



# Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro

*Brasília*  
*2013*

**MINISTRO DA FAZENDA**

Guido Mantega

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Nelson Henrique Barbosa Filho

**SECRETÁRIO DO TESOIRO NACIONAL**

Arno Hugo Augustin Filho

**SUBSECRETÁRIOS DO TESOIRO NACIONAL**

Cleber Ubiratan de Oliveira

Eduardo Coutinho Guerra

Gilvan da Silva Dantas

Lísio Fábio de Brasil Camargo

Marcus Pereira Aucélio

Paulo Fontoura Valle

**EQUIPE TÉCNICA**

**Subsecretário da Dívida Pública**

Paulo Fontoura Valle

**Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública**

Fernando Eurico de Paiva Garrido

**Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**

Otávio Ladeira de Medeiros

**Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública**

Antônio de Pádua Ferreira Passos

**Informações:**

Gerência de Relacionamento Institucional - GERIN

Tel: (61) 3412-3188; Fax: (61) 3412-1565

**Secretaria do Tesouro Nacional**

Edifício Sede do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P, 2o andar

70048-900 - Brasília - DF

Correio Eletrônico: [stndivida@fazenda.gov.br](mailto:stndivida@fazenda.gov.br)

Home Page: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>

# Índice Geral

---

<u>INTRODUÇÃO</u>	<u>3</u>
-------------------	----------

<u>CAPÍTULO I: ASPECTOS TEÓRICOS ACERCA DO RELACIONAMENTO ENTRE AUTORIDADE FISCAL E AUTORIDADE MONETÁRIA</u>	<u>5</u>
--	----------

1.1 <i>O Resultado do Banco Central</i>	5
1.2 <i>Custos da Variação Cambial para a Entidade MF - BC</i>	12
1.3 <i>O Depósito das Disponibilidades Financeiras da União</i>	14
1.4 <i>A Remuneração da Conta do Tesouro Nacional</i>	17
1.5 <i>Títulos Públicos como Instrumentos de Política Monetária</i>	19

<u>CAPÍTULO II: O RELACIONAMENTO ENTRE TESOURO NACIONAL E BANCO CENTRAL NA ECONOMIA BRASILEIRA</u>	<u>25</u>
--	-----------

2.1 <i>O resultado do Banco Central do Brasil</i>	25
2.2 <i>Tratamento da variação cambial para a entidade MF - Banco Central do Brasil</i>	26
2.3 <i>O depósito das disponibilidades financeiras da União no Brasil</i>	27
2.4 <i>A remuneração da conta do MF no Brasil</i>	27
2.5 <i>O uso de títulos do MF para fins de política monetária</i>	27

<u>CONCLUSÃO</u>	<u>29</u>
------------------	-----------

<u>BIBLIOGRAFIA</u>	<u>31</u>
---------------------	-----------

## INTRODUÇÃO

---

Existem diversas faces do relacionamento entre a autoridade monetária e o governo que a instituiu, passando pela centralização ou não dos recursos do governo no Banco Central (BC), pela remuneração desses recursos, pela rentabilidade e a forma de pagamento / refinanciamento dos títulos do governo que vencem na carteira da autoridade monetária, até a transferência de seus resultados positivos e cobertura dos negativos.

Tais temas carecem de estudos e sistematização do conhecimento empírico, tanto no Brasil quanto no exterior. A escassez de trabalhos sobre aspectos institucionais entre esses dois entes não reflete a importância que o tema possui e a experiência internacional tem demonstrado que não há consenso em relação à sua melhor forma de tratamento, embora se observe que alguns modelos trazem mais eficiência que outros.

Nesse sentido, este documento tem o objetivo de sintetizar a experiência brasileira e compara-la com as sugestões da literatura e a prática adotada em outros países, de forma a contribuir com o debate internacional e permitir maior disseminação desses assuntos com gestores de dívida e acadêmicos, entre outros interessados.

Além dessa introdução, o trabalho terá dois capítulos. No Capítulo 1, a literatura internacional será analisada sob o ponto de vista teórico. Especificamente, a Seção 1.1 discute o tratamento do resultado contábil do BC, seja positivo ou negativo e conclui que uma boa regra permite que os resultados negativos do BC não criem constrangimentos para a condução da política monetária, permitindo que a autoridade monetária possa perseguir plenamente seus objetivos<sup>1</sup>. Por outro lado, um tratamento eficiente do resultado positivo da autoridade monetária contribuirá para uma trajetória sustentável das finanças públicas, bem como para reduzir os incentivos adversos ao uso ineficiente dos recursos públicos.

A Seção 1.2 trata dos custos da variação cambial para a entidade Ministério da Fazenda (MF) - BC, e mostra que a adoção de regra simétrica periódica para a transferência (cobertura) de resultado positivo (negativo) é capaz de blindar a autoridade monetária no que diz respeito a um patrimônio líquido estruturalmente negativo.

A gestão das disponibilidades financeiras do governo é o tema da Seção 1.3, onde ficam evidentes os custos da desorganização da gestão desses recursos e as vantagens e desvantagens de se manter a

---

<sup>1</sup> A discussão sobre quais objetivos a política monetária deve perseguir é bastante controverso e não será tratado nesse trabalho. Eles podem variar de acordo com a linha de pensamento econômico que se consulte: estabilidade do nível de preços, estabilidade financeira e/ou elevado nível de emprego. De qualquer forma, o que se quer dizer é que um eficiente regimento do uso do resultado do BC contribui para que este ente sinta-se livre de amarras institucionais para perseguir plenamente seus objetivos, sejam eles quais forem de acordo com a crença dos formuladores de política econômica.

custódias desses valores no BC ou em bancos comerciais. A remuneração dessas disponibilidades é tratada na Seção 1.4.

A discussão sobre qual instrumento de política monetária (se título emitido pelo MF ou pelo BC) deve ser utilizado pela autoridade monetária é abordada na Seção 1.5. E, sob uma ótica integrada do setor público e do desenvolvimento do mercado de capitais, é possível indicar os títulos de emissão do MF como a melhor escolha.

Finalmente, o Capítulo 2, com suas respectivas subseções, avaliará cada um dos temas abordados no Capítulo 1 para o contexto da economia brasileira.

## CAPÍTULO I: ASPECTOS TEÓRICOS ACERCA DO RELACIONAMENTO ENTRE AUTORIDADE FISCAL E AUTORIDADE MONETÁRIA

### 1.1 O resultado do Banco Central

Para entender como é composto o resultado de um BC, é importante recorrer às suas principais funções. Em livros-texto de economia usualmente se encontram as seguintes funções: autoridade emissora da moeda, banqueiro do governo, banco dos bancos e executor da política monetária. E ficará evidente nesta seção que o cumprimento de tais funções explicita uma relação direta entre a autoridade monetária e o MF.

Pensando tais funções em termos de um balancete simplificado de um BC hipotético, tem-se que:

- Como **autoridade emissora da moeda**, o BC cumpre um poder de monopólio concedido a ele pelo governo, de forma que o saldo de papel-moeda emitido conste no Passivo do balancete do BC;
- Como **banqueiro do governo** o BC guarda as reservas internacionais (consta no Ativo do balancete);
- Como **banco dos bancos** ele provê empréstimos e mantém depósitos (compulsórios e/ou voluntários) dos bancos comerciais. Tais empréstimos constituem um ativo, item Empréstimos ao setor privado, enquanto os depósitos compõem o passivo, item Reservas Bancárias, do balancete do BC.
- Como **executor da política monetária** o BC regula a taxa de juros de curto prazo e o volume de moeda em circulação. Para isso ele se utiliza da compra e venda de títulos públicos emitidos pelo MF, os quais constam no Ativo do balancete do BC. Tendo em vista o princípio contábil das partidas dobradas (a todo crédito corresponde um débito de igual valor e sinal contrário), será incluída a rubrica Demais Recursos no Passivo.

Tais ações do BC estão reunidas no balancete simplificado apresentado a seguir.

ATIVO (A)	PASSIVO (P)
Reservas Internacionais (RI)	Papel-moeda emitido (PM)
Títulos do Tesouro Nacional (tTN)	Reservas Bancárias (RB)
Empréstimos ao setor privado (Esp)	Demais Recursos (DR)
	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)</b>

FIGURA 1 – Balancete Simplificado do BC

O balancete evidencia que a base monetária<sup>2</sup>, originada a partir da concessão do monopólio da emissão da moeda e sobre o qual não se pagam juros, permite ao BC aplicá-la em ativos que rendem juros (RI, tMF e Esp). Além disso, o custo de confecção de notas é significativamente menor do que seu valor de face, ficando a diferença em favor do BC. Tal receita é conhecida como receita de senhoriagem. Assim sendo, é esperado que estruturalmente o BC exiba resultados positivos, e é justo que esse montante, fundado em uma concessão, seja destinado ao ente que a delegou (o governo federal). O resultado positivo também pode se originar na desvalorização cambial, pois o valor das RI (em moeda doméstica) se eleva.

É importante destacar que não deve ser um dos objetivos da autoridade monetária a geração de resultados positivos<sup>3</sup>, mas sim a busca da estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Um resultado positivo é meramente um resultado possível, no âmbito de seu mandato legal de assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente<sup>4</sup>.

Quanto às possíveis destinações de um resultado positivo, segundo Robinson e Stella (1993), estas são três: a constituição de reservas com lucros retidos, a transferência para o MF e - se o banco central for de propriedade apenas parcial do governo - o pagamento de dividendo para os acionistas.

Quanto à natureza do resultado, entende-se que os ganhos oriundos do diferencial entre os juros ativos e passivos diferem daqueles que são fruto de oscilação cambial, principalmente porque estes podem ser revertidos no momento seguinte, se o câmbio seguir a direção inversa. Portanto, discutir que uso se fará do resultado positivo, de acordo com sua natureza, pode ser tão importante quanto discutir se este resultado deve ou não ser transferido ao MF.

Uma análise mais detalhada do relacionamento entre as duas instituições permitirá obter a natureza do resultado positivo do BC. Pelo balancete do BC é possível construir uma equação simples de determinação do resultado

$$R = (i^* \cdot RI + i_s \cdot tMF + i_m \cdot Esp) + \Delta RI \quad (1).$$

A equação (1) mostra que o resultado do BC é determinado pelos juros ( $i^*$ )<sup>5</sup> percebidos com as reservas internacionais (RI), pelos juros ( $i_s$ )<sup>6</sup> recebidos pelos títulos do MF mantidos na carteira do BC (tMF), pelos

---

<sup>2</sup> Vale lembrar que base monetária é o somatório de papel-moeda emitido (PM) e reservas bancárias (RB).

<sup>3</sup> Tampouco criticada por gerar resultados negativos oriundos de suas atribuições institucionais.

<sup>4</sup> Apesar de ter sido dito que maximização de resultado positivo não é o objetivo do Banco Central, deve-se ter o cuidado para que, em tempos de orçamento apertado, órgãos como Ministério das Finanças não exerçam pressão para que a autoridade monetária adote uma política monetária altamente expansionista/inflacionária para que o Governo obtenha receita de curto prazo adicional oriunda do ganho baseado no monopólio de emissão da moeda. Em outros termos, um conflito entre política monetária e política fiscal pode surgir nesse contexto, assunto que será retomado adiante.

<sup>5</sup>  $i^*$  refere-se a taxa de juros internacional.

juros ( $i_m$ )<sup>7</sup> percebidos através dos empréstimos ao setor privado (Esp) e pela oscilação cambial na marcação a mercado das reservas internacionais ( $\Delta RI$ ).

Três dos quatro componentes apresentados estão direta ou indiretamente ligados à emissão de dívida pelo MF. Isso porque as RI usualmente são adquiridas com base em emissão de títulos da dívida pública, dada a estratégia de esterilização que acompanha o processo de compra de divisas estrangeiras<sup>8</sup>. Com isso, é possível relacionar os termos  $i^*.RI$  e  $\Delta RI$  à emissão de títulos do MF. Mais do que isso, se a  $\Delta RI$  gerar perda, a depender do desenho institucional entre BC e MF, pode ser que o MF tenha a obrigação de cobri-lo. E assim, o MF terá de emitir títulos públicos para fazer frente à cobertura desse resultado negativo. Então, é justo relacionar a  $\Delta RI$  à emissão de títulos do MF. Obviamente o termo  $i_s.TMF$  está diretamente ligado à dívida pública.

#### Quadro 1 - Dívida Líquida versus Dívida Bruta e Governo Geral versus Setor Público

O tratamento a ser dado ao resultado do BC pode ser diferente, a depender da forma como é calculado o nível de endividamento público e, em particular, se as operações do BC são incluídas nas demonstrações financeiras do governo.

A maioria dos países e o FMI utilizam o conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), enquanto o Brasil considera a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como o seu principal indicador de endividamento. São, portanto, duas as grandes diferenças entre os conceitos: quanto ao fato de ser dívida bruta ou líquida e quanto à abrangência do indicador (Governo Geral ou Setor Público). A dívida bruta considera apenas os passivos do governo e a dívida líquida desconta dos passivos os seus ativos junto à sociedade. A dívida do Governo Geral abrange as administrações diretas federal, estaduais e municipais, bem como o sistema público de previdência social; já o conceito de Setor Público considera também o Banco Central e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais. Consequentemente, a métrica de Dívida Líquida do Setor Público utilizada no Brasil considera todos os ativos e passivos financeiros da autoridade monetária, incluindo, dentre outros itens, as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo).

Além do Brasil, outros países consideram o BC em suas demonstrações fiscais. Bolívia, Peru, Uruguai e Austrália são exemplos de práticas de integração das demonstrações contábeis do BC às demonstrações do governo. Muitos Bancos Centrais executam atividades quase fiscais (como troca de ativos ilíquidos por líquidos, aceitação de garantias incomuns, aquisição de reservas internacionais e/ou de títulos de instituições financeiras, entre outras), as quais geram resultados positivos ou negativos que deveriam impactar diretamente as contas governamentais. Sob esse argumento, parece fazer sentido que as demonstrações contábeis da autoridade monetária sejam incorporadas às do governo.

<sup>6</sup>  $i_s$  refere a taxa de juros dos títulos públicos domésticos.

<sup>7</sup>  $i_m$  refere a taxa de juros do empréstimos ao setor privado.

<sup>8</sup> Vale lembrar que a estratégia de aquisição de reservas é tipicamente sucedida de esterilização, como se pode verificar em Dominguez (2011). No entanto, essas reservas podem ser adquiridas sem a contrapartida elevação de dívida pública, pois elas podem ser financiadas por qualquer venda de ativos ou aumento de passivo do setor público. Por exemplo, a contrapartida pode ser uma venda de títulos (redução do ativo), ou ainda um aumento das operações compromissadas (aumento do passivo).



Diante do exposto, é possível dar mais um passo na discussão. Qual seria a destinação mais coerente do resultado positivo no sentido de garantir o equilíbrio da entidade MF-BC? Deve-se atrelar essas receitas ao abatimento da dívida pública ou permitir que sua destinação seja livre? Segundo Meyer (1997), a resposta dessa pergunta está na identificação da natureza desse resultado positivo. Assim, o autor afirma que se deve averiguar se “as receitas representam recursos genuínos, isto é, uma redução de renda do setor privado em prol do Tesouro, ou constituem mero artifício de geração de recursos mediante o aumento do endividamento líquido do Tesouro ou da entidade Tesouro-Banco Central”.

É possível concluir, intuitivamente, que o resultado positivo do BC, por estar intimamente ligado à emissão de dívida pública, deve ser utilizado para abatimento desta. Até porque, eventuais perdas oriundas de  $\Delta RI$  e despesas com o pagamento de  $i_s$  usualmente são cobertos via emissão de dívida pelo MF. Assim, se tais gastos são geradores de dívida, é desejável que quando essas fontes gerarem resultados positivos, estes sejam direcionados para reduzir o endividamento público. Se assim não ocorrer, passa-se a trilhar um caminho de contínua elevação da dívida pública, bem como promove-se o financiamento inflacionário do déficit público (pois se destina o resultado positivo a outros gastos governamentais que não o abatimento da dívida).

Por outro lado, se a decisão for de manutenção do resultado positivo do BC na autoridade monetária, deve-se ter em mente o risco dessa abordagem trazer desequilíbrios estruturais ao BC mais a frente. Para um melhor entendimento desse ponto, deve-se assumir a hipótese de que o tratamento do resultado do BC, tanto positivo quanto negativo, tenha uma abordagem simétrica (ou seja, se há transferência do resultado positivo ao governo, este, por seu turno, cobre eventuais resultados negativos, mas se não há transferência do resultado positivo do BC, não há também garantia da cobertura de resultados negativos por parte do governo). Dito isto, se o BC exibir durante alguns anos resultado negativo, sem a cobertura pelo governo, constituir-se-á um patrimônio líquido estruturalmente negativo, o que pode impor restrições à atuação da autoridade monetária.

Há significativa variação entre os países no que diz respeito à forma como é determinada a transferência de eventuais resultados positivos do BC ao governo, bem como o percentual de transferência. A tabela 1 lista alguns países para efeito de comparação<sup>9</sup>. Importante frisar que esta tabela não pretende ser exaustiva, até porque é de um estudo relativamente antigo, a intenção é apenas mostrar que são muitas as possibilidades e regras a respeito da transferência do resultado positivo do BC ao governo.

E se a transferência do resultado positivo do BC ao MF é um princípio bastante difundido, sendo adotado como contrapartida do monopólio conferido à autoridade monetária para a emissão de moeda, o mesmo

---

<sup>9</sup> Há uma extensa discussão sobre a necessidade de o BC reter parte dos resultados positivos para assegurar o capital e constituir reservas a fim de minimizar os riscos financeiros da instituição e evitar uma posição de capital negativo. Para maiores detalhes ver Sullivan (2003).

não se pode dizer da cobertura de resultados negativos<sup>10</sup>. Esse ponto não é consensual porque mesmo que a autoridade monetária não tenha como objetivo a maximização do resultado positivo, uma contínua erosão de seu patrimônio líquido pode trazer dúvidas quanto à credibilidade e à independência do BC, à confiança na moeda doméstica e às condições de rolagem da dívida soberana, criando dificuldades para a condução da política monetária. Dito de outra forma, há a preocupação de que uma posição financeira negativa de um BC possa tornar-se uma restrição ao cumprimento de seu mandato sobre a inflação e outras responsabilidades.

Não por outro motivo, o FMI usualmente recomenda que, em situações nas quais a autoridade monetária se encontra com patrimônio líquido estruturalmente negativo, o governo realize sua capitalização<sup>11</sup>, seja via injeção de dinheiro ou de títulos públicos. Advoga-se, inclusive, que a recapitalização via títulos ocorra através de papéis que rendem juros, pois assim também se assegura um nível de rendimento que possa reequilibrar a rentabilidade dos ativos e passivos, reduzindo as possibilidades de perdas operacionais adicionais.

**Tabela 1 - Lucros do Banco Central e Governo**

<b>País</b>	<b>Como a transferência do lucro do BC ao governo é determinada?</b>
China	Governo decide
Hong Kong	Governo decide
Índia	BC decide, mas governo pode rejeitar
Indonésia	Pela lei
Coréia	90% do lucro
Filipinas	75% dos lucros distribuídos
Singapura	Frações mínimas para transferir ao governo e constituir reservas mínimas
Tailândia	25% para reservas, 90% do restante para fundo de resgate e 10% para o governo
Argentina	Pela lei
Brasil	Pela lei
Colômbia	Pela lei
México	Lucros transferidos após manter capital real
Peru	25% dos lucros, pela lei
República Tcheca	Legislador decide o orçamento do BC
Hungria	Com base no lucro médio dos anos anteriores
Polônia	< 98% dos lucros, pela lei
Rússia	50% dos lucros
África do Sul	90% dos lucros, pela lei
Turquia	20% das reservas, em seguida 6% para dividendos, de acordo com a lei
Austrália	Pelo governo, consulta-se o BC
Canadá	100% do lucro
Euro área	BC decide

Fonte: Hawkins (2001)

<sup>10</sup> O resultado negativo está ligado a fontes de despesas do BC. As principais despesas referem-se a despesas administrativas, pagamento de juros sobre depósitos de bancos comerciais no BC e variação cambial.

<sup>11</sup> Ver o *Working Paper* do FMI elaborado por Dalton e Dziobek (2005).

Segundo esse mesmo documento do FMI, o impacto de perdas em operações do BC e a necessidade de cobri-las adequadamente é reconhecida nas leis de muitos países, através de disposições que garantem o apoio do governo em caso de grandes perdas do BC. Vale lembrar que o contexto de patrimônio líquido negativo de um BC é diferente da insolvência aplicada às empresas comerciais.

No artigo de Stella e Lönnberg (2008) verifica-se que a geração de resultados negativos por vários anos consecutivos não é mero cenário hipotético teórico. Os autores mostram que vários BC's, conforme tabela 2, exibiram resultados negativos por mais de dez anos consecutivos. O BC uruguaio experimentou perdas equivalentes a 3% do PIB nos anos 1980 e 14 anos consecutivos de resultados negativos. As autoridades monetárias no Chile e Guatemala exibiram perdas durante quase duas décadas. O BC da Jamaica também apresentou resultados negativos por nove anos seguidos.

Tabela 2 - Resultados de Bancos Centrais de países ocidentais - em % do PIB

País	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	-0,7	-0,5	-4,5	-0,7	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	3,8	0,2	0,8	1,0
Bolívia <sub>1</sub>		-0,2	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	0,4	0,7	0,9	0,6	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,3	0,3
Chile	-3,1	-3,2	-1,8	-2,2	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,4	-1,0	-1,2	-0,7	-0,8	-0,5
Costa Rica <sub>1</sub>	-3,5	-3,3	-2,8	-2,0	-1,9	-2,0	-1,5	-1,4	-1,9	-2,1	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3	-1,4
Rep. Dominicana	-1,0	-1,5	-0,8	-0,6	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-2,6	-4,0	-2,9
Equador		-2,2	-2,5	-2,9	-2,3	-1,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,3	-1,2	0,6					
Guatemala <sub>2</sub>	-1,6	-1,9	-1,5	-2,4	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5
Haiti												0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	
Honduras <sub>1</sub>				-3,2	-2,5	-2,7	-0,5	-1,9	-1,9	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,9	-1,1	-1,1	-1,0
Jamaica <sub>3</sub>	-5,7	-5,4	-5,4	-5,0	-4,3	-5,6	-4,7	-2,0	-2,0	0,6	1,0	-0,3	0,0	0,3	-0,5	-1,7	-1,7	-1,0	-1,5
Nicarágua	-5,0	-8,0	-13,8	-2,8	-0,7	-1,1	-1,4	0,1	0,1	-0,2	-0,6	-3,3	-1,7	-1,6	-1,3	-2,0	-1,6	-1,4	
Paraguai <sub>1</sub>	0,2	0,2	0,1	0,6	0,8	0,5	0,1	-3,8	-3,8	-1,5	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8	-0,2
Peru <sub>1</sub>	-5,4	-3,2	-0,4	-1,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
Uruguai	-2,8	-3,1	-3,4	-3,6	-2,2	-1,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,6	
Venezuela	-1,4	-2,9	-1,8	-2,0	-1,7	0,0	-0,2	-1,0	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	0,3	0,1	0,1	0,8	1,6	
<b>Média</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
<b>Mediana</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>

Fonte: Stella e Lönnberg (2008)

1 Dados de 2005 são preliminares

2 Dados de 2005 são estimativas do FMI

3 Para anos após 2002, considera-se apenas perdas monetárias, excluindo emissões especiais de títulos do Banco da Jamaica

Há pelo menos duas formas de tratamento do resultado negativo da autoridade monetária: (i) ser coberto pelos demais itens do balanço, ou (ii) ser transferido ao governo. Na primeira opção pode-se fazer uso de uma redução nos ativos, com uma redução equivalente no patrimônio líquido da instituição, ou impressão de moeda. O ponto negativo dessa alternativa é que ela restringe o manejo da política monetária, pois o BC terá que se preocupar em não gerar perdas para que seu patrimônio líquido não se torne negativo. Ou ainda, no caso de emissão monetária, elevar-se-á a base monetária para cobrir o resultado negativo quando a política monetária pode estar pedindo o inverso.

A segunda alternativa garante que a situação patrimonial do BC esteja sempre equilibrada, embora isso ocorra mediante a redução do superávit fiscal do governo e/ou emissão de dívida pública. Por isso, muitas vezes essa opção é mal vista porque eleva o grau de endividamento público. Na realidade, quando o MF efetua a cobertura dos resultados negativos do BC, não ocorre, nesse momento, qualquer efeito no endividamento público, mas apenas um lançamento de "acerto" entre duas unidades pertencentes à mesma esfera de governo. Ou seja, o impacto nos níveis de endividamento público federal ocorreu antes, no momento em que o BC honrou a(s) operação(ões) deficitárias, financiando-se mediante emissão de moeda e/ou títulos.

Importante destacar que o exposto acima é verdade apenas para os casos onde se utiliza a DLSP como indicador relevante de dívida para fins de análise da sustentabilidade fiscal, como é o caso brasileiro. Se o indicador utilizado for a DBGG nos moldes do FMI, uma emissão de dívida pelo MF para cobrir perdas no BC acaba por elevar a DBGG, pois, como visto, o BC não faz parte do Governo Geral, e qualquer dívida emitida pelo MF e transferida ao BC representa um aumento do passivo do Governo.

A leitura de Hawkins (2001) auxilia no entendimento de por que a absorção dos resultados negativos do BC pelo governo é uma opção mais acertada. O autor entende que há um aspecto assimétrico na grande maioria dos países: os resultados positivos são transferidos para os governos, mas as perdas são atendidas por reduções de capital e reservas. Assim sendo, se em determinado ano as oscilações da taxa de câmbio geram perdas de grande magnitude, pode-se comprometer o patrimônio líquido da instituição. Então, fica claro que é importante que se mantenha a simetria, ou seja, se o resultado do BC é transferido ao governo quando é positivo, deve também sê-lo quando negativo.

Mais do que isso, os resultados gerados entre o BC e MF, sejam positivos ou negativos, não devem escapar para fora dessa entidade BC-MF, de forma a serem neutros do ponto de vista dos agregados monetários. Ou seja, tais resultados devem ser transferidos ao MF se positivos, e cobertos por ele se negativos. O impacto dessa decisão é um potencial aumento do déficit público quando o resultado é negativo porque o MF vai financiá-lo via aumento do endividamento público<sup>12</sup>. Mas este é um problema menor quando comparado à potencial inconsistência gerada para a política monetária quando se opta pela absorção do resultado negativo pelo BC, principalmente se esses resultados são recorrentes e/ou de elevada magnitude, fazendo com que a autoridade monetária permaneça por elevado período com patrimônio líquido negativo.

A leitura de Buiters (2006) permite chegar à mesma conclusão. O autor destaca que o poder de tributar do Estado está por trás do passivo do BC e que, quando a política monetária é institucionalmente delegada, o MF tem que dar suporte à autoridade monetária. Embora se possa argumentar que as regras automatizadas para recapitalização ou cobertura das perdas do BC podem ser consideradas como um substituto para o capital não negativo, na prática a automaticidade muitas vezes não acontece.

O subsídio ao BC pelo governo é uma questão empírica que está circunscrita por tradições jurídico-institucionais. Além disso, muitos BC's não têm disposições jurídicas inequívocas referentes ao tratamento de perdas, mas, invariavelmente, fornecem regras para a distribuição dos lucros. Baseando-se em 135 estatutos de bancos centrais para estabelecer práticas sobre o apoio das tesourarias às finanças dos BC's, sobre as provisões para recapitalização e orientações sobre a distribuição de lucros, Stella e Lönnberg (2008) encontraram práticas divergentes entre os países e observaram uma distribuição bimodal das práticas em questão. Um grupo explicitamente reconhece as responsabilidades do MF para com as finanças

---

<sup>12</sup> Conforme citado anteriormente, o aumento do endividamento público vai depender, entre outros fatores, de qual indicador de endividamento é utilizado. Se for DLSP o item do ativo do BC intitulado títulos do MF em carteira se anulam com o passivo do MF intitulado dívida mobiliária interna no BC. Por outro lado, se o indicador escolhido for DBGG, o resultado negativo do BC coberto com emissão de títulos do MF gerará aumento do nível de endividamento.

do BC, enquanto o outro grupo assume a posição oposta de que nenhuma das duas instituições deve ter responsabilidade financeira com a outra.

Assim, quando a opção é cobrir o resultado negativo com os demais itens do balanço surge a preocupação de qual deve ser o tamanho ideal das reservas de capital da instituição. E há toda uma literatura que se debruça sobre esse tema, Sullivan (2003), Stella (1997) e Hawkins (2001) são bons exemplos. Idealmente, nesse contexto, um BC deve manter capital suficiente para absorver eventuais perdas e ainda manter uma posição de capital não negativo.

A determinação do nível de capital requer uma avaliação dos riscos que o BC enfrenta, tanto em termos do tamanho dessas perdas quanto da probabilidade de sua ocorrência. Com isso, as questões que envolvem o estabelecimento de um capital de risco para os BC's são complexas e difíceis, pois significa avaliar suas funções, o nível de desenvolvimento econômico, a estabilidade do sistema financeiro, as perspectivas acerca de eventos adversos que afetam o setor financeiro, a taxa de câmbio e o nível de inflação. Assim, não há nenhuma resposta definitiva sobre o nível adequado de capital. Também não existem metodologias claras desenvolvidas para determinar tal nível.

## 1.2 Custos da variação cambial para a entidade MF - BC

Importante reforçar os possíveis efeitos da política cambial nos balanços patrimoniais das duas instituições. Isso porque o BC, como visto, sendo o depositário das reservas internacionais, pode ver seu balanço variar substancialmente, pois há oscilação da taxa de câmbio e diferencial entre os juros que o governo paga sobre os recursos que tomou emprestado para comprar as reservas (juros sobre a dívida interna) e os juros que rendem as reservas internacionais.

E a própria estratégia de aquisição de reservas explicita uma das facetas da relação entre BC e MF, pois quando o BC adquire divisas o seu ativo é incrementado, e, por outro lado, se eleva a quantidade de papel-moeda/liquidez na economia. O enxugamento dessa liquidez adicional, caso o BC deseje retornar o nível dos agregados monetários ao seu patamar anterior, exigirá que a autoridade monetária venda títulos do MF<sup>13</sup>. E como discutido, tal estratégia redundará em elevação da DBGG, embora a DLSP permaneça constante (dado que o ativo adquirido, reservas internacionais, anula o passivo emitido - título públicos)<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Em geral tal operação de esterilização tem por base operações compromissadas com títulos públicos do MF. As operações compromissadas podem ser definidas de forma geral como uma operação onde de um lado há uma instituição com sobra de recursos para emprestá-los e remunerá-los por um dia. De outro lado há outra instituição com necessidade de captar recursos para curtíssimo prazo. Então se estipula uma taxa previamente acordada entre esses agentes (em geral próxima à taxa básica da economia), e títulos públicos federais são utilizados como garantia dessa transação. Esse tipo de operação é realizada tanto entre instituições financeiras quanto entre a autoridade monetária e os bancos.

<sup>14</sup> Deve estar claro que não se está considerando aqui o diferencial entre a rentabilidade das reservas internacionais e o custo dos títulos emitidos (ou operações compromissadas realizadas) para sua aquisição.

Essa prática de acumulação de reservas internacionais, em um contexto de desvalorização cambial, gera resultados positivos para o BC, e a literatura internacional se divide em relação ao tratamento que deve ser dispensado a esse ganho contábil não realizado (enquanto a alienação das reservas não ocorrer). Robinson e Stella (1993) defendem que as variações, embora não realizadas, sejam marcadas a mercado, sendo seu resultado, positivo ou negativo, absorvido pelo MF. Dessa forma, neutraliza-se o balanço do BC da política cambial, fazendo com que seus resultados contábeis não sejam afetados pela volatilidade do câmbio.

E deve-se ter o cuidado de, sendo positivo o efeito da variação cambial no balancete do BC, garantir que ele seja utilizado para abatimento da dívida pública, com prioridade para aquela que vence na carteira do BC, se houver. Primeiramente porque as reservas foram adquiridas com recursos gerados no âmbito do relacionamento entre MF e BC. Assim, é importante que tais recursos permaneçam nesse mesmo ambiente e não sejam utilizados para outro fim. Isso porque, caso contrário, injeta-se liquidez no sistema, causando distorções nos agregados monetários.

Outro argumento para o uso de tais recursos para o resgate de títulos públicos é a questão da simetria. Uma vez que em outros momentos essa variação cambial pode gerar perdas, com a consequente transferência desse resultado negativo ao MF, que o cobrirá via emissão de dívida. Ou seja, o equilíbrio e simetria pedem que se abata dívida em momentos de ganhos cambiais, dado que se emite dívida quando há perdas cambiais.

Essa preocupação, inclusive, leva outros autores a defenderem a não distribuição ao MF de ganhos do BC oriundos da variação cambial. Por exemplo, Meyer (1995) defende que tais ganhos “podem transformar-se em perdas amanhã, e vice-versa”, de forma que esse tipo de ganho não deve ser transferido ao MF, “e sim retido e lançado em uma conta passiva do Banco Central, da qual se abateriam também eventuais perdas”.

Também criticando esse tipo de transferência de ganhos de valorização cambial, Sullivan (2003) entende que tal distribuição é, do ponto de vista econômico, um financiamento do BC ao MF. Nas palavras do autor: “Economicamente, lucros realizados representam a transferência de recursos reais e são um componente legítimo das receitas fiscais. A distribuição de ganhos não realizados equivale a financiamentos não esterilizados para o governo, o que muitas vezes é proibido na legislação do banco central”. Uma forma de mitigar esse risco é justamente obrigar que tais ganhos não realizados sejam utilizados para abatimento de títulos da dívida pública na carteira do BC.

Por outro lado, deve-se ter em mente que a não transferência de resultado positivo ao MF implica que este também não fará cobertura de futuros resultados negativos, como visto na seção 1.1. Assim, a adoção de regra simétrica periódica para a transferência (cobertura) de resultado positivo (negativo) é capaz de blindar a autoridade monetária no que diz respeito a um patrimônio líquido estruturalmente negativo.

Evidente que tal regra deve conter a obrigatoriedade de os resultados positivos do BC transferidos ao MF serem utilizados para abater a dívida pública.

### 1.3 O depósito das disponibilidades financeiras da União

As disponibilidades de caixa da União podem receber dois tratamentos distintos: i) o MF centraliza os depósitos em conta junto ao BC ou ii) o MF centraliza tais recebimentos em instituições financeiras privadas.

Antes de avançar no tema, vale lembrar que em muitos países emergentes ou de baixa renda não há ainda uma centralização das disponibilidades financeiras em uma única conta ou em um pequeno número de contas. Por exemplo, Bajo (2001) afirma que no início da década passada o Ministério das Finanças da Croácia não tinha conhecimento de qual era o saldo exato de recursos em moeda doméstica do governo, nem a quantidade de contas em moeda estrangeira mantidos em bancos comerciais. Também eram desconhecidos os montantes nessas contas e as condições de remuneração desses recursos. O diagnóstico era de falta de gestão de recursos, e clareza de qual era a autoridade governamental responsável pela gestão da dívida pública.

Os custos dessa desorganização são muitos:

- saldos em caixa ociosos sem remuneração;
- recursos públicos ociosos no setor bancário comercial podem ser utilizados por essas instituições para concessão de crédito ao público em geral, exigindo que a autoridade monetária realize uma drenagem desta liquidez adicional; e
- contratação de empréstimos desnecessários para cobrir a “falta de dinheiro” percebida (pode haver saldo em favor do governo sem que se saiba).

Por sua vez, as principais vantagens da implantação de uma Conta Única são:

- minimização do volume de depósitos correntes para fins transacionais, muitas vezes sem remuneração, em nome de órgãos governamentais em contas múltiplas;
- eliminação da necessidade de manutenção de depósitos para movimentações entre órgãos governamentais; e
- mitigação do risco de crédito e operacional oriundo de bancos comerciais privados, uma vez que a exposição do governo a essas instituições fica limitada.

Assim, a implantação de uma conta única é um passo importante para que se possa ter uma gestão eficiente dos recursos públicos. Segundo Williams (2010), a conta única é um pré-requisito para uma

moderna gestão de caixa governamental, uma vez que sua implantação envolve a consolidação de todos os saldos em caixa do governo em uma única conta, **de preferência no BC** (grifo meu). Nesse sentido, o autor inclusive afirma que a manutenção da conta fora do BC potencialmente enfraquece a gestão de fluxo de caixa do governo.

Essa estrutura também expõe o governo ao risco moral, principalmente em momentos de volatilidade financeira, e possivelmente também ao risco de crédito. O autor ainda afirma que pode haver falta de transparência financeira, seja pela ausência de pagamento de juros sobre os saldos, pela cobrança de taxas de serviços, ou pelos subsídios cruzados (associados a defasagens temporais entre o recebimento do pagamento de impostos pelo banco e a transferência desses recursos para a conta do governo).

A tabela 3 exhibe um panorama internacional acerca das principais características dos Sistemas de Conta Única para alguns países selecionados<sup>15</sup>. A conclusão que se tira da tabela é que a maior parte dos países da amostra criou um sistema de Conta Única, com total centralização e utilização de um sistema de informação de gerenciamento financeiro integrado. O BC figura como gestor desta Conta Única em muitos desses países e a utilização de bancos comerciais para serviços de transações bancárias também é comum.

Tabela 3 - Exemplos de Sistemas de Conta Única - Países selecionados

País	Cobertura	Grau de centralização	Papel dos bancos comerciais	Disponibilidade do IFMIS <sup>1</sup>
França	Governo Nacional e entes regionais	Completamente centralizado	Não participam	Sim, incluindo uma interface com o BC para operação da Conta Única
Reino Unido	Governo Nacional	Completamente centralizado	Participação significativa	Sim
Austrália	Governo Nacional	Arquitetura mista (combina elementos de modelos centralizados e descentralizados de Conta Única)	O BC é o gestor da Conta Única, há algum envolvimento dos bancos comerciais	Sim
EUA	Governo Nacional	Descentralizado	O BC é o gestor da Conta Única, há algum envolvimento dos bancos comerciais	Sim
Suécia	Governo Nacional	Descentralizado	Bancos comerciais provêm serviços de transações bancárias, e as agências governamentais possuem contas bancárias junto a esses bancos	Sim
Nova Zelândia	Governo Nacional	Completamente centralizado	Bancos comerciais provêm serviços de transações bancárias e de varejo	Sim
Brasil	Governo Nacional	Completamente centralizado	Algum envolvimento dos bancos comerciais	Sim
Peru	Governo Nacional	Arquitetura mista (combina elementos de modelos centralizados e descentralizados de Conta Única)	Completamente envolvidos, sendo a Conta Única gerida pelo principal banco comercial público	Sim
Colômbia	Governo Nacional, mas não inclui "estabelecimentos públicos" (p. ex., Instituto de Seguridade Social)	Completamente centralizado	O BC é o gestor da Conta Única, mas a coleta e os pagamentos são realizadas através de bancos comerciais	IFMIS em processo de estabilização e não possui interface com a Conta Única
Rússia	Governo Nacional	Completamente centralizado	Pouco envolvimento dos bancos comerciais	Sim
Índia	Governo Nacional e estaduais	Arquitetura mista (combina elementos de modelos centralizados e descentralizados de Conta Única)	A coleta e os pagamentos são realizadas através de bancos comerciais	Sim, para nível federal
Indonésia	Governo Nacional	Descentralizado	-	Em desenvolvimento

Fonte: Pattabayak e Fainboim (2010)

<sup>1</sup> IFMIS é a sigla para Integrated Financial Management Information System

Retomando a questão de onde manter as disponibilidades financeiras da União, Keser (2000) *apud* Bajo (2001) afirma que é prática generalizada entre as economias desenvolvidas a concentração de recursos em uma única conta do MF no BC. Pattanayak e Fainboim (2010), no mesmo sentido, também afirmam que “como o banco central atua como agente fiscal do governo, a custódia da Conta Única na maioria dos países é com o banco central, embora em teoria, ela também possa ser realizada em um banco comercial”. As razões para a custódia no BC são várias:

- permite maior facilidade de controle dos recursos;

<sup>15</sup> Para maiores detalhes sobre o conteúdo da tabela, ver Pattanayak e Fainboim (2010).



- gera custos menores de manutenção, diferentemente do que ocorre em contas mantidas em instituições privadas;
- garante neutralidade competitiva entre os agentes do setor privado;
- facilita a gestão da liquidez no sistema financeiro; e
- minimiza o risco de crédito oferecido pelos bancos comerciais.

Claro que tanto a questão do controle como a do custo não se constituem obstáculos incontornáveis à opção de uso de bancos privados para acolher as disponibilidades do governo, apenas exigem algum custo de manutenção. Primeiro porque os avanços tecnológicos permitiriam a confecção de softwares que gerenciassem a consolidação de várias contas bancárias em tempo real, e segundo porque é possível barganhar isenção de tarifas bancárias quando se trata de um cliente com tamanha movimentação em sua conta corrente como é o governo<sup>16</sup>.

Em relação ao controle da liquidez, Meyer (1997) defende a centralização de recursos do MF no BC porque a movimentação de recursos do MF tem efeitos importantes sobre o mercado monetário e de câmbio. E se essa influência pode ser perturbadora a ponto de contrariar a política de crédito do BC, a centralização de tais recursos no BC permite a este julgar a situação financeira geral, a qualquer momento, dando o aconselhamento adequado para o governo, e tomar as medidas corretivas necessárias.

Pelo mesmo motivo, mas com uma leitura distinta, há quem critique a centralização das disponibilidades do MF no BC, haja vista os artigos publicados por Cysne (1990), Ogasavara (1991) e Garcia (1994). Para estes, a custódia da Conta Única fora do BC é preferível porque o fluxo de caixa do MF afeta a condução da política monetária, criando pressões por emissão ou recolhimento de moeda por parte do BC. Dito de outra forma, a execução financeira do MF impacta a liquidez do sistema.

Desse modo, quando, em determinado dia, o MF gasta mais do que arrecada, provoca-se uma expansão da base monetária, ao passo que, no caso da arrecadação ser maior que o gasto, provoca-se contração da base monetária. Assim, o BC tem que realizar operações compensatórias para manter a liquidez do sistema de acordo com a estratégia de controle dos agregados monetários.

A neutralização do efeito diário do fluxo de caixa do MF se dá usualmente pelas operações de mercado aberto. Com isso, segundo Cysne (1990), há “dificuldade de balizamento da evolução diária da base monetária e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes”. Assim, “nada disso ocorreria se o Tesouro tivesse conta fora do BC. O crédito em um banco seria o débito em outro banco, facilitando

---

<sup>16</sup> O sistema norte-americano é um bom exemplo, dado que o Tesouro mantém, além da conta no Federal Reserve, contas em várias instituições financeiras privadas. Ainda mais, há um sistema que controla o fluxo de todas essas contas de forma que nunca falem recursos no Fed para honrar com o pagamento das despesas contratadas, bem como institui um calendário de “leilão de depósito” para que se garanta a melhor remuneração possível aos depósitos que permanecem nas instituições privadas. Para maiores detalhes ver Garbade et al. (2004).

muito o controle do BC sobre a base monetária. O argumento aqui é que a CUT<sup>17</sup> causa muito ruído na política monetária, dificultando sobremaneira o controle monetário”, defende Garcia (1994).

Entretanto, é importante frisar que são muitos os fatores que impactam a base monetária e a conta única é apenas mais um, embora relevante, e que o BC consegue ajustar o impacto na liquidez sem grandes percalços através de operações compromissadas diárias. Nesse sentido, a autoridade monetária não vai deixar de administrar a liquidez, nem esta vai se tornar tão menos volátil, se a conta única for mantida fora do BC.

Como ficou claro, a centralização de depósitos do MF no BC não é uma questão pacificada, sendo adotada em alguns países, como França, Espanha, Japão e Suíça, enquanto que outros, como Estados Unidos, permitem que esses depósitos sejam realizados também em bancos comerciais.

No caso de optar-se pelo MF centralizar os depósitos em conta junto ao BC, o balancete simplificado destas instituições passa a ter a seguinte constituição:

Balancete BC:

ATIVO (A)	PASSIVO (P)
Reservas Internacionais (RI)	Papel-moeda emitido (PM)
Títulos do TN no BC (tTN)	Reservas Bancárias (RB)
Empréstimos ao setor privado (Esp)	Depósitos do TN no BC (dTN)
	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)</b>

Balancete MF:

ATIVO (A)	PASSIVO (P)
Depósitos do TN no BC (dTN)	Títulos do TN no BC (tTN)
Haveres Internos Líquidos	Títulos do TN fora do BC
	Dívida Externa
	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)</b>

FIGURA 2 – Balancetes Simplificados do BC e MF

## 1.4 A remuneração da conta do Tesouro Nacional

Outra questão importante que permeia a existência de uma conta (única ou não) no Banco Central é a remuneração de suas disponibilidades. Esse tema também não traz um princípio amplamente estabelecido. Em países como Austrália, França e Inglaterra, por exemplo, a conta do MF no banco central

<sup>17</sup> CUT é a sigla para Conta Única do Tesouro.

é remunerada; já nos Estados Unidos, Índia, Japão e Alemanha, não há remuneração da conta do MF no BC.

Segundo Liener (2009), “excessos de caixa temporários são normalmente remunerados pelo banco central ou colocados em instrumentos do mercado financeiro”. Para o autor, em reconhecimento ao valor do dinheiro no tempo, a aplicação de excedentes temporários da conta única em instrumentos remunerados está entre as melhores práticas na gestão de recursos governamentais.

Williams (2009), por sua vez, afirma que a melhor prática, entre os países da OCDE, é remunerar os recursos da conta única a uma taxa de juros de mercado. Entre os benefícios desta prática para o autor podem-se citar:

- melhora a transparência contábil e evita subsídios implícitos cruzados associados com as taxas de administração<sup>18</sup>;
- evita a tomada de decisões economicamente inadequadas por parte do MF na aplicação dos depósitos, como direcioná-los para bancos comerciais com baixas classificações de crédito; e
- reduz o risco de que parte extra do “lucro” gerado pelo BC seja despendida com maiores despesas administrativas.

Outra possível justificativa para a remuneração da conta do MF no BC é evitar um questionamento dos órgãos de controle governamental (como os Tribunais de Contas), pois em qualquer banco comercial os recursos públicos depositados na conta seriam remunerados, e quando se tem essa oportunidade, a escolha por uma conta não remunerada no BC pode transformar-se em alvo de críticas da auditoria. Por outro lado, há os que argumentem que, caso não houvesse remuneração da conta do MF, o resultado do BC seria maior e, conseqüentemente, maior a transferência de ganhos para o MF ao final do período, em casos em que haja transferência regular de resultados positivos ao MF.

A constituição, dentro do BC, de um caixa exclusivamente destinado ao pagamento da dívida vincenda é oportuna, e a não remuneração da conta única do MF no BC dificulta a existência desse “colchão”, dado que a justificativa para tal perante uma auditoria ou as autoridades públicas torna-se questionável. O objetivo já deve estar claro: minimizar o risco de refinanciamento, transmitindo segurança em relação à capacidade de o MF honrar pagamentos em momentos nos quais o mercado está instável e reticente quanto à adquirir títulos públicos ou o MF não se sente confortável em corroborar as taxas apresentadas nos leilões. Outra utilidade para tal reserva é criar condições para os gestores da dívida pública trabalharem como agentes estabilizadores do mercado secundário em momentos de elevada volatilidade (Pereira, Pedras e Gragnani, 2009).

---

<sup>18</sup> Os subsídios cruzados surgem porque as taxas pagas não refletem os custos; as fontes de recursos baratos do BC permitem, tudo o mais constante, que seus lucros sejam incrementados, possibilitando a existência de subsídio a outras atividades (Williams, 2009).

Apesar da possível interpretação de que a remuneração da conta do MF no BC é nada mais que uma antecipação dos resultados positivos, isso não significa que seja indiferente remunerar ou não a conta do MF. Não há garantia de que o MF receba a mesma quantidade de recursos em ambas as situações. Um maior ganho do BC com o MF, devido à não remuneração da conta pode redundar em uma redução do resultado positivo do BC com o setor privado, seja porque o aumento do ganho do BC estimula a concessão de subsídios a este setor, seja porque o BC torna-se mais leniente no controle de seus próprios gastos<sup>19</sup>. Meyer (1995) conclui que, se com a não remuneração da conta única no BC a receita do MF pode cair, então se deve remunerar essa conta. Até porque, como visto, o MF receberia tal remuneração se sua conta ficasse em um banco comercial<sup>20</sup>.

Importante destacar que, o mesmo raciocínio utilizado para atrelar o uso do resultado positivo do BC para abatimento da dívida pública vale para a destinação dada à remuneração das disponibilidades depositadas no BC. Até porque o direcionamento para o pagamento da dívida pública possui relação direta com a sua origem e a necessidade de não utilização em outra finalidade. Sendo uma receita de capital, é preferível que se destine tais recursos ao pagamento de despesas de capital, como é o caso de amortização de dívida pública.

Como é uma receita gerada no âmbito do relacionamento entre MF e BC, o pagamento da dívida pública, preferencialmente aquela existente junto ao BC, com tais recursos garante que a política monetária não seja afetada negativamente. Caso contrário, ao direcionar essa receita para pagamento de outros tipos de despesas fora do BC, gera-se um impacto expansionista sobre a base monetária, exigindo atuação compensatória do BC para que a liquidez do sistema financeiro não se altere. Tal evento cria ruídos tanto para a eficiência da política monetária, por exigir atuações constantes do BC para reequilibrar o meio circulante, quanto para a gestão da dívida pública, ao exigir do MF que busque recursos em mercado para pagar as despesas com dívida que vencem junto à autoridade monetária.

Analogamente, Williams (2009) também defende que, no intuito de garantir transparência e tratar os incentivos financeiros da melhor forma possível, o MF deve pagar taxas relacionadas às transações da conta única para compensar o BC pelos custos dos serviços oferecidos.

## 1.5 Títulos Públicos como Instrumentos de política monetária

Em geral, as autoridades monetárias se utilizam de títulos públicos para manejo da oferta e demanda de reservas bancárias, garantia de operações compromissadas e suporte a um sistema de pagamentos e liquidação. A questão a ser tratada neste tópico é qual título o BC deve utilizar para executar a política

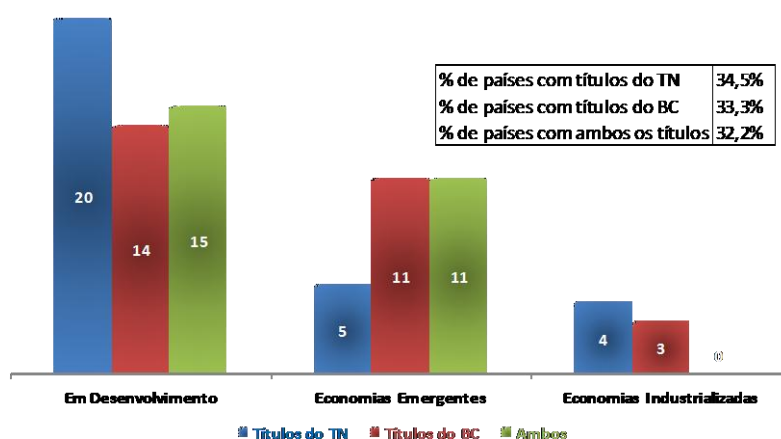
---

<sup>19</sup> Ver Meyer (1993).

<sup>20</sup> Vale lembrar que no caso de não haver previsão de cobertura pelo MF de eventuais perdas do BC, a remuneração da conta do MF no BC faz toda a diferença.

monetária: títulos do MF ou do próprio BC? Empiricamente verifica-se que os bancos centrais se dividem praticamente de forma igualitária em três grupos: aqueles que somente utilizam títulos do MF, os que fazem uso apenas de títulos próprios e os que utilizam ambos.

Como mostra o gráfico a seguir, Nyawata (2012) chegou a essa conclusão a partir de uma amostra de 84 países<sup>21</sup>, sendo 29 pertencentes ao primeiro grupo, 28 representam o segundo grupo e 26 pertencem ao terceiro grupo. No entanto, percebe-se que tal distribuição deixa de ser uniforme quando se separa os países por grau de desenvolvimento. É de se esperar que quanto maior o grau de desenvolvimento, maior a separação esperada entre política fiscal e monetária. Ou seja, espera-se maior uso exclusivo de títulos do MF quanto mais desenvolvido for o país.



Fonte: Nyawata (2012)

FIGURA 3 – Instrumento de política monetária por nível de desenvolvimento

Entretanto, Nyawata (2012) verificou o seguinte comportamento: entre as economias em desenvolvimento analisadas é mais comum o uso exclusivo de títulos do MF, e entre os emergentes é maior a participação de títulos do BC. Em números, 40% dos países em desenvolvimento utilizam apenas títulos do MF, ao passo que entre as economias emergentes essa estatística cai para 18%. Por sua vez, 41% dos emergentes usam apenas títulos do BC, enquanto apenas 28% das nações em desenvolvimento apresentam tal

<sup>21</sup> Os países industrializados são: Austrália, Canadá, Alemanha, Reino Unido, Dinamarca, Islândia e Suécia. As economias emergentes consideradas são: Brasil, Índia, Peru, Singapura, Uruguai, Armênia, Azerbaijão, China, Indonésia, Cazaquistão, México, Romênia, África do Sul, Tadjiquistão, Turquia, Ucrânia, Belarus, Bolívia, Chile, Costa Rica, Croácia, República Checa, Quirguistão, Malásia, Polônia, Rússia, e Tailândia. Os países em desenvolvimento da amostra são: Afeganistão, Albânia, Bahamas, Botswana, Barbados, Belize, Camboja, Cabo Verde, República Dominicana, Fiji, ECCB, Etiópia, Gana, Gâmbia, Guiné, Guiana, Haiti, Irã, Jamaica, Jordânia, Kuwait, Laos, Líbano, Lesoto, Macedônia, Malawi, Maldivas, Mauritània, Maurício, Mongólia, Moçambique, Myanmar, Namíbia, Nepal, Nicarágua, Nigéria, Omã, Pápua Nova Guiné, Paquistão, Samoa, Arábia Saudita, Sérvia, Serra Leoa, Síria, Tanzânia, Trinidad e Tobago, Uganda, Uzbequistão, e Vanuatu.

característica<sup>22</sup>. Apesar da quantidade de países industrializados consideradas na amostra ser pequena (apenas sete), sabe-se que outros países desse grupo não considerados também se utilizam apenas de títulos do MF, como os EUA e União Européia, corroborando a tese de que, em geral, quanto mais desenvolvida uma economia, maior a tendência de uso dos títulos do MF pelo BC para execução da política monetária.

A partir desses dados empíricos, pretende-se nessa seção fazer uma resenha dos principais pontos teóricos discutidos por Nyawata (2012), posto que o referido artigo é bastante recente e faz uma interessante cobertura da literatura internacional a respeito do tema.

Nesse sentido, o primeiro passo para determinar se deve haver uma preferência por um título específico, é estipular quais as características desejadas desse papel a ser utilizado para execução da política monetária por parte do BC. Assim, Nyawata op.cit elenca os seguintes pontos: o valor mobiliário em questão deve estar sob controle do BC, deve estar disponível em montante e maturidades suficientes, fomentar os mecanismos de transmissão da política monetária, ser compatível com a independência operacional do BC, ser líquido e possuir risco de crédito mínimo.

Estas duas últimas características podem estar presentes tanto em títulos do BC quanto do MF, e atuam no sentido de evitar perdas financeiras ao BC. As demais listadas dependem em algum grau dos arranjos institucionais existentes entre MF e BC. Tais aspectos serão discutidos com mais detalhes nos parágrafos seguintes. Nyawata op. cit. também atribui importância a algumas questões operacionais/institucionais, tais como: formato dos leilões, plataforma de negócios, sistemas de determinação de preços e liquidação, estrutura e funcionamento do sistema de pagamentos, desenho da política monetária, procedimentos das operações dos mercados cambiais e monetários, e administração das reservas internacionais e da dívida pública.

Antecipando a conclusão de Nyawata op. cit., o autor sugere que, em essência, os títulos do BC e do MF possuem características similares, o que os habilitam igualmente a cumprirem a função de administração da liquidez. Entretanto, diferenças e conflitos potenciais podem surgir de acordo com os arranjos institucional, legal e administrativo pertinentes às decisões sobre perfis de maturidade, restrições sobre os volumes e a falta de acordo formal entre MF e BC. Ainda mais, quando se consideram três aspectos: (i) visão integrada do financiamento do setor público, (ii) política pública de fomento ao mercado financeiro, e (iii) externalidades positivas que títulos públicos exercem sobre os demais instrumentos financeiros e o restante da economia; o uso exclusivo do título do MF surge como opção mais adequada.

---

<sup>22</sup> Esse resultado, contrário ao que seria esperado pela teoria, pode ter sua explicação no agrupamento de países proposto pelo autor. Por exemplo, países emergentes de expressão não foram considerados (China, por exemplo), e outros não tão expressivos internacionalmente estão listados (Tajiquistão e Quirguistão, por exemplo). Nesse mesmo sentido, observou-se a relevante ausência dos Estados Unidos e União Europeia.

A partir deste ponto, então, faremos uma breve análise desses aspectos para melhor esclarecer os motivos da preferência de Nyawata op. cit. pelos títulos do MF. Assim, apesar do uso de títulos do BC garantir autonomia à autoridade monetária para controle da liquidez, ou seja, não haver dependência de emissões de títulos do MF, o autor enxerga desafios na utilização de tais papéis, em particular: conflito potencial com os objetivos do governo na gestão da dívida pública; externalidades limitadas para o desenvolvimento do mercado monetário, dado que a participação é muitas vezes limitada a bancos; possível enfraquecimento do balanço do BC com consequentes ameaças à credibilidade da instituição<sup>23</sup>; e potencial de segmentação de mercado, especialmente se os vencimentos dos títulos do MF e do BC forem semelhantes.

Vale tecer alguns comentários sobre tais aspectos. Historicamente, os títulos do MF têm sido associados com externalidades positivas para o setor financeiro e o resto da economia. Em geral, pode-se citar como características estilizadas de títulos do MF:

- são considerados virtualmente livres de risco de crédito, servindo como ferramentas de proteção ao risco de juros e como garantia para mercados afins, como compromissadas e derivativos;
- servem como referência de preços para outros ativos financeiros, bem como para extrair informações sobre a inflação e as perspectivas do PIB; e
- permitem concentrar liquidez em poucos vencimentos-chave.

A respeito da fragmentação de mercado, pode-se afirmar que títulos do BC tendem a operar na ponta curta da curva de juros, em geral com maturidades inferiores a 12 meses, enquanto os títulos do MF tendem a se concentrar nos vencimentos mais longos. Alguns BC's iniciaram a emissão de seus próprios títulos devido à indisponibilidade de títulos apropriados do MF. O pressuposto aqui é que se os títulos do MF são disponibilizados em volume suficiente e não há restrições legais para seu uso em política monetária, o BC não tem necessidade de emitir seus próprios títulos. Além disso, com uma apropriada estrutura de vencimentos, o uso do mesmo instrumento tanto para gestão da dívida como para política monetária fortalece o papel de títulos do MF como uma ferramenta para desenvolvimento do mercado financeiro. Ainda mais, no cenário de emissão de títulos também por parte do BC, acaba-se tendo dois emissores de dívida soberana, o que pode prejudicar a liquidez, bem como potencial corrida para títulos do BC em detrimento dos títulos do MF em momentos de maior instabilidade financeira.

A proposta é que haja apenas um mercado de títulos públicos, emitidos pelo MF, de forma que o governo faça emissões além de sua necessidade de financiamento, a fim de destinar parte desses títulos para o BC executar a política monetária. Como lembra Williams (2010), tal arranjo exige confiança entre as duas instituições, pois a autoridade monetária depende da disposição do MF sempre aceitar seu pedido de emissão adicional de títulos para fins de política monetária. Segundo o autor, o principal benefício desse

---

<sup>23</sup> Por exemplo, nesse caso o BC teria que suportar o pagamento de juros de seus títulos, o que pode ser bastante volumoso em casos de altos patamares de taxa de juros e elevada liquidez.

mecanismo é o incremento da liquidez no mercado secundário, pois há consolidação de toda a dívida pública. E em países onde os mercados secundários são pouco desenvolvidos, os títulos do MF são usualmente o instrumento preferido por seus maiores volumes, cumprindo assim um papel catalisador na promoção do desenvolvimento de tais mercados.

Pelo que foi discutido até aqui fica claro que a escolha entre títulos do MF e papéis do BC deve ser guiada observando-se qual deles: (i) favorecem mais a transmissão da política monetária, (ii) contribuem mais para o desenvolvimento de mercados líquidos, e (iii) asseguram maior autonomia operacional do BC. E para Nyawata (2012), os títulos do MF, em particular, possuem características que os tornam um veículo ideal para o desenvolvimento dos mercados. Eles facilitam o desenvolvimento das curvas de juros, que se constituem elementos cruciais para os sinais da política monetária. E uma bem-sucedida emissão de sinais da política monetária reflete uma melhoria dos canais de transmissão desta.

Assim, Nyawata *op. cit.* conclui que (i) uma perspectiva integrada do setor público<sup>24</sup>, segundo a qual o contribuinte tem a responsabilidade final sobre as perdas sofridas pelo BC; (ii) a preocupação de promoção e desenvolvimento dos mercados monetários e (iii) a busca por externalidades positivas para toda a economia são fatores que contribuem para a preferência pelos títulos do MF em relação aos papéis do BC.

Assumindo-se contexto no qual há uso exclusivo dos títulos do MF, resta uma questão pertinente: qual deve ser o tratamento a ser dado aos títulos do MF que vencem na carteira do BC? Teoricamente pode-se listar duas alternativas principais: (i) o título é resgatado e pago em forma pecuniária pelo MF ao BC; (ii) o MF faz a rolagem desse título no BC (ou seja, troca o título vencido por um novo título a vencer).

Vale aqui uma breve explanação sobre a mecânica operacional de cada uma dessas alternativas, para avaliação dos seus prós e contras. Para tanto serão assumidas as seguintes premissas: (i) o MF centraliza os depósitos das disponibilidades financeiras em conta junto ao BC, (ii) não há superávit operacional do governo federal e (iii) há equilíbrio de liquidez no mercado monetário.

O resgate dos títulos, na prática, consiste dos seguintes passos: (1) o MF paga em dinheiro o valor devido pelo título que venceu; (2) o MF emite novo título em mercado para arrecadar os recursos necessários para cobrir o pagamento do título que venceu; (3) para reequilibrar a liquidez do mercado monetário, que foi reduzida como reflexo do passo (2), usualmente o BC compra títulos públicos em mercado. Ou seja, na prática o título que venceu foi substituído indiretamente por um novo título na carteira do BC.

---

<sup>24</sup> Uma visão integrada do setor público considera a situação financeira global do BC e do governo como um todo. Os governos podem optar por reconhecer o custo de operações de esterilização explicitamente em seus orçamentos ou indiretamente nos balanços dos bancos centrais, resultando em reduzida distribuição de resultados positivos para o governo e /ou perdas que prejudicam o balanço do banco central, podendo gerar necessidade de recapitalização.



A segunda alternativa é justamente fazer a troca direta do título que venceu na carteira do BC, em uma operação de rolagem sem intermediários entre o MF e o BC, e, portanto, sem interferências na liquidez do mercado monetário. Para tal, pode-se realizar um leilão não competitivo exclusivo ao BC, utilizando como referência as taxas médias praticadas no leilão do mercado primário.

Embora possa se argumentar que a questão da flutuação de liquidez ocorrida na primeira opção é facilmente administrada e previsível, há ainda o potencial prejuízo de gerar volatilidade nas taxas dos títulos emitidos, pela influência de emissão de volume adicional no mercado primário com fins de arrecadação de recursos para pagamento dos títulos que vencem na carteira do BC. Portanto, a segunda opção, que envolve a emissão direta do MF ao BC, parece ser mais adequada, dado que, além de não causar trabalho adicional na administração de liquidez, garante que as transações entre dois entes governamentais não causem efeitos deletérios sobre o mercado de títulos públicos.

Apesar disso, verifica-se que o desenho institucional desse item em particular é diverso entre as nações. Por exemplo, os países membros da União Europeia optam pela primeira alternativa. Inclusive é proibido, de acordo com o Tratado de Maastricht, o acesso pelo BC ao mercado primário (como forma de evitar que a autoridade monetária financie a autoridade fiscal). Brasil e Estados Unidos permitem que o BC substitua os títulos que estão vencendo em sua carteira diretamente com o MF, como explicitado pela segunda alternativa. Outros países, como Índia e Paquistão, permitem que o BC adquira títulos do MF no mercado primário<sup>25</sup>, competindo em igualdade de condições com os demais participantes do leilão.

---

<sup>25</sup> Cabe aqui um esclarecimento. A permissão de um BC adquirir títulos do MF diretamente no mercado primário não implica necessariamente que aquele esteja financiando este. Porém, ao tornar legal a participação do BC em leilões do mercado primário sem definição de limite máximo, abre-se espaço para que tal financiamento ocorra.

## CAPÍTULO II: O RELACIONAMENTO ENTRE TESOURO NACIONAL E BANCO CENTRAL NA ECONOMIA BRASILEIRA

Nesta última seção pretende-se avaliar o desenho institucional brasileiro no que se refere: (i) ao tratamento dado aos resultados positivos e negativos do Banco Central do Brasil, (ii) à custódia da Conta Única do MF, (iii) à política de remuneração desta última e (iv) à natureza do título público utilizado na condução da política monetária, comparando com a literatura internacional (conforme citado nas seções anteriores deste trabalho).

### 2.1 O resultado do Banco Central do Brasil

Em relação ao resultado do BC, houve três movimentos na legislação pautando a questão. Primeiramente, em 1987, o Decreto-Lei nº 2.376, em seu artigo 8º afirmava que “os resultados obtidos pelo Banco Central do Brasil (...) serão (...) transferidos para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores”. Na ocasião, foi instituído um mecanismo de transferência de resultado positivo ao MF, mas os resultados negativos deveriam ser compensados por resultados positivos posteriores gerados no próprio BC.

Entretanto, segundo Nunes (2000), a partir do 2º semestre de 1994 o BC “passou a apresentar contínuos resultados negativos em função, basicamente, da mudança no relacionamento promovida no final da década de 80, da política cambial após 1994 e de operações classificadas como quase-fiscais, ou seja, aquelas que não estão especificamente vinculadas ao exercício da política monetária”. Para contornar tal situação, esses resultados negativos foram reclassificados como “Resultados a Compensar”, uma conta do Ativo, “assim permanecendo registrados até que pudessem vir a ser compensados com resultados positivos em exercícios futuros” (Nunes, op cit.).

O segundo movimento foi, então, dado pela Medida Provisória nº 1.789, de 1998, onde se pode verificar maior cuidado no tratamento dos resultados negativos do BC, permitindo que esses passem a ser cobertos pelo MF, não criando mais constrangimentos à autoridade monetária, e introduziu um mecanismo simétrico no tratamento dos resultados do BC. A leitura do artigo 3º da referida MP permite compreender melhor esse ponto:

“O resultado apurado no balanço anual 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 subsequente 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 subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.”

Além disso, o parágrafo 1º desse mesmo artigo estabelece que os resultados positivos do BC seriam, após a transferência, destinados à amortização da dívida pública do MF, com prioridade para aquela em poder do BC<sup>26</sup>.

O terceiro movimento, com o artigo 7º da Lei Complementar<sup>27</sup> nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF), consolidam a questão, assegurando o que já havia sido previsto na Medida Provisória nº 1.789, de 1998<sup>28</sup>. Ou seja, a LRF incorpora a garantia de que o resultado positivo da autoridade monetária brasileira constitui receita do MF e será destinado exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao BC. Ao mesmo tempo se garante, no inciso 1º do referido artigo 7º, que “o resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil”. Assim, há uma regra clara para o tratamento tanto do resultado positivo quanto do negativo do BC, de forma que sua situação patrimonial permaneça estável.

## 2.2 Tratamento da variação cambial para a entidade MF - Banco Central do Brasil

Quanto a este tema, é importante esclarecer como a legislação brasileira entende a forma de tratar os resultados do BC oriundos de oscilação cambial. A Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, define que o custo de carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações de *swap* cambial efetuadas no mercado interno pelo BC serão repassado para a União. Como alertam Higa e Afonso (2009), “isto já era feito anteriormente, no entanto a referida lei deu maior transparência aos resultados da administração de reservas e decorridos de variação cambial, pois havia certo desconforto para a autoridade monetária, causado pelos resultados negativos apurados em função do carregamento das reservas internacionais (a apreciação cambial conduzia a constantes prejuízos contábeis, o que enfraquecia a imagem da instituição)”.

Assim, desde 2008, os resultados oriundos da gestão das reservas internacionais e de operações com *swap* cambial passaram a ser apropriados em uma conta específica denominada Equalização Cambial. A partir

---

<sup>26</sup> Ver parágrafo 1º do artigo 4º da referida lei.

<sup>27</sup> É importante ter em mente que uma Lei Complementar só é aprovada e alterada no Congresso Nacional se houver quórum qualificado em relação à Lei ordinária. Dito de outra forma, enquanto esta é aprovada por maioria simples (ou seja, requiere-se o voto da maioria dos parlamentares **presentes** à sessão), aquela exige maioria absoluta (metade de todos os membros que **compõem** a casa legislativa, mais um). Assim, entende-se que a maior exigência associada à Lei Complementar representa um maior seguro contra governantes que não valorizem o equilíbrio da relação entre autoridade fiscal e autoridade monetária.

<sup>28</sup> Atual Medida Provisória 2.179-36, de 2001.

da nova regra, o resultado patrimonial do BC foi separado em dois grupos distintos: (i) resultado de oscilação cambial e (ii) resultado com as outras operações do BC, obrigando que todo resultado atrelado ao câmbio, positivo ou negativo, fosse transferido ao MF, assim como já ocorria com o resultado patrimonial pleno.

### **2.3 O depósito das disponibilidades financeiras da União no Brasil**

Acerca das disponibilidades financeiras da União, elas são geridas pelo MF e estão custodiadas em uma Conta Única no BC. Segundo Higa e Afonso (2009), “a implantação da Conta Única do Tesouro fez parte de uma série de modificações institucionais introduzidas no governo federal a partir de 1986, que levaram entre outras coisas à criação da Secretaria do Tesouro Nacional e à separação de atribuições entre as duas instituições”. A própria Constituição Federal de 1988 no art. 164 § 3º consolidou este entendimento, ao determinar que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no BC.

### **2.4 A remuneração da conta do MF no Brasil**

Vale lembrar que os recursos mantidos na Conta Única são remunerados tendo por referência a rentabilidade dos títulos públicos federais mantidos na carteira do BC. A já citada Medida Provisória nº 1.789, de 1998<sup>29</sup> define, em seu artigo 1º, que “as disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil serão remuneradas, a partir de 18 de janeiro de 1999, pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil”.

### **2.5 O uso de títulos do MF para fins de política monetária**

A já citada LRF, em seu artigo 34, proibiu o Banco Central do Brasil de emitir títulos da dívida pública a partir de maio de 2002 (exatos dois anos após a publicação da referida lei). Por outro lado, a LRF permite que o BC adquira títulos do MF na data de emissão, a preço de mercado, com o fim exclusivo de refinar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira.

Deve-se ter em mente que esse tratamento apenas consolidou o entendimento constitucional de que o BC não poderia financiar o MF, e essa prática já era usual desde a Constituição. Assim, o § 1º do artigo 164 da

---

<sup>29</sup> Atual Medida Provisória 2.179-36 de 2001.

Constituição Federal estabelece que “É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.

Assim sendo, como se discutiu na seção 1.5, o caso brasileiro se encaixa na segunda alternativa tratada ali, qual seja, há um mecanismo de troca direta do título que venceu na carteira do BC, em uma operação de rolagem sem intermediários entre o MF e o BC. Portanto, não há pressões adicionais desnecessárias na formação das taxas de compra e venda dos títulos públicos nem interferências na liquidez do mercado monetário. É realizada tão somente uma emissão não competitiva para o BC, tendo por referência as taxas médias praticadas em oferta pública para os títulos em questão. Uma particularidade do caso brasileiro é que se permite a rolagem apenas do principal corrigido por um índice de preços, ficando a parcela dos “juros reais” da dívida excluída dessa sistemática<sup>30</sup>.

Voltando a 2002, a partir dali o BC brasileiro passou a utilizar exclusivamente títulos do MF para fins de política monetária. A LRF, entretanto, não detalhou o mecanismo de aportes desses títulos na carteira da autoridade monetária, se necessários, possivelmente por não se vislumbrar, à época, tal necessidade, em função da elevada carteira de títulos do MF no BC.

Entretanto, a partir de 2006 o BC iniciou política de acumulação de reservas internacionais em montantes consideráveis, como forma de evitar excessiva valorização da moeda doméstica em relação ao dólar. Para esterilizar o excesso de liquidez gerado por tal política, o BC realizava operações compromissadas, utilizando títulos do MF em sua carteira como garantia. À medida que as operações compromissadas começaram a alcançar patamares elevados, percebeu-se o risco de não haver títulos suficientes na carteira da autoridade monetária para lastrear tais operações.

Nesse sentido, em 2008, a Lei 11.803/2008 autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BC com vistas a assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. A matéria foi ainda regulamentada pelo Ministério da Fazenda em 2009, determinando que o MF emita títulos em favor do BC sempre que a sua carteira de títulos livres<sup>31</sup> atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões<sup>32</sup>.

Com tal regra, é possível concluir que o desenho institucional brasileiro garante a autonomia operacional do BC sem que esse tenha que emitir seus próprios títulos para condução da política monetária. Ou seja, verificam-se no Brasil os aspectos positivos da utilização exclusiva de títulos do MF conforme apresentado na seção 1.5: não há conflito com a gestão da dívida pública; evitou-se a segmentação do mercado e a competição por investidores entre BC e MF; e garantiu-se que o balanço do BC esteja imune a deteriorações advindas do pagamento de juros sobre títulos em carteira.

---

<sup>30</sup> Ou seja, na prática exige-se que o MF busque em mercado os recursos necessários para rolar os valores referentes aos “juros reais” da dívida que venceu.

<sup>31</sup> Carteira de títulos do Tesouro no BC menos estoque de operações compromissadas em mercado.

<sup>32</sup> A emissão deve ocorrer em até dez dias após observado o alcance do limite, em quantidade suficiente para, no mínimo, restabelecê-lo, observando que o valor de cada emissão não poderá ser inferior a R\$ 10 bilhões.

## CONCLUSÃO

Este texto mostrou que o aspecto institucional do relacionamento entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária é importante tanto para o fortalecimento da posição fiscal do governo de um país quanto para contribuir para uma maior autonomia operacional do BC.

Um BC não deve ter a preocupação com o resultado de seu balanço patrimonial, mas sim pautar sua atuação exclusivamente para assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente. Nesse sentido, a institucionalidade do tratamento a ser dado a resultados positivos ou negativos pode garantir que o BC tenha plena liberdade para atuar em suas funções clássicas.

Foi visto neste trabalho que em um contexto de resultado positivo do BC é relevante debruçar-se sobre a natureza do resultado. Ou seja, os ganhos oriundos do diferencial entre os juros ativos e passivos diferem daqueles que são fruto de oscilação cambial. No primeiro caso, o resultado está intimamente ligado a uma decisão anterior de emissão de dívida por parte do MF, o que torna coerente a transferência desse resultado ao MF para abatimento da dívida pública. No segundo caso, é importante que se defenda também a transferência ao MF<sup>33</sup>, porque em períodos futuros de desvalorização das reservas cambiais, com conseqüente resultado negativo para o BC, poderá este contar com cobertura desse resultado por parte do MF. Com esse desenho institucional, garante-se que a autoridade monetária não gere patrimônio líquido estruturalmente negativo a ponto de constranger sua atuação na perseguição de seus objetivos primários.

O depósito das disponibilidades financeiras da União foi outro ponto importante pesquisado no contexto do relacionamento MF-BC. Este trabalho mostrou que há consenso sobre a necessidade de centralização das disponibilidades financeiras em uma única conta ou em um pequeno número de contas, principalmente pelos benefícios em termos de minimização do desperdício de recursos públicos. Por outro lado, não há consenso a respeito do local de custódia dessa conta única, se no BC ou em bancos comerciais.

Outra questão relacionada à existência de uma conta do MF no BC é a remuneração de suas disponibilidades. Muitos teóricos, como Williams (2009), afirmam que a melhor prática, entre os países da OCDE, é remunerar os recursos da conta única a uma taxa de juros de mercado. Dessa forma, contribui-se para uma melhora da transparência contábil, evitando subsídios implícitos cruzados associados com as taxas de administração e aplicação dos depósitos em bancos comerciais com baixas classificações de crédito, e reduzindo o risco de que parte extra do "lucro" gerado pelo BC seja comprometida com maiores despesas administrativas.

O último aspecto pesquisado do ponto de vista teórico abordou qual o melhor instrumento indireto de política monetária: títulos do MF ou do próprio BC? Apesar de dados empíricos não apresentarem larga

---

<sup>33</sup> Também para abatimento de dívida.

predominância de um em detrimento do outro, não seria equivocado afirmar que quanto mais desenvolvida a economia, maior a tendência de uso dos títulos do MF pelo BC para execução da política monetária. Além disso, Nyawata (2012) fornece arguição teórica favorável a esta opção, pois, segundo o autor, o uso exclusivo dos títulos do MF para fins de política monetária proporciona uma perspectiva integrada do setor público, promove a promoção e desenvolvimento dos mercados monetários e gera externalidades positivas para toda a economia.

Por fim, constata-se que o desenho institucional brasileiro entre MF e BC está aderente aos princípios defendidos ao longo da parte teórica. Isso porque por aqui, entre outros aspectos: (1) se verifica uma regra simétrica, funcional e transparente para o tratamento do resultado do BC (seja ele positivo ou negativo); (2) há existência de um sistema de conta única para a centralização das disponibilidades financeiras da União, com custódia no BC e com claras regras de remuneração; e (3) há utilização exclusiva de títulos do MF por parte do BC na condução da política monetária.

## BIBLIOGRAFIA

- BAJO, A. *A National Treasury in Croatia - a Reality or a Possibility?* Institute of Public Finance of Croatia, 2001.
- BUITER, W. H. *How Robust is the New Conventional Wisdom in Monetary Policy?* mimeo, European Institute, London School of Economics and Political Science, 2006.
- CARVALHO JÚNIOR, A. C. C. D. *Coordenação entre Políticas Fiscal, Monetária e Cambial: a sistemática de repasse de resultados entre o BACEN e o Tesouro Nacional*. XVI Prêmio Tesouro Nacional de 2011.
- CYSNE, R. P. *Depósitos do Tesouro: no Banco Central ou nos bancos comerciais?* - Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, jul. 1990. 10p. (Ensaio Econômico da EPGE, n.155)
- DALTON, J. e DZIOBEK, C. *Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries*, IMF Working Paper/05/72, 2005
- DOMINGUEZ, K. M. E.; HASHIMOTO, Y. e ITO, T. *International Reserves and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 17362, Agosto/2011
- GARBADE, K. D. ; PARTLAN, J. C. e SANTORO, P. J. *Recent innovations in Treasury Cash Management*. Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, 2004.
- GARCIA, M. *Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o real*. Texto para discussão nº 330, Departamento de Economia, PUC-RJ, 1994.
- HAWKINS, J. *Central bank balance sheets and fiscal operations*. BIS Papers nº 20, 2001.
- HIGA, A.; AFONSO, J. *Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil*. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado, 2009 (Texto para Discussão, n. 66).
- LIENERT, I. *Modernizing Cash Management*. FMI, 2009.
- McCAULEY, R. N. *Consolidating the public debt markets of Asia*. BIS Papers nº 30, 2006
- MEYER, A. (1997) *Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional*. In: Meyer, Arno (org.), *Finanças Públicas: Ensaio Selecionados*. Brasília, IPEA/FUNDAP, p. 151-207
- NUNES, Selene P. P. *Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos da coordenação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil*, in *Finanças Públicas- IV Prêmio SMF de Monografia*. Brasília: Ministério da Fazenda, 2000.
- PEREIRA, F. M., PEDRAS, G. B. V. e GRAGNANI, J. A. *Mercado secundário da dívida pública* In: SILVA, A. C; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de; (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 415-442, 2009
- PATTANAYAK, S. e FAINBOIM, I. *Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues*. IMF Working Paper WP/10/143, 2010.
- Reserve Bank of India “*Report of the Internal Group on Liquidity Adjustment Facility*”, Reserve Bank of India Bulletin, Jan/2004



- ROBINSON, D. J. e STELLA, P. *Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits* em *How to Measure the Fiscal Deficit*, ed. by M. I. Blejer and A. Cheasty (Washington: International Monetary Fund), 1993.
- STELLA, P. *Do Central Banks Need Capital?*, IMF Working Paper, no 83, International, 1997.
- STELLA, P. e LONNBERG, A. *Issues in Central Bank Finance and Independence* IMF Working Paper 08/37, 2008.
- SULLIVAN, K. *Profits, dividends and capital - considerations for central banks* in Neil Courtis and Benedict Mander (eds) *Accountancy Standards for Central Banks*, London: Central Banking Publications, 2003.
- WILLIAMS, M. *Government Cash Management: International Practice*, Oxford Policy Management Working Paper 2009 - 01.
- WILLIAMS, M. *Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies*, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, jul/2010.