinheiro ao TN. Repetindo-se esse jogo diversas vezes, a tendência é que na metade das vezes ocorra a entrega de títulos ao BC e metade das vezes ocorra a entrega de dinheiro ao TN. O resultado será, ao final de muitas repetições, um acúmulo de dinheiro no TN e um acúmulo de títulos no BC. Ou seja, o jogo é apenas uma forma indireta de o TN tomar empréstimo no BC. Como parte desse dinheiro não foi extraída da sociedade pelo BC (o BC não vendeu as reservas), e como o TN pode usá-lo para fazer pagamentos à sociedade, surgiu nas mãos do TN um poder de compra que veio da emissão de moeda pelo BC.

Há um detalhe da legislação que intensifica esse fluxo de dinheiro e títulos entre BC e TN: ao separar o resultado do BC em duas partes, com regras específicas para cada uma delas, a nova legislação acabou criando uma situação em que, em vez de se fazer a transferência pelo saldo dos dois resultados (equalização cambial + outras contas), são feitas duas transferências distintas. Assim, se a equalização cambial tiver um resultado de + 100 e as demais contas um resultado de - 100, em vez de se considerar que o resultado total foi zero e não se realizar nenhuma transferência de uma instituição para outra, faz-se um pagamento do BC ao TN no valor de 100 e uma transferência de títulos do TN para o BC também no valor de 100. Isso, obviamente, intensifica o ritmo com que se transfere dinheiro para a conta do TN e títulos para a conta do BC. O Quadro 2 ilustra esse fato.

**Quadro 2 – Possibilidades de fluxos de transferências entre BC e TN**

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Depois de 2008	Equalização Cambial	L	L	L	L	L	L	P	P	P	P	P	P
	> = <	>	=	<	>	=	<	>	=	<	>	=	<
	Demais operações	L	L	L	P	P	P	P	P	P	L	L	L
Antes de 2008	Equalização Cambial + Demais operações	L	L	L	L	E	P	P	P	P	P	E	L

Fonte: TCU – Acórdão nº 1.259/2011. L = Lucro, P = Perda, E= Equilíbrio.

O quadro compara as transferências antes e depois da criação do mecanismo da equalização cambial. Tomemos como exemplo a coluna 5. Neste caso teria havido um ganho pela valorização das reservas exatamente igual às perdas do BC com as demais operações. Assim, o resultado global do BC seria um equilíbrio das contas. Se o resultado do BC fosse calculado de forma unificada, como ocorria antes da Lei nº 11.803, de 2008, não precisaria haver qualquer pagamento entre o BC e o TN. Mas com a separação das relações financeiras em dois fluxos distintos, a ocorrência da situação da coluna 5 leva o BC a depositar dinheiro na conta do TN (transferência de resultado positivo da equalização cambial) e, ao mesmo tempo, leva o TN a colocar títulos na carteira do BC para compensar perdas com as demais operações.

Ou seja, uma situação que, originariamente não provocaria nenhum fluxo de pagamentos entre as partes, passou a gerar aumento do saldo de dinheiro na conta do TN e do saldo de títulos na conta do BC.

Se analisarmos as doze situações possíveis mostradas no Quadro 2, veremos que, antes da criação da equalização cambial, o BC só enviaria dinheiro para a conta do TN em cinco situações (1,2, 3, 4 e 12). Após a criação da “equalização cambial”, o BC passou a depositar dinheiro na conta do TN em nove situações (1, 2, 3, 4, 5, 6, 10, 11 e 12).

De forma simétrica, as possibilidades de colocação de títulos do TN na carteira do BC também aumentaram. Antes da criação da equalização, o TN só precisaria ressarcir o BC nas situações 6, 7, 8, 9 e 10. Após a criação da equalização cambial, o TN colocará títulos no BC sempre que ocorrerem as situações 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 e 12.

A Tabela 3 apresenta os resultados do Banco Central de 2008 ao primeiro semestre de 2015. Observa-se que o resultado das “demais contas” é quase sempre positivo e tem pouca variância. Já o resultado das operações cambiais não apenas alterna valores positivos e negativos, como também assume valores absolutos elevados. Isso confirma a ideia de que a grande participação das reservas internacionais no ativo do BC o torna mais volátil.

**Tabela 3 – Resultado do Banco Central: 2008 ao 1º Semestre de 2015 (R\$ Milhões)**

		Equalização	Resultado Demais Contas	Total
2008	1º Semestre	-44.798	3.176	-41.622
	2º Semestre	171.416	10.176	181.592
	Total do Ano	126.618	13.352	139.970
2009	1º Semestre	-93.787	-938	-94.725
	2º Semestre	-53.935	6.554	-47.381
	Total do Ano	-147.722	5.616	-142.106
2010	1º Semestre	-1.893	10.806	8.913
	2º Semestre	-46.636	4.929	-41.707
	Total do Ano	-48.529	15.735	-32.794
2011	1º Semestre	-46.199	12.234	-33.965
	2º Semestre	90.240	11.244	101.484
	Total do Ano	44.041	23.478	67.519
2012	1º Semestre	32.210	12.321	44.531
	2º Semestre	-9.901	12.300	2.399
	Total do Ano	22.309	24.621	46.930
2013	1º Semestre	15.766	12.673	28.439
	2º Semestre	15.919	14.271	30.190
	Total do Ano	31.685	26.944	58.629
2014	1º Semestre	-51.224	5.275	-45.949
	2º Semestre	65.173	25.659	90.832
	Total do Ano	13.949	30.934	44.883
2015	1º Semestre	46.406	35.188	81.594

Fonte: Banco Central do Brasil. Balançetes e Demonstrações Financeiras – Contábeis. Elaborado pelo autor.

Tome-se como exemplo o segundo semestre de 2012: houve uma perda com as operações cambiais que gerou a necessidade de colocação de títulos do TN no BC da ordem de R\$ 9,9 bilhões. Ao mesmo tempo houve lucro nas outras contas que resultou em depósito, em dinheiro, pelo BC na conta do TN no valor de R\$ 12,3 bilhões. Se fosse feito um ajuste de contas unificado, seria necessário apenas um depósito do BC na conta única pelo valor da diferença: R\$ 2,4 bilhões.

Os fluxos de pagamentos entre as duas instituições poderiam ser minorados se fossem feitos, por exemplo, com periodicidade bianual (com o BC acumulando ganhos e perdas em uma conta de reservas ao longo desses dois anos) e pelo valor líquido das contas de “equalização cambial” e “demais contas”. A Tabela 4 ilustra isso.

**Tabela 4 – Simulação de Transferência Bianual entre TN e BC pelo saldo líquido das contas de “equalização cambial” e “demais contas” (R\$ Milhões)**

	Transf. do BC para TN	Transf. do TN para BC	Saldo
	(A)	(B)	(C)=(A)-(B)
2008 - 2009	191.322	193.458	2.136
2010 - 2011	129.453	94.728	-34.725
2012 - 2013	115.460	9.901	-105.559
2014 - 2015	177.701	51.224	-126.477

Fonte: Banco Central do Brasil. Balancetes e Demonstrações Financeiras – Contábeis.  
Elaborado pelo autor.

Em se utilizando esse método de acerto entre as duas instituições, no biênio 2008-2009, por exemplo, em vez de o BC depositar R\$ 191,3 bilhões na conta do TN, e de este entregar R\$ 193,5 bilhões em títulos, haveria apenas uma entrega de títulos do TN ao BC da ordem de R\$ 2,1 bilhões. Mesmo nos anos em que houvesse grande ganho cambial, como no biênio 2012-13, o método de transferências bianuais pelo saldo líquido diminuiria o fluxo de recursos entre os dois entes.

A Lei 11.803/08 promoveu, ainda, outra importante alteração nas relações entre BC e TN ao criar uma nova modalidade de colocação de títulos do TN na carteira do BC: sempre que a autoridade monetária ficar com poucos títulos em carteira, o TN é autorizado a entregar mais títulos ao BC, sem contrapartida financeira. Ou seja, trata-se de uma espécie de capitalização do BC pelo TN, que recebe títulos para o seu ativo e registra a contrapartida como aumento do patrimônio líquido.

De acordo com a Exposição de Motivos que acompanhou o envio da proposta ao Congresso, isso foi feito porque o BC, ao enfrentar a necessidade de compras crescentes de reservas internacionais (e ter que, após essa compra, esterilizar os reais entregues aos vendedores das divisas) precisava de quantidades crescentes de títulos em sua carteira: quanto mais divisas eram compradas, mais operações de enxugamento de liquidez precisavam ser feitas e, portanto, mais títulos eram necessários para lastreá-las. Ademais, o próprio fato de os títulos colocados em mercado pelo BC, nessas operações de *open market*, renderem juros elevados, tornava-se crescente a necessidade de títulos para a simples rolagem das operações vincendas. Dado que o BC é proibido de emitir títulos próprios<sup>10</sup>, ele fica dependente da disponibilidade de títulos do Tesouro para conduzir suas operações de *open market*.

<sup>10</sup> Lei Complementar nº 101, de 2000, art. 34.

Essa mudança da legislação está no art. 1º da Lei 11.803/08, que altera a Lei nº 10.179, de 2001, para prever novas situações em que o Tesouro pode emitir títulos públicos. Tal situação seria aquela em que seja necessário *assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária*. A forma de colocação desses títulos na carteira do BC é assim descrita: *direta, sem contrapartida financeira, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda*.

Um efeito colateral dessa medida foi o de dar poder político ao TN em relação ao BC. Tendo em vista que cabe ao Ministro da Fazenda autorizar a entrega de títulos ao BC, pode vir a ocorrer uma situação em que o Ministro resista a fazer tal colocação de títulos e, com isso, deixe o BC sem instrumentos para executar política monetária.

A nova legislação pode ser assim resumida:

- Integral transferência de ganhos cambiais não realizados ao Tesouro, em dinheiro, sem permitir a formação de reservas pelo BC;
- Regra incoerente para a formação de reservas pelo BC com recursos do resultado das contas não cambiais;
- Cobertura de perdas do BC com títulos do Tesouro, viabilizando o financiamento implícito do segundo pelo primeiro;
- Regras de transferências que maximizam o fluxo financeiro entre as partes;
- Possibilidade de colocação direta de títulos do TN no BC, sem contrapartida financeira, que confere poder político ao TN em relação ao BC.

Essas regras contrariam as boas práticas contábeis para bancos centrais com balanços voláteis, que recomendam: prudência na transferência ao tesouro de ganhos não realizados e formação de reservas no BC para cobrir perdas futuras. A consequência foi a criação de um mecanismo de financiamento implícito do BC ao TN.

## **7 Os efeitos econômicos**

Uma vez estabelecido que a legislação brasileira gera um financiamento implícito do BC ao TN, é relevante entender quais os efeitos desse financiamento sobre a economia. Essa seção avalia os problemas que, em tese, podem ser gerados para a política fiscal e para a política monetária. Para avançar nessa tarefa é preciso descrever as principais características institucionais das políticas fiscal e monetária do país.

### 7.1. O contexto institucional

A política fiscal brasileira opera com base em metas de resultado primário, com vistas a evitar o crescimento excessivo da dívida pública. Os resultados primário e nominal do Tesouro Nacional são, portanto, relevantes indicadores dos rumos da política fiscal.

No passado recente, os gestores de política fiscal apresentaram um perfil expansionista. Buscando ocultar essa preferência, adotaram expedientes de contabilidade criativa para minimizar as estatísticas de déficit primário apresentadas à sociedade<sup>11</sup>.

Na prática, as metas fiscais são flexíveis. Em 2014 e 2015, frente à impossibilidade de cumprir a meta que havia anunciado no começo do ano, o governo conseguiu aprovar, no Congresso, no último mês de cada ano, a alteração daquelas metas, sancionando integralmente o déficit ocorrido<sup>12</sup>. Não há, portanto, uma restrição forte à expansão do gasto público imposta pelo sistema de metas fiscais.

Quanto à dívida pública, o conceito mais relevante é o de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Tal conceito considera como setor público a União e governos subnacionais, incluída a previdência social. O Banco Central e as empresas estatais não fazem parte do Governo Geral. Este é o conceito internacionalmente aceito, monitorado pelo FMI e pelas agências de *rating*.

Dado que o BC está fora do conceito de governo geral, toda a dívida do Tesouro que esteja no balanço do BC é contabilizada como dívida. Os títulos do Tesouro de propriedade do BC podem estar em duas situações diferentes: “parados” no ativo do BC (títulos em carteira livre) ou vendidos pelo BC ao mercado com compromisso de recompra (títulos usados em operações compromissadas).

O governo brasileiro fez uma alteração no conceito de DBGG, excluindo desta os títulos do Tesouro em carteira livre do BC. Ou seja, no conceito DBGG-Brasil, somente os títulos do BC em operações compromissadas são considerados<sup>13</sup>. Há, portanto, dois conceitos de DBGG: o brasileiro e o do FMI.

---

<sup>11</sup> Para uma descrição desses mecanismos, ver Mendes (2014).

<sup>12</sup> Lei nº 13.053, de 15 de dezembro de 2014 e Lei nº 13.199, de 3 de dezembro de 2015.

<sup>13</sup> Não cabe aqui discutir as razões dessa mudança metodológica. A justificativa dada pelo governo brasileiro pode ser encontrada na Nota para a Imprensa expedida pelo Banco Central em 27/7/2008. Kawall (2016) também discute a questão.

Há, ainda, um terceiro conceito relevante de dívida: o Tesouro Nacional publica uma estatística referente à dívida mobiliária do Tesouro em mercado. Trata-se de toda a dívida mobiliária que está no mercado em caráter definitivo, ou seja, sem considerar as operações compromissadas do BC.

Temos, portanto, os seguintes conceitos relevantes de dívida pública:

- **Dívida mobiliária do Tesouro em mercado:** todos os títulos do Tesouro em posse do setor privado, exceto aqueles que lastreiam operações compromissadas do BC;
- **Dívida Bruta do Governo Geral – conceito FMI:** toda a dívida do Tesouro, inclusive os títulos em posse do Banco Central, não importando se o BC aloca esses títulos em operações compromissadas ou se os mantém parados em sua carteira;
- **Dívida Bruta do Governo Geral –conceito brasileiro:** toda a dívida do Tesouro, exceto os títulos em posse do Banco Central que estão parados em sua carteira. Ou seja, esse conceito inclui as operações compromissadas feitas pelo BC.

Se não houvesse nenhuma outra dívida do Tesouro que não fosse mobiliária (dívidas de contratos, por exemplo) a relação entre os três conceitos poderia ser assim resumida:

$$\text{DDBG-FMI} = \text{DDBG-Brasil} + \text{títulos livres na carteira do BC}$$

$$\text{DDBG-Brasil} = \text{Dívida mobiliária do TN em mercado} + \text{operações compromissadas}$$

A política de dívida pública do TN tem como meta, em geral, ampliar o prazo e mudar o perfil da dívida no conceito “dívida mobiliária do Tesouro em mercado”. A meta tem sido a de ampliar a participação dos papéis prefixados e indexados a preços, reduzindo a dívida indexada a juros de curto prazo. De modo geral, espera-se que uma dívida longa e não indexada a juros de curto prazo seja um indicador de situação fiscal saudável. Em situações de mercado desfavoráveis, contudo, torna-se muito caro vender títulos longos (devido à incerteza) ou títulos descolados da variação da taxa de curto prazo (que podem sofrer perdas em decorrência de mudanças na política monetária). Assim, a gestão da dívida pública pelo Tesouro tem que administrar um dilema entre o custo da dívida e o perfil desejado.



A política monetária é baseada em metas de inflação. O instrumento utilizado é a taxa de juros de curto prazo (taxa Selic), para a qual o BC fixa uma meta. Toda vez que a liquidez da economia aumenta, a taxa de juros tende a cair. O BC reage retirando a liquidez excessiva. Quando a liquidez diminui, o BC injeta mais dinheiro no sistema. O instrumento usado pelo BC brasileiro é a venda e compra de títulos ao mercado, em operações compromissadas, em geral de curto prazo.

A Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>14</sup> proíbe o Banco Central de emitir títulos próprios. Assim, o único instrumento de que a autoridade monetária dispõe para fazer operações compromissadas são títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. Por isso, as operações compromissadas podem ser vistas como uma transação que utiliza títulos do Tesouro de variados prazos de vencimento como garantia de um empréstimo de curto prazo feito pelo BC junto ao mercado (venda) ou do mercado ao BC (compra). Por exemplo, o BC pode usar um título de Tesouro com prazo de vencimento de dois anos, entregando-o a um banco, como garantia de um empréstimo com prazo de três dias. Durante esses três dias o BC retém em seu caixa o dinheiro que estava no mercado, reduzindo a liquidez da economia. Ao final desses três dias, o banco devolve o título ao BC, e este paga ao banco o principal mais juros do empréstimo, recolocando liquidez no sistema. Se desejar manter o nível de liquidez mais apertado, o BC faz uma nova operação compromissada.

Importante ressaltar que o Banco Central não dispõe de autonomia formal para perseguir a meta de inflação. Está, com isso, sujeito a pressões políticas para não elevar a taxa de juros ao ponto que considera necessário para fazer a inflação convergir para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Isso pode levá-lo a fazer operações compromissadas em montante inferior ao necessário para manter estável a liquidez do sistema, permitindo aumento desta e a consequente queda dos juros.

O caixa do Tesouro Nacional fica no BC. Assim, qualquer recebimento ou pagamento feito pelo TN à sociedade impacta a base monetária, aumentando-a quando o Tesouro faz pagamentos e reduzindo-a quando o Tesouro recebe recursos. A esses impactos o BC tende a reagir, fazendo uma operação compromissada em sentido oposto: retira liquidez quando o Tesouro a aumenta, e vice-versa.

---

<sup>14</sup> Lei Complementar nº 101, de 2000, art. 34.

## 7.2. Os possíveis impactos sobre a política fiscal

Dado esse contexto institucional, passamos a um exemplo hipotético para averiguar quais os possíveis impactos sobre a política fiscal de o Tesouro Nacional receber e gastar recursos provenientes um financiamento implícito do BC, decorrente de lucros obtidos mediante valorização não realizada das reservas internacionais, transferidos em dinheiro à autoridade fiscal.

Façamos um exercício de estática comparativa visando aferir o impacto fiscal do uso da equalização cambial no pagamento de amortização e juros da dívida em mercado. São apresentados quatro cenários distintos que evidenciam claramente os problemas trazidos por essa opção de política fiscal.

### Cenário 1: TN não usa qualquer recurso acumulado na conta única

Nesse cenário, apresentado no Quadro 3, as despesas primárias equivalem a \$ 100 e as receitas primárias são de \$ 110. Em consequência, o resultado primário é positivo em \$ 10. Há \$ 15 em juros a pagar, de modo que o resultado nominal é negativo em \$ 5 (\$ 10 - \$ 15). Estão vencendo títulos do TN no valor de \$ 20, que precisam ser amortizados.

**Quadro 3 – Cenário 1: sem transferência de resultado do BC ao TN**

FLUXOS			
Desp primária (A)	100		
Receita primária (B)	110		
Result prim (C) = (B) - (A)	10		
Amortiz a pagar (D)	20		
Juros a pagar (E)	15		
Resultado nominal (F) = (C)-(E)	-5		
<b>IMPACTO NA LIQUIDEZ</b>	<b>0</b>		
Resultado primário	-10		
Pagamento de juros com resultado primário	10		
Emissão de dívida para pagar amort e juros	-25		
Pagamento de juros e amortização	25		
<b>ESTOQUES</b>	<b>ANTES</b>	<b>DEPOIS</b>	<b>VARIAÇÃO</b>
Saldo da conta única	100	100	0
Saldo da dívida do Tesouro em mercado (G)	200	205	5
Compromissadas BC (H)	70	70	0
Carteira livre de títulos do BC (I)	50	50	0
DBGG conceito FMI (J) = (G)+(H)+(I)	320	325	5
DBGG conceito brasileiro (K) = (G)+(H)	270	275	5

Fonte: simulação. Elaborado pelo autor.

O Tesouro dispõe, em sua conta única, de um saldo de \$100 acumulado em exercícios anteriores. No momento não importa a origem dos recursos que compõe este saldo. Os próximos cenários trabalharão com diferentes hipóteses a esse respeito.

No presente cenário, o Tesouro não usa esse saldo de caixa para quitar juros e dívida vencidos. Em consequência, as únicas formas que o TN tem para pagar a amortização e os juros da dívida são o uso do resultado primário e a emissão de nova dívida. Assim, ele usa os \$ 10 de resultado primário para pagar parcialmente os juros e emite \$ 25 em novos títulos para cobrir \$ 20 de amortização e \$ 5 de juros que não foram pagos pelo resultado primário.

Qual o impacto disso sobre a liquidez da economia? Quando o TN obtém um resultado primário positivo, ele retira mais recursos da economia (via tributos) do que injetando (via gastos). Assim, há uma contração da base monetária em \$ 10. Mas quando ele usa esse dinheiro do resultado primário para pagar os juros da dívida, ele injeta de volta os \$ 10. De forma similar, quando vende ao mercado \$ 25 em títulos da dívida, o TN extrai liquidez da economia. Tal liquidez retorna ao sistema quando o TN usa esse dinheiro para pagar a dívida e os juros vencidos ao mercado. Assim, o impacto final sobre a liquidez do sistema é zero, e o BC não precisa fazer operações compromissadas para regular a liquidez<sup>15</sup>.

Resta, agora, averiguar qual o impacto sobre os diferentes conceitos de dívida. A dívida mobiliária do TN, que por hipóteses era de \$ 200 no momento inicial, vai subir em \$ 5: foram amortizados \$ 20 de dívida vincenda e emitidos \$ 25 em novos títulos. A dívida passa de \$ 200 para \$ 205.

A DBGG no conceito do FMI também sobe em \$ 5. Na situação inicial era de \$ 320: \$ 200 de dívida mobiliária do Tesouro em mercado mais \$ 120 de dívida do TN no Banco Central. Com o aumento de \$ 5 na dívida do TN em mercado e nenhuma alteração no estoque de títulos detidos pelo BC, a DBGG-FMI passou a \$ 325.

A DBGG no conceito brasileiro também cresceu \$ 5, devido ao aumento da dívida mobiliária do TN em mercado.

Em resumo, no Cenário 1 temos uma situação em que o resultado primário não foi suficiente para cobrir os juros devidos. Em consequência, o TN teve um déficit nominal de \$ 5. Esse déficit é adequadamente refletido nos três conceitos relevantes de dívida. Fica claramente sinalizada para a sociedade uma deterioração fiscal. Tal deterioração vai levar o mercado a exigir do Tesouro, nos próximos leilões de

---

<sup>15</sup> Na realidade, como esses fluxos de pagamentos e recebimentos não são simultâneos, o BC atuará injetando e retirando dinheiro entre a ocorrência dos eventos, mas o efeito líquido final será nulo.

títulos públicos, papéis mais curtos, assim como haverá menos interesse em papéis prefixados. Afinal, a deterioração fiscal aponta para um maior risco de *default* no futuro. As agências de risco, que monitoram a estatística de DBGG, usarão esse aumento da dívida nas suas considerações acerca do *rating* de crédito do país.

O Tesouro, frente a essas condições mais duras de financiamento da dívida pública, terá incentivos a promover um ajuste fiscal, controlando a despesa ou elevando a receita. Temos, portanto, no Cenário 1, uma situação de restrição fiscal forte ao Tesouro e total transparência, dado que não há conflito entre os três conceitos de dívida pública.

**Cenário 2: TN usa os recursos fiscais acumulados na conta única para resgatar dívida mobiliária em mercado**

No Cenário 2 o TN usa parte do saldo da conta única para quitar juros e amortização da dívida. O ponto fundamental deste cenário é que os recursos que estão depositados na conta única NÃO são provenientes de resultado do Banco Central. Eles foram acumulados ao longo de exercícios anteriores, seja por meio de superávits primários, seja pela venda de títulos acima do necessário para rolar os compromissos vencidos.

O Quadro 4 ilustra a situação. Da mesma forma que no Cenário 1, há um déficit nominal de \$ 5 e o Tesouro usa os \$ 10 do superávit primário para pagar juros. Porém, agora, em vez de emitir novos títulos para pagar os \$ 25 restantes de juros e amortização, o Tesouro vai fazer o pagamento por meio de saque na conta única.

**Quadro 4 – Cenário 2: saque de recursos fiscais da conta única para resgatar dívida mobiliária em mercado**

FLUXOS			
Desp primária (A)	100		
Receita primária (B)	110		
Result prim (C) = (B) - (A)	10		
Amortiz a pagar (D)	20		
Juros a pagar (E)	15		
Resultado nominal (F) = (C)-(E)	-5		
<b>IMPACTO NA LIQUIDEZ</b>			
Resultado primário	-10		
Pagamento de juros com resultado primário	10		
Saque na conta única para pagar amortização e juros	25		
	0		
<b>ESTOQUES</b>			
	ANTES	DEPOIS	VARIAÇÃO
Saldo de recursos de resultado primário e emissão de dívida	100	75	-25
Saldo da dívida do Tesouro em mercado (G)	200	180	-20
Compromissadas BC (H)	70	95	25
Carteira livre de títulos do BC (I)	50	25	-25
DBGG conceito FMI (J) = (G)+(H)+(I)	320	300	-20
DBGG conceito brasileiro (K) = (G)+(H)	270	275	5

Fonte: simulação. Elaborado pelo autor.

O saque na conta única gera expansão na liquidez. Isso porque a conta do TN está dentro do BC. Qualquer saque dessa conta para pagamentos ao mercado gera aumento da base monetária. Temos, então, um impacto expansionista de \$ 25, que precisa ser enxugado pelo BC. Por isso, a autoridade monetária aumenta as suas operações compromissadas em \$ 25. Observe-se que a contrapartida do aumento das operações compromissadas é a redução Carteira livre de títulos do BC.

Na situação final temos uma redução da dívida mobiliária do Tesouro em mercado em \$ 20 (montante de dívida vincenda que foi amortizada). Vale lembrar que o conceito de “dívida mobiliária do Tesouro em mercado” não contabiliza os títulos do Tesouro usados para lastrear as operações compromissadas do BC. Logo, o fato de o BC ter colocado títulos em mercado, via operações compromissadas, não afeta aquele conceito de dívida.

Esse é um resultado consistente. O TN lançou mão de recursos fiscais que estavam acumulados na sua conta única para pagar juros e amortização. Em anos anteriores ele havia se endividado junto ao mercado (aumento de passivo) e/ou extraído recursos do mercado por meio de superávit primário (conta de resultado positivo, elevando o ativo). Ambos movimentos geraram aumento no ativo do Tesouro. Agora, ele se desfez desse ativo acumulado em anos anteriores para pagar juros (\$ 5) e amortização (\$ 20). Nada mais correto, portanto, que o registro de uma queda de sua dívida em mercado no valor de \$ 20.

O conceito de DBGG-FMI também registra uma queda de \$ 20 e, portanto, é consistente com a realidade dos fatos. Já o conceito de DBGG-Brasil apresenta um aumento de \$ 5. Isso não é consistente, pois esse conceito não leva em conta o fato de o TN ter decidido reduzir seu ativo para pagar juros e amortização. Ele registra apenas a ocorrência do déficit nominal.

Temos, portanto, que quando o TN paga juros e amortizações sacando da conta única recursos de origem fiscal os conceitos de dívida do TN em mercado e DBGG-FMI refletem adequadamente a realidade fiscal, enquanto o conceito de DBGG-Brasil.

Veremos, no próximo cenário, que essa situação se inverte quando os recursos sacados da conta única vêm do financiamento implícito do BC ao TN.

### Cenário 3: TN usa os recursos de equalização cambial acumulados na conta única para resgatar dívida mobiliária em mercado

O Cenário 3 é exatamente igual ao 2, exceto pelo fato de que os recursos sacados da conta única para pagar juros e amortização provêm de transferências de equalização cambial feitas pelo BC ao TN em exercícios anteriores. Como ressaltado nas seções anteriores, este não é um recurso fiscal legítimo, pois não foi extraído da sociedade sob a forma de tributos, dívida ou desvalorização inflacionária da moeda. Decorre de uma valorização temporária das reservas cambiais.

Agora, ao sacar da conta única, o TN não estará abrindo mão de um ativo acumulado no passado. Estará usando financiamento monetário para pagar \$ 5 de juros e \$ 20 de amortização.

Nessa situação, o conceito mais adequado de dívida é aquele que simplesmente registra um aumento de passivo equivalente ao déficit nominal. Ou seja, neste Cenário 3, o conceito de dívida mais adequado é o de DBGG-Brasil, enquanto os conceitos de dívida do Tesouro em mercado e DBGG-FMI tornam-se enganosos.

Importante também registrar que, ao não precisar ir a mercado para rolar a dívida vincenda, o Tesouro evita uma piora no perfil dessa dívida. Se, em vez de pagar juros e amortização com recursos da equalização cambial, fosse a mercado buscar refinanciamento, possivelmente encontraria um mercado pedindo juros mais altos, títulos de prazo mais curto ou títulos indexados aos juros de curto prazo, devido ao fato de as finanças não estarem equilibradas.

Assim, o perfil da dívida mobiliária do Tesouro em mercado não sofre a deterioração que sofreria no Cenário 1 e, ao mesmo tempo, o TN não abre mão de recursos fiscais acumulados no passado (como no Cenário 2). Essa é mais uma distorção na informação passada à sociedade. Afinal, um Tesouro que não precisa piorar o perfil de sua dívida nem abrir mão de recursos fiscais acumulados no passado cria a impressão de solidez fiscal.

A DBGG-Brasil também é consistente em relação ao encurtamento de prazo e mudança na composição da dívida. Afinal, as operações compromissadas são de curto prazo e indexadas à Selic. Assim, o real prazo médio e composição da dívida pública deve ser mensurado agregando-se a dívida mobiliária do Tesouro em mercado ao saldo

das operações compromissadas. Mais uma vez, o conceito de DBGG-Brasil passa a ser o relevante, não só na aferição do saldo, mas também do perfil da dívida.

O fato de a DBGG-Brasil refletir adequadamente a mudança na situação fiscal leva alguns analistas a afirmar que o uso da equalização cambial para resgatar dívida em mercado não gera qualquer problema econômico. Afinal, se todos somos racionais e todos estamos olhando para o indicador de DBGG-Brasil, todos veremos que a situação fiscal piorou, tanto no tamanho quanto na composição da dívida.

Essa, contudo, não é a realidade dos fatos. Não se pode garantir que todos os agentes econômicos relevantes (políticos, imprensa, empresas, policy makers, etc.) entendam que, em caso de uso da equalização monetária para pagar dívida em mercado, é preciso olhar só para a DBGG-Brasil e “ignorar” ou relativizar os dados da dívida mobiliária do Tesouro e da DBGG-FMI. Ademais, não são publicadas estatísticas de perfil da dívida agregando-se a dívida mobiliária e as operações compromissadas. Fazer essa conta toma tempo e exige razoável conhecimento dos demonstrativos fiscais publicados por TN e BC.

Requer, também, que se saiba qual foi a origem dos recursos sacados da conta única. Pois, como visto no Cenário 2, se eles vieram de endividamento ou resultado primário pretérito, o conceito relevante de dívida é a DBGG-FMI.

Esse viés de informação é ainda mais importante em um contexto em que os gestores da política fiscal são pró-expansionista e querem esconder isso do mercado, como parece ter sido o caso brasileiro no passado recente. Brandindo as estatísticas da dívida mobiliária do Tesouro em mercado, os *policy makers* e sua base de apoio político podem afirmar que estão fazendo uma política fiscal adequada<sup>16</sup>. Surge um claro problema de transparência, alimentado por informação imperfeita dos agentes.

Torna-se possível, em um contexto de deterioração fiscal (superávit primário < juros) e pagamento da dívida mediante financiamento implícito do BC apresentar uma dívida mobiliária em queda, com prazos longos e pouca participação de títulos indexados à Selic.

---

<sup>16</sup> Situação similar ocorreu com o uso do conceito de dívida líquida do setor público. Criando ativos de baixa perspectiva de realização, os gestores da política fiscal conseguiam fazer uma política fiscal expansionista que não se refletia no aumento da DLSP.

A consequência é a fragilização do poder de resistência da sociedade à implantação de uma política fiscal expansionista. Os gestores fiscais ganham tempo até que a dívida (no conceito correto) cresça ao ponto de gerar um rebaixamento da nota de crédito do país; momento em que fica mais clara para a sociedade a real situação fiscal.

Cenário 4: TN usa os recursos de equalização cambial acumulados na conta única para pagar despesas primárias

No Cenário 4, os recursos de equalização cambial serão sacados da conta única para pagar despesas primárias. Pela lei, como visto na seção 6, os recursos do resultado do BC só podem ser usados para amortizar dívida e pagar juros. Assim, não poderiam, a princípio, financiar despesa primária.

Isso, contudo, pode ser feito por meio de “substituição de fontes” de financiamento das despesas. Ao receber o dinheiro vindo do BC, o TN pode alocá-lo para pagamento de amortização e juros da dívida e, simultaneamente, redirecionar para o pagamento de despesas primárias recursos de outras fontes que até então estavam sendo usados para pagar amortização e juros. Como o dinheiro não tem carimbo, o efeito final é que o resultado do BC financia aumento de despesa primária.

Um exemplo simples ajuda a entender a questão. Suponhamos que um pai pague \$ 100 de mesada ao seu filho de 18 anos, e este gaste \$ 60 com suas despesas cotidianas e \$ 40 com bebidas alcoólicas. O pai quer aumentar a mesada do filho, mas acha que ele está bebendo demais. Assim, lhe oferece uma verba extra de \$ 20, sob a condição de que não seja gasta com bebidas. O filho, bebedor, porém obediente, agradece ao pai. Ele agora tem uma mesada de livre alocação no valor de \$ 100 e uma verba extra que não pode ser gasta em bebidas no valor de \$ 20. Ele vai gastar esses \$ 20 nas outras despesas e realocar o gasto da sua mesada, passando a distribuir os \$ 100 entre \$ 60 para bebida e \$ 40 para outras despesas. O efeito final é que ele terá agora uma verba de \$ 120, alocada em \$ 60 para bebida e \$ 60 para outras despesas. Em relação à situação inicial, ele teve um aumento no seu orçamento de \$ 20 que foi integralmente alocado para o consumo de bebida, apesar da restrição imposta pelo pai.

Temos, então, que é possível que, por meio de substituição de fontes de financiamento, o resultado do BC transferido ao Tesouro financie o aumento da despesa primária. Cabe, por isso, avaliar as consequências econômicas que adviriam desse uso.



Para simplificar, supõe-se que não há juros e amortizações a pagar. O Tesouro tem um déficit primário de \$ 25 e resolve pagá-lo com recursos de equalização cambial disponíveis na conta única.

O Quadro 5 mostra o que ocorreria nesse cenário.

**Quadro 5 – Cenário 4: saque de equalização cambial da conta única para pagar despesa primária**

FLUXOS			
Desp primária (A)		125	
Receita primária (B)		100	
Result prim (C) = (B) - (A)		-25	
IMPACTO NA LIQUIDEZ			
Resultado primário		25	
ESTOQUES			
	ANTES	DEPOIS	VARIAÇÃO
Saldo de recursos de equalização cambial transferidos pelo BC	100	75	-25
Saldo da dívida do Tesouro em mercado (G)	200	200	0
Compromissadas BC (H)	70	95	25
Carteira livre de títulos do BC (I)	50	25	-25
DBGG conceito FMI (J) = (G)+(H)+(I)	320	320	0
DBGG conceito brasileiro (K) = (G)+(H)	270	295	25

Fonte: simulação. Elaborado pelo autor.

O saque na conta única para cobrir o déficit primário expandirá a liquidez em \$ 25 e levará o BC a ampliar suas operações compromissadas no mesmo valor. A dívida do Tesouro em mercado e a DBGG-FMI não se alteram. Não refletem, portanto, a situação de desequilíbrio nominal das contas públicas. O conceito de DBGG-Brasil, mais uma vez, registra adequadamente a piora fiscal. A estatística de resultado primário também reflete a realidade fiscal.

Com base na correta contabilização do resultado primário e na elevação da DBGG-Brasil, poder-se-ia afirmar que a deterioração da situação fiscal está claramente registrada, não havendo que se falar em perda de transparência.

Porém, valem aqui as mesmas observações feitas no Cenário 3. Não haveria perda de transparência apenas se todos os agentes econômicos fossem plenamente informados, soubessem que o dado relevante na situação em tela é o da DBGG-Brasil e ainda dispusessem da estatística de prazo médio e composição para o somatório da dívida mobiliária com as operações compromissadas. Como já afirmado acima, não é essa a realidade, de modo que há espaço para que se acredite que a situação fiscal seja melhor do que a realidade, principalmente para aqueles que se guiarem pelo saldo da dívida mobiliária do Tesouro ou pela DBGG-FMI.

Deve-se considerar, ainda, que o indicador de resultado primário pode se tornar inconsistente com a realidade em decorrência da prática de contabilidade criativa. No passado recente, o Governo Federal lançou mão de diversas manobras contábeis para ocultar despesas e superestimar receitas<sup>17</sup>. Em consequência, os resultados primários anunciados não correspondiam ao impacto real das contas do Tesouro na economia, o que torna ainda mais fácil para o Tesouro expandir despesas primárias, financiadas por equalização cambial, sem que o termômetro do resultado primário apontasse a deterioração das contas.

A disponibilidade de recursos de equalização cambial em caixa dá ao TN plena liberdade para expandir a despesa primária. Se estivessemos em um regime de metas fiscais rígido, sem contabilidade criativa, em que o governo federal não tivesse possibilidade de alterar a meta de resultado primário ao longo do exercício fiscal, então dificilmente o TN usaria o dinheiro da equalização para aumentar despesas primária. Se o fizesse, o resultado primário pioraria (como visto acima) e a meta seria descumprida, desencadeando as penalidades legais e a perda de credibilidade dos governantes.

Todavia, o regime fiscal brasileiro, além de permeável à contabilidade criativa, comporta mudanças de metas fiscais, como visto nos episódios de alteração dessas metas ao final de 2014 e 2015. Também é usual o artifício de abater da meta de resultado primário os gastos com determinados investimentos. A meta fiscal tornou-se, portanto, manipulável, e não representa um obstáculo institucional ao uso das receitas de resultado do BC para custear despesas primárias.

Em consequência, os vultosos recursos de equalização cambial que o BC transfere ao TN, em desacordo com as melhores práticas contábeis, tem potencial para gerar expansão fiscal primária, sem que as instituições fiscais sejam fortes o suficiente para impedir esse aumento. Temos, portanto, mais uma vez, um caso de restrição orçamentária fraca e deterioração da transparência.

### 7.3. Os possíveis impactos sobre a política monetária

A princípio, o fato de o TN receber e gastar o resultado do BC com amortização de dívida em mercado ou em despesas primárias não cria constrangimento para a execução da política monetária. Dado que o BC opera por meio do controle da liquidez, visando atingir uma meta de juros compatível com a meta de inflação, ele pode, como

---

<sup>17</sup> Exemplos de contabilidade criativa podem ser encontrados em Mendes (2014).

visto nos exemplos acima, fazer operações compromissadas que reequilibrem a liquidez e mantenham a taxa Selic próxima à sua meta.

Mas é preciso lembrar que o Banco Central não está plenamente imune a pressões políticas nas suas decisões relativas à taxa de juros. Por isso, ele pode ser induzido a fazer uma política monetária de acomodação, deixando os juros cair, abandonando a intenção de atingir o centro da meta de inflação. Nesse caso, quando o Tesouro injetar liquidez no sistema, o BC não reagirá automaticamente, enxugando tudo o que foi injetado. Fará operações compromissadas em valor inferior ao necessário para reequilibrar a liquidez. Como resultado, teremos uma tendência de expansão da inflação. Quanto aos conceitos de dívida, nessa hipótese de afrouxamento monetário, nem mesmo a DBGG-Brasil mostraria adequadamente a deterioração do quadro fiscal.

Ademais, mesmo que goze de total autonomia, o BC só conseguirá fazer as operações compromissadas em volume suficiente para equilibrar a liquidez se dispuser da quantidade necessária de títulos do TN em sua carteira. Afinal, o BC não pode emitir títulos próprios.

À medida que o TN usa seguidamente os recursos de resultado do BC para pagar dívida e despesas, o BC precisa fazer operações compromissadas. Como visto nos exemplos acima, a reação do BC sempre leva a um aumento das compromissadas, com a correspondente redução da carteira livre. Ademais, os juros incidentes sobre essas operações fazem o seu estoque crescer. Por isso, o BC precisará, com frequência, abastecer sua carteira livre com novos títulos.

Pode ocorrer a situação em que não haja títulos suficientes para lastrear as compromissadas. De fato, no passado recente a carteira livre do BC ficou bastante exígua. Para lidar com essas situações foi criada a possibilidade de colocação de títulos do TN na carteira do BC sem contrapartida financeira, como descrito na seção 6.2. Como ali registrado, a regra é de que cabe ao Ministro da Fazenda autorizar essa colocação de títulos.

Não é difícil imaginar uma situação em que o Ministro da Fazenda se oponha a essa colocação. Seja porque ele não quer que a DBGG-FMI aumente, seja porque deseja

limitar a capacidade do BC para fazer política monetária<sup>18</sup>. Temos, portanto, uma situação de potencial constrangimento à política monetária pelas autoridades fiscais.

Ademais, as operações compromissadas têm custo fiscal. Isso pode dar força ao argumento de que a política monetária, ao expandir as compromissadas, está gerando custos fiscais excessivos e de que é preciso reduzir a taxa de juros para conter tais custos. Esse argumento é bastante popular no meio político e entre alguns economistas. Como visto nos exemplos acima, as compromissadas crescem em função da expansão fiscal provocada pelo Tesouro ao gastar o dinheiro que recebeu do BC. Mas isso não é claro para todas as pessoas, e pode levar a pressões sobre o BC para reduzir os juros. Se isso se concretizar, o financiamento implícito do BC ao TN também trará prejuízos à política monetária.

#### 7.4. Conclusões acerca dos impactos econômicos

Esta seção mostrou que em um contexto de (a) informação imperfeita, (b) preferência das autoridades fiscais por uma política expansionista, e (c) possibilidade de manipulação da meta de superávit; o financiamento implícito do TN via resultado do BC pode levar a uma restrição orçamentária fraca do Tesouro, que estimularia a expansão fiscal e a deterioração das contas públicas.

O país pode cair em um ciclo vicioso em que o mau desempenho fiscal leve à desvalorização da taxa de câmbio. Essa desvalorização gere ganhos patrimoniais ao BC que, ao serem transferidos ao Tesouro, realimentem o poder de gasto deste, levando à piora adicional do quadro fiscal.

Já a política monetária pode ser afetada tanto pelo poder das autoridades fiscais para racionar os títulos públicos necessários ao permanente enxugamento de liquidez, quanto pela pressão política para que os juros caiam ou para conter a expansão das compromissadas.

Também nesse caso a deterioração macroeconômica aumentaria a disponibilidade de recursos para o Tesouro. Isso porque o aumento da inflação tende a elevar os ganhos do BC com o imposto inflacionário. Isso fará com que o resultado das contas não cambiais do BC aumente, elevando-se os valores transferidos ao Tesouro.

Por fim, cabe fazer uma comparação entre o financiamento do TN pelo BC implícito na transferência do resultado de equalização cambial, aqui analisado, e a

---

<sup>18</sup> Kawall (2016) discute esse ponto.

situação tradicional de financiamento explícito, em que o TN gasta a vontade e o BC paga a conta no final do dia.

Essa situação tradicional existiu no Brasil até meados dos anos 80 do século passado. Vigia à época a “conta movimento”: o Banco do Brasil gastava, sem limites, em nome do Tesouro e, ao final do dia, o Banco Central ressarcia o BB. A diferença entre aquela situação e a atual está em dois pontos. O primeiro, é que o atual financiamento implícito tem um limite: o montante que o BC transfere ao TN a título de resultado. À época da conta movimento não havia um limite claro e podia-se gastar à vontade. A segunda diferença é que não havia, naquela época, o sistema de metas de inflação e a operação da política monetária por meio da meta de juros. Sem uma meta de juros a perseguir, o BC não tinha um parâmetro claro para nortear o controle da liquidez, o que facilitava a expansão desta e a alimentação da inflação. No presente, mesmo com o BC não dispendo de total autonomia para perseguir o centro da meta de inflação, ele não se encontra na situação extrema de total passividade.

O efeito imediato do financiamento implícito se dá sobre o endividamento público (DBGG-Brasil) e não sobre a inflação, que será afetada apenas em um segundo momento, pela via das expectativas ou pelas restrições que o endividamento elevado e as pressões políticas que vão se criando em relação à política monetária.

Estamos, portanto, em uma situação intermediária entre um regime fiscal sólido, de restrição orçamentária forte ao Tesouro, e o regime hiperinflacionário dos anos 80, caracterizado por financiamento explícito e ilimitado do BC ao TN. A dinâmica da DBGG-Brasil contudo, pode nos levar a uma crise fiscal grave, cuja única solução seja pela via da aceleração inflacionária.

## **8 A mudança na política de dívida pública e o financiamento de despesa primária viabilizadas pela Lei 11.803/08**

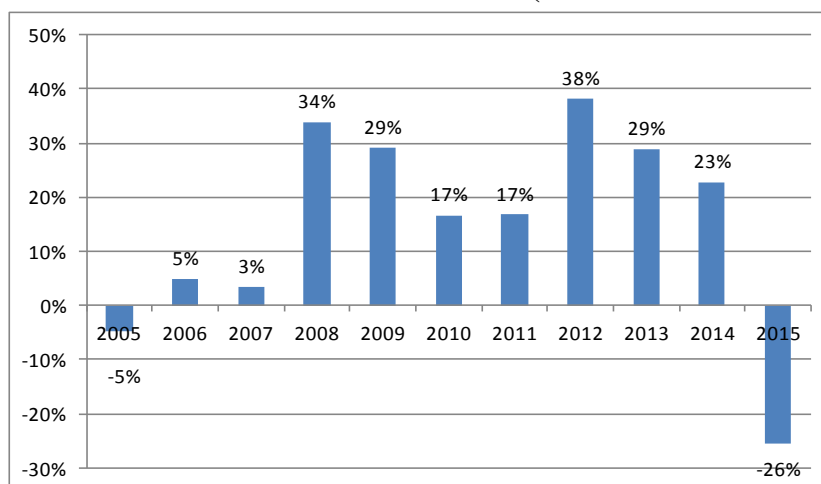
A seção anterior apresentou os impactos que, em tese, o arcabouço legal da relação entre Tesouro e BC pode ter sobre a economia. A presente seção investiga a possibilidade de que os mecanismos ali apresentados tenham ocorrido na prática. Avalia-se se o TN utilizou, no passado recente, o expediente de resgatar dívida em mercado, pagando-a com recursos vindos do resultado do BC. Como visto acima, isso reduz o valor da dívida mobiliária em mercado, bem como permite a apresentação de um perfil de dívida mais benigno que a realidade. Buscam-se, também, evidências de

que tenha havido a prática de substituição de fontes de financiamento, com vistas a liberar recursos para a expansão da despesa primária.

As estatísticas fiscais indicam que os dois fatos realmente aconteceram. Tão logo se aprovou a Lei 11.803/08 houve uma guinada na política de rolagem da dívida pública federal. O Tesouro passou a usar os expressivos resultados transferidos pelo BC no pagamento de amortização e juros da dívida junto ao mercado.

O Gráfico 3 mostra essa realidade. Nele, os valores positivos indicam resgate líquido de dívida pública e os saldos negativos indicam colocação líquida de títulos junto ao mercado. Os valores estão representados como percentual do valor total de títulos vencidos. Percebe-se que antes de 2008 havia pequenos saldos de resgate ou colocação líquida. Ou seja, a regra era a rolagem integral da dívida. A partir de 2008 passou a haver um forte movimento de resgate líquido. Naquele ano nada menos que 34% dos títulos vencidos foram resgatados em dinheiro pelo TN. Nota-se, também, que com a mudança da equipe econômica em 2015 houve brusca reversão nessa política: o TN passou a atuar na direção contrária, fazendo forte colocação líquida de títulos e retirando do BC a tarefa de ampliar as compromissadas. Portanto, houve um atípico resgate líquido de títulos pelo Tesouro no período 2008-2014.

**Gráfico 3 – Resgate (+) e Colocação (-) Líquida de Dívida Mobiliária pelo Tesouro Nacional em Mercado: 2005 a 2015 (em % dos títulos vencidos)**



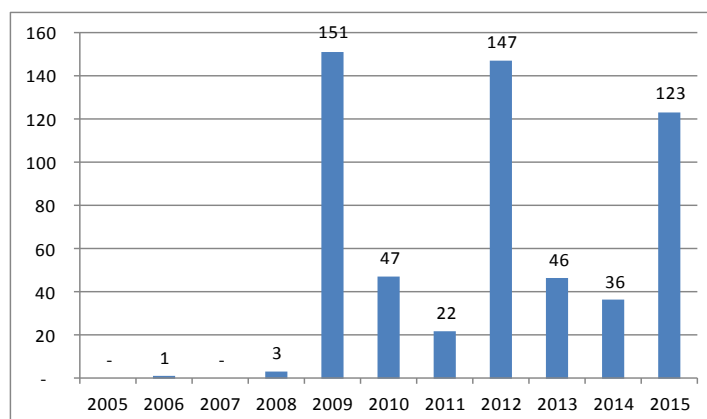
Fonte: STN – Relatório Mensal da Dívida Pública. Elaborado pelo autor.

De onde estaria vindo o dinheiro para fazer esses vultosos resgates líquidos de dívida mobiliária junto ao mercado?

O Gráfico 4 mostra que, antes de 2009, era desprezível o montante de despesas orçamentárias pagas com recursos da fonte orçamentária “Resultado do BC”. A partir

de 2009 há um salto no volume desses recursos, o que coincide com o momento em que houve a mudança na regra de transferência de resultados ao TN, com a forte ampliação do fluxo de dinheiro do BC para a conta do TN.

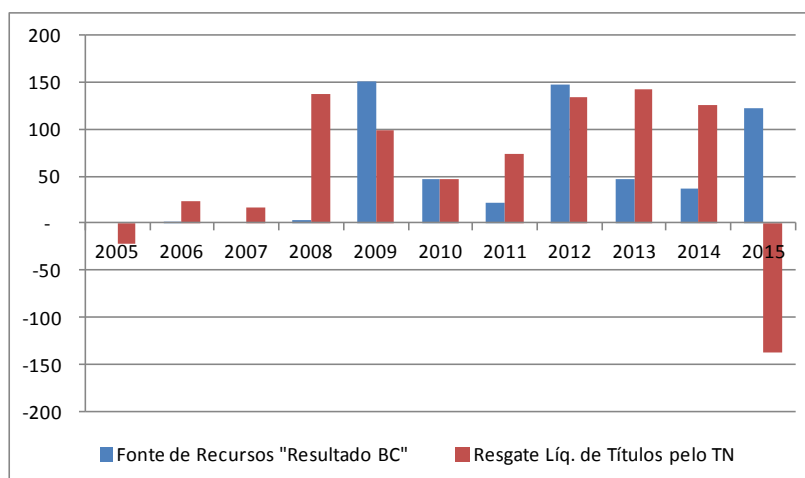
**Gráfico 4 – Montante Total da Fonte de Recursos “Resultado do BC” Utilizado para Pagamento de Amortização e Juros da Dívida (R\$ bilhões)**



Fonte: STN – Relatório Mensal da Dívida Pública. Elaborado pelo autor.

Seriam esses valores suficientes para financiar os resgates líquidos de títulos feitos pelo Tesouro junto ao mercado no período 2008-2014? O Gráfico 5 indica que sim. Ele compara os valores de “resultado do BC” usados no orçamento para pagar juros e amortização da dívida com os valores dos resgates líquidos de títulos feitos pelo TN junto ao mercado.

**Gráfico 5 – Montante Total da Fonte de Recursos “Resultado do BC” Utilizado para Pagamento de Amortização e Juros da Dívida VS. Resgate (+) e Colocação (-) Líquida de Dívida Mobiliária pelo Tesouro Nacional em Mercado: 2005 a 2015 (R\$ bilhões)**



Fonte: STN – Relatório Mensal da Dívida Pública e Sistema Siga Brasil. Elaborado pelo autor.

Observa-se que em 2009, 2010 e 2012 a fonte de recursos “resultado do BC” assumiu valores mais que suficientes para bancar todo o resgate líquido de títulos feito pelo TN. Em 2011, 2013 e 2014 os valores, ainda que inferiores aos resgates totais (o que indica que outras fontes de recursos também foram usadas para bancar os resgates), assumiram valores significativos, colaborando para financiar parcialmente tais resgates.

Em 2015 há um comportamento atípico: ao mesmo tempo em que o Tesouro faz colocação líquida de títulos (acumulando, com isso, dinheiro em caixa), ele também usa bastante o resultado do BC para pagar dívida e juros vencidos. Isso está relacionado com a deterioração das contas públicas e à decisão de pagar as “pedaladas fiscais” (despesas primárias pagas em atraso). O pagamento das “pedaladas” será analisado em maior detalhe na seção 9. Por ora, basta registrar que se trata de uma despesa primária extra, que requereu financiamento adicional. Daí porque o Tesouro precisou, para pagar suas despesas e rolar sua dívida, não apenas buscar dinheiro em mercado com colocação líquida de títulos, como também usar o resultado do BC para financiar o pagamento de amortização, juros e despesas primárias.

Em 2008 não houve uso da fonte “resultado do Tesouro” para financiar amortização e juros da dívida. Como se verá a seguir, nesse ano foi usada principalmente uma receita de compensação financeira por exploração de petróleo para financiar os resgates.

A Tabela 5 apresenta a composição das fontes orçamentárias utilizadas para custear tais despesas, excluindo a rolagem da dívida por meio de emissão de novos títulos. Ela reforça a importância dos recursos do resultado do BC como fonte de financiamento para pagar juros e amortizar a dívida mobiliária no período 2009-2014. Mostra também um outro fato importante: a substituição de fontes de recursos no pagamento da dívida pública como instrumento para facilitar a expansão das despesas primárias.

**Tabela 5 – Fontes de Financiamento para o Pagamento de Amortização e Juros da Dívida Pública: 2005-2015 (% do total)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
REC. DE REFINANC. DE EST. E MUN.	44%	27%	44%	29%	16%	31%	46%	21%	39%	38%	32%
REMUN. DAS DISPONIB. DO TN	23%	26%	31%	20%	12%	14%	18%	12%	18%	15%	0%
RESULTADO DO BACEN	0%	1%	0%	2%	63%	33%	16%	52%	28%	25%	64%
DIVIDENDOS UNIAO	5%	4%	8%	5%	4%	22%	18%	8%	14%	13%	4%
RECURSOS ORDINÁRIOS	24%	38%	16%	9%	4%	0%	2%	5%	0%	0%	0%
OUTRAS	3%	4%	1%	34%	0%	1%	0%	2%	2%	9%	0%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Siafi – Sistema Siga Brasil. Elaborado pelo autor.



São seis diferentes fontes de recursos apresentadas na Tabela 5. A primeira linha inclui as receitas da União decorrentes de pagamentos que lhe são feitos pelos estados e municípios, em decorrência dos diversos refinanciamentos de dívida interna e externa que a União fez para os entes subnacionais. À medida que esses entes vão quitando suas dívidas, a União utiliza os recursos para abater a sua própria dívida. Não houve mudança no padrão de uso desses recursos para pagamento da dívida.

A segunda linha mostra o “resultado do BC”. Percebe-se que, conforme já refletido nos Gráficos 4 e 5, antes de 2009 essa fonte dava contribuição irrisória para o pagamento de amortização e juros da dívida. Após aquele ano, passou, então, a ter grande relevância, o que reforça o argumento de que o Tesouro passou a usar a receita vinda do BC para resgatar dívida em mercado.

A terceira fonte são os dividendos da União. Nota-se que eles ganham importância como fonte de recursos para pagamento da dívida a partir de 2010. Como é sabido, no período 2010-14 o Governo Federal passou a extrair elevados dividendos de suas empresas, muito acima da média histórica, com vistas a ter recursos adicionais para custear suas despesas<sup>19</sup>. Parte desses dividendos, como se vê, foi utilizada para resgate da dívida em mercado<sup>20</sup>. Isso liberava outros recursos fiscais para custear a expansão da despesa primária.

Nas duas linhas seguintes temos as fontes de recursos que deixaram de ser usadas para pagar amortizações e juros da dívida. Tanto os recursos ordinários, oriundos de tributação, quanto a remuneração da conta do Tesouro, fontes usualmente alocadas para o pagamento da dívida, deixaram de ser aplicadas a tal finalidade.

Puderam, com isso, pagar outras despesas do Tesouro. Esse mecanismo de “substituição de fontes” mostra como a entrada dos recursos do resultado do BC no pagamento da dívida pôde ser usada para expandir a capacidade de gasto do Tesouro em outras despesas primárias.

Por fim, as “outras” fontes de recursos incluem receitas como taxas, receitas de concessões, entre outras. A grande importância desse item no exercício de 2008 reflete o uso de R\$ 20 bilhões de receitas de compensação financeira pela exploração de petróleo e gás para quitação de dívida pública. Foi isso que permitiu que a política de

---

<sup>19</sup> Ver Mendes (2014).

<sup>20</sup> Sobre o aumento de pagamento de dividendos das estatais ao Tesouro ver Mendes (2014).

fortes resgates líquidos de dívida começasse em 2008, antes de haver recursos de “resultado do BC” disponíveis para financiar tais resgates.

Em suma, o que a Tabela 5 mostra é uma mudança qualitativa no *mix* de fontes orçamentárias utilizadas para pagar juros e amortização da dívida: perdem importância os recursos tributários ordinários e a remuneração da conta única e ganham importância o resultado do BC e as receitas de dividendos pagos pelas estatais.

Esses dados demonstram que os cenários 3 e 4, apresentados na seção anterior, de fato ocorreram na prática.

Há que se chamar atenção para um fato adicional. À medida que a conta única do Tesouro passa a ser irrigada por grande volume de recursos vindos da equalização cambial, tende a aumentar o saldo médio da conta: ainda que esses recursos sejam usados para amortizar dívida em mercado, eles podem permanecer por dias ou meses na conta, sendo remunerados. Isso eleva a disponibilidade de dinheiro para o Tesouro, que passa a ter maior saldo na fonte “remuneração das disponibilidades do Tesouro”, podendo expandir suas despesas. Trata-se de um efeito secundário da legislação que ampliou o fluxo de recursos do BC para o TN, que também dá maior poder de gasto do erário.

A Tabela 6 mostra que, de fato, há um salto nas despesas financiadas pela fonte “remuneração das disponibilidades do Tesouro”: a média do período 2011-2014 é 49% maior, em termos reais, do que a do período 2005-2010.

Outro fato relevante mostrado pela Tabela 6 é a mudança no tipo de despesas que é paga pela fonte remuneração da conta do TN. Até 2010 ela era usada exclusivamente para pagar amortização e juros. A partir de 2011 migrou para o pagamento de despesas primárias. Isso é decorrência do processo de troca de fontes de financiamento. Como a amortização e os juros passaram a ser pagos com o dinheiro do resultado do BC, liberaram-se os recursos da remuneração conta do TN para gasto em despesas primárias.

A remuneração das disponibilidades do TN é uma fonte de recursos com uso flexível. Ao contrário do resultado do BC, que tem seu uso limitado ao pagamento de amortização e juros da dívida, a remuneração das disponibilidades é de livre alocação. Torna-se, com isso, um importante coringa no processo de troca de fontes: deixa-se de usar a remuneração da conta do TN no pagamento de amortização e juros, realocando-a

para o pagamento de despesas primárias e, ao mesmo tempo, entra-se com os recursos do resultado do BC para pagar amortização e juros.

**Tabela 6 – Recursos de Remuneração da Conta Única do Tesouro no Banco Central: valores utilizados como fonte de despesa orçamentária (R\$ milhões)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AMORT/REFINANC DA DIVIDA	540	11.079	99	7.364	-	6.465	4.633	3.403	12.245	22.076	-
INVERSOES FINANCEIRAS	-	-	-	-	-	-	11	47	4.464	1.807	550
INVESTIMENTOS	-	-	-	-	-	-	272	743	826	1.802	386
JUROS E ENCARGOS DA DIVIDA	15.075	25.418	25.000	19.146	29.382	13.336	19.831	29.611	17.351	-	-
OUTRAS DESPESAS CORRENTES	-	-	-	-	-	-	12.048	6.305	17.092	23.002	35.461
PESSOAL E ENCARGOS SOCIAIS	-	-	-	-	-	-	5.645	58	12	4.210	38.567
TOTAL	15.615	36.496	25.099	26.511	29.382	19.801	42.439	40.167	51.990	52.898	74.964
TOTAL em R\$ de Jun/2015	27.198	61.107	40.529	40.362	42.684	27.438	55.107	49.713	60.308	57.603	74.964
Média 2005-2010 (R\$ de Jun/2015)	39.887										
Média 2011-2014 (R\$ de Jun/2015)	59.539										
Diferença de médias	49%										

Fonte: Siafi – Sistema Siga Brasil. Elaborado pelo autor.

Resta, ainda, averiguar se a expansão das operações compromissadas do Banco Central, observadas ao longo dos últimos anos, estão relacionadas ao aumento de liquidez provocado pelos resgates líquidos de títulos pelo TN.

A versão corrente é de que as operações compromissadas aumentaram em decorrência do acúmulo de reservas internacionais. Tendo que enxugar a liquidez decorrente da compra de divisas, o BC seria forçado a fazer tais operações. No entanto, estudo do próprio Banco Central (2015) aponta a importância dos resgates líquidos do Tesouro na expansão das compromissadas. A Tabela 7, elaborada com base em dados do citado estudo, apresenta os fatores condicionantes do aumento do estoque de operações compromissadas no período 2007-2015. Nela observa-se que o estoque de compromissadas cresceu em valor equivalente a 12,5 pontos percentuais do PIB, passando de 3,2% do PIB em dezembro de 2006 para 15,7% em novembro de 2015. O resgate líquido de títulos do Tesouro foi o maior fator de expansão das compromissadas no período, tendo impacto de 16 pontos percentuais, superando até mesmo a aquisição de reservas internacionais e pagamento de *swaps* cambiais (10,6 p.p. e 1,8 p.p., respectivamente). Não resta dúvida, portanto, que o TN exerceu forte pressão sobre a liquidez ao fazer resgates líquidos de títulos em mercado<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> O estudo do Bacen (2015) também esclarece as causas de outro fato estilizado: o forte crescimento do saldo da conta única do Tesouro Nacional, nos anos recentes. É no mínimo curioso que um governo que se encontra em situação de forte déficit fiscal e crescente dívida pública tenha, ao mesmo tempo, uma conta bancária cujo saldo é elevado e crescente. A tabela abaixo mostra que, entre dezembro de 2006 e novembro de 2015, o saldo positivo da conta única passou de 9,4% do PIB para 13,8% do PIB. Os resultados do BC transferidos ao Tesouro contribuíram com 14,1 pontos percentuais para o aumento da conta. Esse dinheiro, contudo, somado a outros recursos, foi usado para pagar dívida em

**Tabela 7 – Fatores Condicionantes da Expansão das Operações Compromissadas do BC: fluxos acumulados de dezembro de 2006 a novembro de 2015 (em pontos percentuais do PIB)**

Aquisição de reservas internacionais (A)	10,6
Resultado de swaps cambiais (B)	1,8
Resgates líquidos de títulos do TN em mercado (C)	16,0
Juros sobre operações compromissadas (D)	10,1
Crescimento do PIB (E)	- 7,6
Outras operações (F)	- 18,4
<b>Varição do estoque total de operações compromissadas (G) = (A)+...+(F)</b>	<b>12,5</b>
<b>Memo:</b>	
Relação compromissadas/PIB em dez 2006	3,2%
Relação compromissadas/PIB em nov 2015	15,7%

Fonte: Bacen (2015). Elaborado pelo autor.

Nota: as outras operações são constituídas por: recebimento pelo TN de dívidas renegociadas com estados e municípios, resultado primário do Governo Central, depósitos compulsórios de instituições financeiras no BC, desembolsos do TN para fundos e programas (FAT, Fundos Constitucionais, etc.), outras operações financeiras do BC.

Fecha-se, assim, o ciclo da política em que o TN pagou dívida com recursos do resultado do BC e obteve meios de expandir sua despesa primária, bem como alterou artificialmente o perfil de sua dívida, ao se recusar a colocar títulos curtos ou a taxas

---

mercado, levando a um esvaziamento do caixa da ordem de 16 p.p. Os resgates de títulos na carteira do BC levaram a uma baixa adicional do saldo de 7,2 p.p. Outras operações do TN (resultado primário, recebimento de dívidas dos estados e municípios, pagamentos a fundos federais, etc.) tiveram efeito líquido positivo de 13,4 p.p. . Já a remuneração da conta levou a aumento do saldo em 9,4 p.p..

Algumas considerações podem ser feitas em relação a esses números. Em primeiro lugar, é estranho que um Tesouro cronicamente deficitário possa elevar em 13,4 p.p. do PIB o seu saldo de caixa decorrente de operações primárias. Isso possivelmente decorre do recebimento da dívida paga por estados e municípios, do intensivo uso do mecanismo de postergar pagamentos (pedaladas fiscais) e de pagar despesas com emissão de dívida (evitando o impacto no caixa).

Em segundo lugar, ressalta-se a importância da remuneração do saldo de caixa como fator de elevação desse saldo. Isso confirma a afirmação, feita acima, de que a expansão das transferências do BC ao TN teve o efeito secundário de aumentar as disponibilidades financeiras do Tesouro mediante remuneração daqueles recursos durante o período em que eles ficavam no caixa, enquanto não eram usados para financiar o resgate de dívida. Obviamente outros saldos, advindos de expedientes como os atrasos de pagamentos (pedaladas), também eram remunerados e engordavam a conta.

**Fatores condicionantes do saldo da conta única do Tesouro: fluxos acumulados de dez/2006 a nov./2015 (pontos percentuais do PIB)**

<b>Resultados positivos do BC (inclusive equalização cambial) (A)</b>	<b>14,1</b>
<b>Resgates líquidos de títulos do TN em mercado (B)</b>	<b>- 16,0</b>
<b>Resgates líquidos de títulos na carteira do BC (C)</b>	<b>- 7,2</b>
<b>Outras operações (F)</b>	<b>13,4</b>
<b>Remuneração do estoque</b>	<b>9,4</b>
<b>Crescimento do PIB (E)</b>	<b>- 9,2</b>
<b>Varição do saldo da conta única (G) = (A)+...+(F)</b>	<b>4,4</b>
<b>Memo:</b>	
<b>Relação saldo da conta única/PIB em dez 2006</b>	<b>9,4%</b>
<b>Relação saldo da conta única/PIB em nov 2015</b>	<b>13,8%</b>

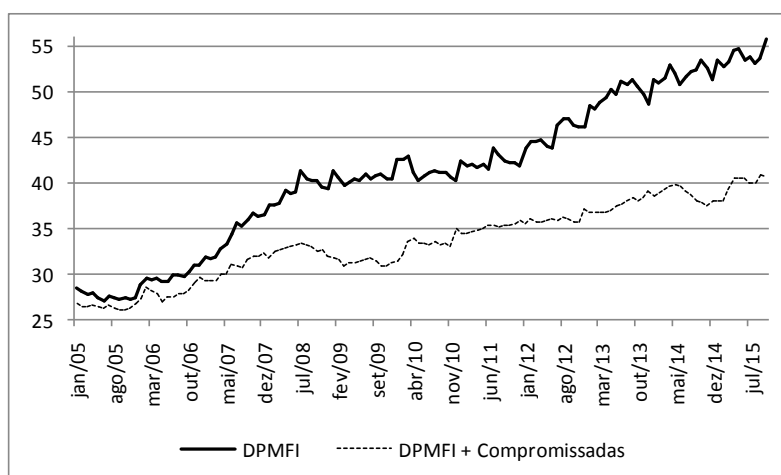
Fonte: Bacen (2015). Elaborado pelo autor.

flutuantes, forçando o Banco Central a colocar esse tipo de dívida em mercado, por meio das operações compromissadas.

Os Gráficos 6 a 8, elaborados por Carbone e Gazzano (2015), dão a medida da distorção no perfil da dívida. No Gráfico 6, vemos que a dívida mobiliária do TN tem prazo médio superior ao que se obtém quando, a essa dívida, se acrescentam as operações compromissadas. Em outubro de ao final de 2015, último dado da série, o prazo médio da dívida mobiliária do Tesouro era de 55,7 meses. Porém, quando a ela acrescentamos as operações compromissadas, o prazo cai para 40,7 meses: uma expressiva diferença de 15 meses, equivalente a 27% do prazo original.

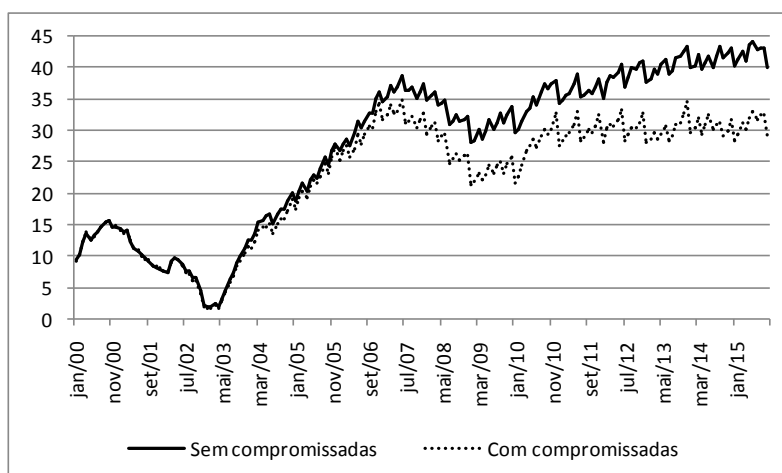
Já o Gráfico 7 mostra que a participação dos títulos prefixados não foi tão favorável quanto o apresentado pelo Tesouro. Sem considerar as compromissadas, essa participação, em outubro de 2015 era de 41,1%, mas ao acrescentarmos as compromissadas na conta, a participação cai para 29%. O inverso ocorre com a participação de títulos indexados à Selic, ilustrada no Gráfico 8: na estatística mostrada pelo Tesouro, esses títulos representavam, em outubro de 2015, 23,6% da dívida, mas com a inclusão das compromissadas a importância dos títulos “selicados” sobe para 33,3%.

**Gráfico 6 – Prazo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna com e sem as Operações Compromissadas (meses)**



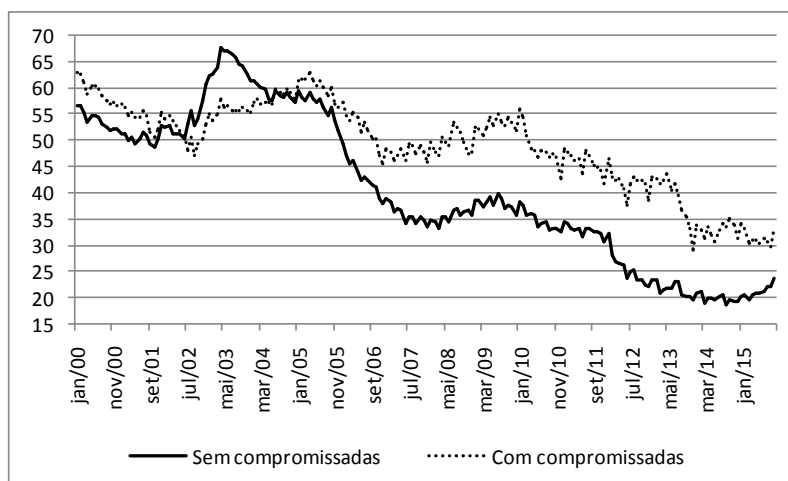
Fonte: Carbone e Gazzano (2015).

**Gráfico 7 – Participação dos Títulos Prefixados na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna com e sem as Operações Compromissadas (%)**



Fonte: Carbone e Gazzano (2015).

**Gráfico 8 – Participação dos Títulos Indexados à Selic na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna com e sem as Operações Compromissadas (%)**



Fonte: Carbone e Gazzano (2015).

Em suma, a expansão das transferências de resultado do BC ao TN, decorrente da Lei 11.803/08, parece ter levado o TN a praticar as políticas previstas na seção anterior: resgate de dívida mobiliária em mercado e substituição de fontes no pagamento de amortização e juros da dívida. Como indicado naquela seção, isso amplia as possibilidades de expansão fiscal. Em um contexto de informação imperfeita, preferência do governo por política expansionista e metas fiscais manipuláveis, a Lei 11.803/08 tornou-se mais um instrumento da “caixa de ferramentas” das políticas expansionistas que levaram o país à grave crise fiscal revelada em 2014.

## 9 O pagamento das “pedaladas fiscais”<sup>22</sup>

Um dos procedimentos de contabilidade criativa utilizados no passado recente foi o atraso de pagamentos do Tesouro a bancos públicos, que ficou conhecido como “pedalada fiscal”. Essas instituições, na qualidade de agentes pagadoras de programas públicos, usualmente adiantavam os recursos para tais pagamentos e eram, em seguida, ressarcidas pelo Tesouro. A partir de 2013 o Tesouro passou a atrasar os pagamentos de forma sistemática, acumulando um passivo não contabilizado.

Após à rejeição das contas do governo pelo Tribunal de Contas da União, e consequente apresentação de pedidos de impeachment da Presidente ao Congresso, baseado nesses fatos, o Governo Federal decidiu pagar integralmente os atrasados ao final de 2015. Tais pagamentos constituem despesa primária (paga em atraso).

Há evidências de que os recursos do resultado do BC foram utilizados, mediante o mecanismo da troca de fontes de financiamento, para custear tais despesas primárias. Trata-se, portanto, de mais um caso em que o cenário 4, da seção 7.2, ocorreu na prática: a disponibilidade do resultado do BC, na conta do Tesouro, deu margem à expansão de despesa primária.

Oficialmente, o Tesouro Nacional afirma que utilizou para o pagamento das pedaladas recursos do “colchão de liquidez” da dívida pública: uma reserva de recursos (obtida mediante emissões de títulos no passado) mantida para enfrentar momentos de turbulência no mercado. Na prática, o que se fez foi a tradicional troca de fontes: o colchão de liquidez e recursos da remuneração da conta única do TN pagaram as pedaladas, em vez de pagar juros e amortizações da dívida; e os recursos do resultado do BC foram usados para pagar a dívida. Como dinheiro não tem carimbo, o resultado final foi que os recursos do resultado do BC viabilizaram o pagamento das pedaladas.

Ao final de 2015, faltavam recursos do orçamento não apenas para pagar as pedaladas, mas também despesas da previdência social, em decorrência do agravamento da crise fiscal. O Ministério do Planejamento, então, publicou as portarias da Secretaria de Orçamento Federal (SOF) nº 130, nº 138 e nº 143 remanejando R\$ 54,6 bilhões de recursos que estavam inicialmente alocados para o pagamento de amortização e juros da dívida. A Tabela 8 ilustra o remanejamento efetuado: foram retirados da verba destinada ao pagamento de juros e amortizações da dívida R\$ 42,9 bilhões de recursos obtidos

---

<sup>22</sup> Esta seção está baseada em Afonso *et al* (2016).

mediante emissão de títulos em exercícios anteriores (o colchão de liquidez) e R\$ 11,7 bilhões provenientes da remuneração da conta do TN no BC.

Com essa transferência de recursos, passou a faltar dinheiro para pagar a amortização e juros da dívida mobiliária vincenda. Para cobrir essa lacuna, foram utilizados os recursos de resultado do BC. Isso fica claro ao se constatar que, no mesmo mês de dezembro de 2015, o governo pagou R\$ 50 bilhões de encargos da dívida com recursos da fonte 52 – Resultado do Banco Central, conforme registrado na Tabela 8.

**Tabela 8 – Realocações de dotações orçamentárias relativos ao pagamento da dívida pública em dezembro de 2015 (R\$ bilhões)**

	Antes	Depois
Colchão de liquidez (emissão de títulos em exercícios anteriores)	42,9	0,0
Remuneração das disponibilidades do TN na conta única	11,7	0,0
Resultado do BC		50,0
<b>TOTAL</b>	<b>54,6</b>	<b>50,0</b>

Fonte: Siafi – Sistema Siga Brasil. Elaborado por Leonardo Ribeiro.

Para onde foram os recursos do colchão de liquidez e da remuneração da conta do TN? A Tabela 9 mostra que os R\$ 42,9 bilhões retirados do colchão foram gastos no pagamento das pedaladas (R\$ 21,1 bilhões) e de despesas da previdência (R\$ 21,8 bilhões). Já o dinheiro da remuneração da conta do TN foi realocado para o pagamento de despesas da previdência (R\$ 11,7 bilhões).

**Tabela 9 – Realocações de dotações orçamentárias para pagamento de pedaladas e despesas da previdência em dezembro de 2015 (R\$ bilhões)**

	Pedaladas	Previdência	TOTAL
Colchão de liquidez (emissão de títulos em exercícios anteriores)	21,1	21,8	42,9
Remuneração das disponibilidades do TN na conta única		11,7	11,7
Remuneração das disponibilidades do TN na conta única vinda de r	8,00		8,00
<b>TOTAL</b>	<b>29,1</b>	<b>33,5</b>	<b>62,6</b>

Fonte: Siafi – Sistema Siga Brasil. Elaborado por Leonardo Ribeiro.

Além desse dinheiro tirado da verba de amortização e juros da dívida, foram realocados outros R\$ 8 bilhões de remuneração da conta do TN, que estavam alocados na reserva de contingência e que foram destinados ao pagamento das pedaladas.

Em resumo, as duas tabelas mostram a troca de fontes: em vez de se pagar dívida com o dinheiro do colchão e da remuneração da conta do TN, pagou-se a dívida com o dinheiro do resultado do BC. E o dinheiro do colchão e da remuneração, que foram liberados do pagamento da dívida, custearam a quitação das



pedaladas e despesas da previdência. Efeito final: R\$ 50 bilhões vindos do resultado do BC pagaram 80% das despesas primárias de R\$ 62,6 bilhões com pedaladas e previdência.

Portanto, a disponibilidade de recursos do BC em caixa permitiu que o Tesouro, em vez de se comportar como no Cenário 1 da seção 7.2 (expandindo a dívida mobiliária e sinalizando o custo fiscal do pagamento das pedaladas), tenha atuado conforme o Cenário 4, usando o resultado do BC para pagar despesa primária.

Há quem argumente que isso não é problema, pois o conceito de DBGG-Brasil e a estatística de resultado primário refletiram adequadamente o pagamento feito, como observado na descrição do Cenário 3. Todavia, como argumentado na discussão daquele cenário, fica patente que dispor dos recursos do resultado do BC permitiu ao Tesouro fazer uma expansão fiscal adicional e, ao mesmo tempo, gerar uma estatística de dívida mobiliária do Tesouro incompatível com a realidade fiscal. Em um contexto de preferência do governo por políticas expansionistas, metas fiscais manipuláveis e informação imperfeita dos agentes econômicos, o Tesouro teve espaço para pagar as pedaladas de uma só vez, sem precisar ir ao mercado colocar títulos ou, alternativamente, cortar outras despesas primárias.

O episódio demonstra, portanto, o argumento desenvolvido na seção 7.2, de que o fato de ter os recursos do resultado do BC disponíveis em caixa fragiliza a restrição orçamentária do Tesouro e permite manobras fiscais que resultam em expansão da despesa primária.

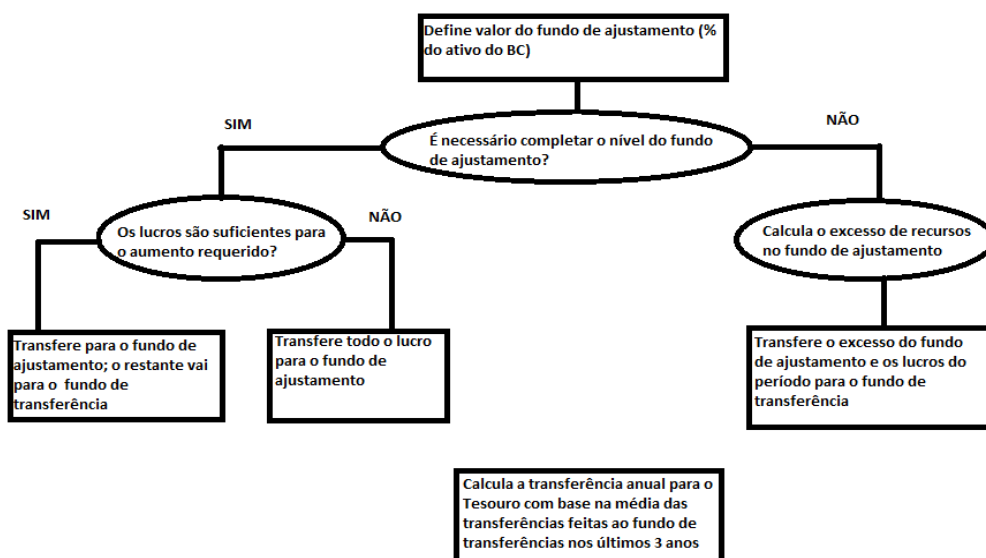
## **10 Uma proposta de reforma da legislação**

As seções anteriores mostraram que a legislação que regula a transferência de resultado do BC para o TN não está de acordo com a boa prática contábil internacional. Bancos centrais, como o brasileiro, que têm forte oscilação do seu resultado contábil devem constituir reservas antes de transferir o resultado ao tesouro e minimizar as transferências de lucros não realizados. As elevadas transferências feitas no caso brasileiro têm efeitos adversos sobre a política fiscal, fragilizando a restrição orçamentária do governo, e também podem atrapalhar a política monetária.

A reforma da legislação deve ir, portanto, na direção de mudar as regras de transferência com vistas a minimizar os fluxos de transferências e, ao mesmo tempo, torná-los mais previsíveis e menos voláteis. Ademais, deve ser dado ao Banco Central o direito de fazer reservas em montante suficiente para cobrir eventuais prejuízos futuros.

O modelo utilizado pelo banco central da Noruega<sup>23</sup> parece adequado ao caso brasileiro, tendo em vista que aquele Banco Central está exposto a fortes oscilações nos valores de seus ativos, em decorrência da alta participação das reservas internacionais no ativo total. Tal modelo, ilustrado pela Figura 1, é composto por dois fundos criados no balanço do Banco Central: um “fundo de ajustamento”, cujo objetivo é armazenar reservas para cobrir perdas do banco central; e um “fundo de transferência”, de onde sairão os recursos a serem repassados ao Tesouro.

**Figura 1 – Regra de formação de reserva e distribuição do lucro do BC ao Tesouro**



Fonte: adaptado de Stella (1997).

O primeiro passo do modelo é definir o nível de recursos que o fundo de ajustamento deve conter. No caso norueguês, o fundo deve conter o equivalente a 40% do valor das reservas internacionais mais 5% do valor dos ativos domésticos.<sup>24</sup> No caso brasileiro, provavelmente deveria ser dado ao Conselho Monetário Nacional o poder de definir o tamanho dessa reserva.

<sup>23</sup> Vide Stella (1997) e <http://www.norges-bank.no/en/Published/Press-releases/2015/Press-release-13-mars-NB-financial-statements/>

<sup>24</sup> Banco Central da Noruega (2014).

Uma vez estabelecido o montante considerado adequado para proteger o BC de perdas, o lucro do banco central é todo canalizado para o fundo de ajustamento até que ele atinja aquele valor.

A cada ano, se o resultado apurado é um prejuízo, saca-se do fundo de ajustamento para cobrir a perda. Se o resultado é um lucro, checa-se se o fundo de ajustamento está com o nível adequado de recursos. Se precisar ser completado, o lucro é direcionado para aquele fundo. Se houver sobra de recursos após a transferência ao fundo de ajustamento, ela é alocada para o fundo de transferência. Caso o fundo de ajustamento já esteja no nível adequado, o lucro é todo canalizado para o fundo de transferência, além de se enviar para esse fundo todo o eventual excesso de recursos que haja no fundo de ajustamento.

O valor que é efetivamente transferido ao tesouro a cada ano não tem relação direta com o lucro do ano. Repassa-se ao tesouro, no ano “t”, o equivalente à média dos valores recebidos pelo fundo de transferência nos anos t-3, t-2 e t-1.

Esse modelo tem várias vantagens. Em primeiro lugar, mantém o capital do BC em nível adequado e evita que ele precise de uma capitalização do tesouro, evitando constrangimento político que reduziria a autonomia da autoridade monetária. Em segundo lugar, a transferência ao tesouro, ao ser calculada pela média dos valores recebidos pelo fundo de transferência nos últimos três anos, suaviza os valores transferidos e impede que a volatilidade do valor dos ativos resulte em volatilidade dos valores transferidos. Em terceiro lugar, tende a reduzir o montante total transferido ao Tesouro, diminuindo o poder desses recursos de fragilizar a restrição orçamentária da autoridade fiscal. Em quarto lugar, já se conhece de antemão, no ano t-1, o montante a ser transferido no ano t, gerando maior previsibilidade para a programação orçamentária e financeira do tesouro.

Adotando-se esse modelo no caso brasileiro, poder-se-ia abandonar o esdrúxulo sistema ora em curso, em que os resultados cambiais são apurados e transferidos em separado do resultado das demais contas, bem como há a necessidade de o Tesouro fazer transferências ao BC em casos de perdas. A adoção da transferência com periodicidade anual, em substituição à semestral, também ajudaria a reduzir a volatilidade, dado que os ganhos de um semestre poderiam ser compensados por perdas em semestres subsequentes.

Alguns detalhes precisariam ser decididos. Por exemplo, em caso de perda que consuma todo o fundo de ajustamento, o BC poderia usar também o fundo de transferência para se ressarcir? Ou deveria o fundo de transferência ser isolado dessa cobertura e representar recursos garantidos para transferência ao Tesouro? A princípio nos parece que o melhor seria permitir que o fundo de transferência seja usado para cobrir prejuízos do BC em caso de esgotamento do fundo de ajustamento. Afinal, tal perda acabaria exigindo, cedo ou tarde, capitalização por parte do Tesouro.

Na direção oposta, também poderia ser previsto um mecanismo em que, em caso de crise fiscal e dificuldade do Tesouro para rolar sua dívida em mercado, houvesse um adiantamento da transferência dos recursos depositados no fundo de transferência. A autorização para que isso fosse feito teria que ser dada pelo Conselho Monetário Nacional, mediante uma carta aberta e expressa do Ministro da Fazenda, solicitando a liberação dos recursos<sup>25</sup>. Com isso, substitui-se o atual modelo, em que os recursos do BC são usados à vontade e sem transparência, por outro em que haveria transparência total e uso apenas em casos de emergência.

Se este modelo conseguir reduzir as transferências ao Tesouro a valores modestos, não haveria a necessidade de impor restrições ao uso dessa verba apenas para pagamento de amortização e juros da dívida. Afinal, como visto acima, esse tipo de restrição é inócuo e pode ser contornado pelo mecanismo de substituição de fontes de financiamento. Assim, uma vez de posse do Tesouro, esses (diminutos) recursos de transferência do BC poderiam ser usados livremente para qualquer tipo de despesa.

## **11 Conclusões**

Este estudo mostrou que o sistema de transferência de lucros e prejuízos entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional, regulado pela Lei 11.803/08, é inadequado. Dado que o BC brasileiro está sujeito a resultados voláteis, alternando grandes lucros e grandes prejuízos, e que tais resultados são tipicamente “não realizados”, a forma mais adequada de tratá-los seria o armazenamento de maior parte dos lucros em reserva do Banco Central. Isso permitiria a compensação de futuras perdas.

---

<sup>25</sup> Sobre esse ponto, ver a proposta de “monetary backstop” feita por Kwall (2016).

A Lei, no entanto, determina a integral transferência dos resultados ao Tesouro. Além disso, estipula que o Tesouro cubra os prejuízos do BC mediante emissão de títulos. A integração entre a transferência dos ganhos do BC ao Tesouro, em dinheiro, e da cobertura dos prejuízos pelo Tesouro, em títulos, gera um mecanismo implícito de financiamento do Tesouro pelo BC.

A consequência é o enfraquecimento da restrição orçamentária do Tesouro que, no contexto institucional brasileiro, encontra maior espaço para expandir gastos e distorcer as estatísticas da dívida pública.

O sistema de metas de inflação a princípio impediria que esse financiamento resultasse em uma clássica perda de controle do BC sobre a emissão monetária, desaguando em maior inflação. Mas como o BC não dispõe de autonomia plena, ele pode ser pressionado a acomodar a expansão monetária decorrente do financiamento implícito concedido ao Tesouro. Ademais, a legislação atual cria alguns constrangimentos adicionais para a autonomia do Banco Central. Primeiro porque dá poder político ao Ministro da Fazenda para influenciar decisões do BC. Segundo porque força a expansão das operações passivas do BC e, com isso, gera pressão política para redução dos juros, como forma de reduzir o custo da dívida pública.

Para solucionar esses problemas, foi proposta uma alteração na legislação que consiste em criar, no Banco Central, dois fundos: um para compensar perdas futuras da autoridade monetária e outro para acumular recursos a serem paulatinamente transferidos ao Tesouro. Esse sistema, inspirado na prática do Banco Central da Noruega, reduziria os volumes e volatilidade das transferências ao Tesouro, acabaria com o financiamento implícito, removeria os estímulos expansionistas à política fiscal e daria maior autonomia ao Banco Central.

### **Referências bibliográficas**

AFONSO, J. R. R., Garcia, M. (2016) “Despedalar repedalandando”. Valor Econômico, 15 de janeiro de 2016.

AFONSO, J. R. R. *et al.* (2016) “Fontes (remanejadas) e usos (retardados) de recursos federais ao final de 2015”. FGV/IBRE – Nota Técnica.

Banco Central do Brasil (2015) “Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e fatores correlatos”. Nota Depec-Bacen.

CARBONE, C., GAZZANO, M. (2015) “Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e conta única”. A.C. Pastore & Associados. Mimeo.

CARVALHO Jr., A. C. D (2016) “Nota sobre histórico da relação financeira Tesouro-Banco Central”. A publicar.

FRANCO, G. (2015) “O jogo do papagaio”. O Estado de São Paulo, 27 de dezembro de 2015.

KAWALL, C. (2016) “A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central”. A publicar.

MENDES, M. (2014) “O que é contabilidade criativa?”. Brasil, Economia e Governo. Disponível em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2014/02/17/o-que-e-contabilidade-criativa/>

Banco Central da Noruega (2014) “Norge’s Bank Supervisory Council report for 2014”. Disponível em: [http://www.norges-bank.no/Upload/Om%20Norges%20Bank/Organisasjon/Representantskapet/supervisory-council\\_report\\_2014.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/Om%20Norges%20Bank/Organisasjon/Representantskapet/supervisory-council_report_2014.pdf)

SCHWARZ, C. *et al.* (2014) “Why accounting matters: a central bank perspective”. European Central Bank. Occasional Papers 153.

STELLA, P. (1997) “Do central banks need capital?”. IMF Working Paper 97/83.

\_\_\_\_\_ (2009) “The Federal reserve balance sheet: what happened and why it matters”. IMF Working Paper 09/120.

SULLIVAN, K. (2002) “Profits, dividends and capital: considerations for central banks”. LEG Seminar for Central Bank Lawyers.

Tribunal de Contas da União (2011) “Acórdão Plenário nº 1.259/2011”.