

2019

Relatório Anual do Tesouro Nacional
**Relacionamento entre o
Tesouro Nacional e o
Banco Central**



TESOURONACIONAL

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário-Executivo do Ministério da Economia

Marcelo Guarany

Secretário Especial da Fazenda

Waldery Rodrigues Júnior

Secretário do Tesouro Nacional

Mansueto Facundo de Almeida Júnior

Secretário Adjunto do Tesouro Nacional

Otávio Ladeira de Medeiros

Subsecretaria da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Luiz Fernando Alves

Coordenadora-Geral de Controle e Pagamento da Dívida Pública

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Luís Felipe Vital Nunes Pereira

Equipe Técnica

Subsecretaria da Dívida Pública

Subsecretaria de Contabilidade Pública

Arte

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Capa Hugo – Viviane Barros

Estagiária de criação – Julia Mundim

Informações

Telefone (061) 3412-1843

Correio eletrônico ascom@tesouro.gov.br

Disponível em: www.tesouro.gov.br

É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte

Sumário

1. Introdução	6
2. O resultado financeiro do Banco Central do Brasil	8
2.1. Reservas internacionais: principal fonte do resultado	8
3. A carteira de títulos do Banco Central do Brasil.....	13
3.1. Títulos da dívida pública como instrumentos para a política monetária	13
3.2. Carteira de títulos do BCB e as estatísticas de endividamento.....	19
4. A Conta Única do Tesouro Nacional	21
4.1. A conta única e suas subcontas.....	21
4.2. Remuneração da conta única	24
5. Mudanças no arcabouço vigente	26
5.1. Novo relacionamento financeiro entre TN e BCB	26

Sumário Executivo

Este relatório traz informações atinentes ao relacionamento financeiro entre o Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central do Brasil (BCB), contemplando os seguintes aspectos:

- O tratamento dado ao resultado contábil do BCB a cada apuração de seu balanço patrimonial;
- A evolução da carteira de títulos públicos emitidos pelo TN em posse do BCB;
- Os depósitos na Conta Única do TN (CTU) custodiada no BCB;
- As mudanças no arcabouço legal vigente.

As análises e informações trazidas ao longo das seções refletem o arcabouço legal vigente até o presente para disciplinar o relacionamento entre as duas instituições. Entretanto, como veremos mais à frente, a Lei nº 13.820/2019, sancionada em 02 de maio de 2019, introduz um novo conjunto de regras para aprimorar, sobretudo, o tratamento dado ao resultado financeiro do BCB e a manutenção da carteira livre em tamanho adequado à política monetária.

O resultado financeiro do balanço do BCB tem duas componentes: (i) O resultado financeiro das operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conhecido como “equalização cambial”, e (ii) o resultado dos demais itens do balanço, chamado de “demais contas”. A maior parte dos resultados apurados a cada período se associa com o volume de reservas internacionais (US\$ 375 bilhões ao final de 2018) e a forma como seu valor em reais é registrado contabilmente. Para ilustrar os montantes envolvidos nessa relação, a equalização cambial correspondente ao primeiro semestre de 2018, em um contexto de desvalorização da moeda doméstica, gerou um ganho para o Tesouro de R\$ 149,2 bilhões, enquanto o lucro operacional do Banco no mesmo período correspondeu a R\$ 20,1 bilhões, perfazendo um total transferido ao Tesouro de R\$ 169,3 bilhões.

Este relatório mostra ainda que há três formas por meio das quais o TN pode emitir títulos para a carteira do BCB: (i) para cobertura de resultado financeiro negativo do balanço semestral; (ii) para refinanciamento do principal dos títulos que vencem na carteira do BCB; e (iii) para recompor o nível mínimo da “carteira livre” de títulos públicos em seu poder, um mecanismo necessário para assegurar que o BCB tenha os instrumentos suficientes para a operacionalização da política monetária. Apenas no segundo caso há contrapartida financeira ao TN.

A carteira de títulos da autoridade monetária alcançou 26,3% do PIB ao final de 2018, sendo composta, majoritariamente, por quatro tipos de títulos públicos: prefixados sem cupom (LTN), prefixados com cupom (NTN-F), indexados ao IPCA (NTN-B) e indexados à Selic (LFT). Ou seja, essa lista é coincidente com os principais títulos

negociados pelo TN em mercado, no âmbito da gestão da Dívida Pública Federal (DPF). Embora os títulos detidos pelo BCB não impactem a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), conforme as estatísticas oficiais do Brasil, a evolução dessa carteira influencia a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), a depender do conceito aplicado.

Outro tópico deste relatório é a Conta Única do TN (CTU), que são as disponibilidades de caixa da União centralizadas junto ao BCB. Os recursos da CTU são remunerados pela rentabilidade média dos títulos públicos federais mantidos na carteira do BCB, que, por sua vez, reflete as mesmas condições de retorno dos títulos ofertados ao mercado. O saldo da CTU alcançou R\$ 1.274,1 bilhões (18,5% do PIB) ao final de 2018, enquanto os fluxos de sua remuneração somaram R\$ 99,4 bilhões em receitas financeiras para a União ao longo desse ano.

A CTU tem três subcontas contábeis: (i) subconta *Tesouro Nacional*, destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral, (ii) subconta Dívida Pública, destinada aos pagamentos da DPF e às receitas com os leilões de títulos públicos, e (iii) subconta INSS, destinada aos pagamentos e recebimentos do INSS.

Em geral, as disponibilidades da subconta da dívida são destinadas ao pagamento de dívida. Entretanto, parte desses recursos levantados por meio de colocações de títulos públicos pode ser alocada para cobrir outras despesas do orçamento público, o que é mais comum em tempos de déficits fiscais primários. Por sua vez, o colchão de liquidez reservado para despesas da dívida é mais amplo, pois a subconta *Tesouro Nacional* também compreende recursos que se destinam exclusivamente à dívida, como as receitas advindas de resultados do BCB.

As regras que definem o relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária têm diversas implicações para temas como a gestão de liquidez no sistema bancário, o desenvolvimento do mercado financeiro e o endividamento público. Em particular, o processo de acumulação de reservas internacionais, notadamente a partir de 2006, associado à significativa volatilidade cambial, deu origem a fluxos financeiros de grande magnitude entre o BCB e TN e revelou a necessidade de aprimoramentos no arcabouço legal vigente, principalmente no sentido de diminuir os fluxos associados com a equalização cambial, de forma a trazer efeitos benéficos para a administração da liquidez monetária e da inflação, bem como para a gestão da DPF.

Com isso em mente, foram direcionados esforços pelas duas instituições e pelo Congresso Nacional para instituir um novo arcabouço que minimize o montante do fluxo de recursos transferidos, com especial atenção para a equalização cambial, que geralmente não tem contrapartida em fluxos reais, a partir da efetiva venda ou compra de reservas internacionais. Tais esforços resultaram na Lei nº 13.820/2019, sancionada em 02 de maio de 2019, que traz, dentre outros aperfeiçoamentos, mecanismos para a constituição de reservas no próprio balanço do BCB a partir do resultado da equalização cambial. Além disso, a proposta melhora as regras para a recomposição da carteira de títulos em poder do BCB, para assegurar a flexibilidade necessária à gestão da liquidez da economia. Em suma, a iniciativa trará ganhos tanto para a política monetária quanto para a gestão da dívida pública.

1. Introdução

Os aspectos institucionais da relação entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária em um país são importantes, tanto para fortalecer a posição fiscal do governo quanto para garantir maior autonomia operacional do Banco Central, contribuindo para uma gestão eficiente da política monetária.

O relacionamento entre Tesouro Nacional (TN) e Banco Central (BCB) no Brasil é regulado por um conjunto de normativos, que se iniciam com a Constituição Federal e passam por lei complementar, leis ordinárias e portaria ministerial.

Este documento tem o objetivo de sistematizar o conhecimento em relação ao tema, para que a sociedade possa melhor compreender e acompanhar os aspectos do relacionamento entre as duas instituições. Para tal, a análise do relacionamento financeiro entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária se dará pela abordagem dos seguintes aspectos: (i) o tratamento dado ao resultado contábil do BCB; (ii) a utilização de títulos públicos para fins de política monetária; e (iii) o tratamento dos depósitos das disponibilidades financeiras da União.

O arranjo institucional que define o relacionamento entre o TN e o BCB é aderente a um conjunto de princípios registrados na literatura teórica, bem como às melhores práticas adotadas pelos países. O arcabouço brasileiro em vigor contempla as seguintes matérias: (1) há uma regra simétrica, funcional e transparente para o tratamento do resultado do BCB (seja ele positivo ou negativo); (2) há utilização exclusiva de títulos do MF por parte do BCB na condução da política monetária; e (3) há um sistema de conta única para a centralização das disponibilidades financeiras da União, com custódia no BCB e com claras regras de remuneração. Estes pontos, bem como a literatura internacional, foram bem explorados no trabalho publicado em 2013 pela STN, intitulado “*Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro*”, que pode ser encontrado no seguinte endereço eletrônico: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/notas-tecnicas>.

As análises e informações trazidas ao longo das seções refletem o arcabouço legal vigente até 2018 para disciplinar o relacionamento entre as duas instituições. Entretanto, como veremos mais à frente, a Lei nº 13.820/2019, aprovada em abril de 2019, introduz um novo conjunto de regras para aprimorar, sobretudo, o tratamento dado ao resultado financeiro do BCB e a manutenção da carteira livre em tamanho adequado à política monetária.

Além dessa introdução, o relatório possui mais quatro seções. A seção 2, discute o tratamento dado ao resultado contábil do BCB a cada apuração de seu balanço patrimonial. A busca de resultado *per se* não representa uma atividade finalística da autoridade monetária. Mas, a institucionalidade do tratamento a ser dado a resultados

positivos ou negativos permite que o BCB tenha liberdade para atuar em suas funções clássicas, pautando sua atuação para assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente.

A seção 3 trata da evolução da carteira de títulos públicos emitidos pelo TN em posse do BCB. O arcabouço atual assegura à autoridade monetária os instrumentos necessários à gestão da liquidez do sistema bancário, sendo elemento importante para sua autonomia operacional e para a execução da política monetária, além de proporcionar uma perspectiva integrada do setor público, promover o desenvolvimento dos mercados monetários e gerar externalidades positivas para toda a economia.

Na sequência, a seção 4 traz informações acerca da Conta Única do TN (CTU) custodiada no BCB, como seu saldo e remuneração. A melhor prática internacional sobre a gestão de disponibilidade financeiras da União é a centralização destas em uma única conta, principalmente pelos benefícios em termos de otimização dos recursos públicos. Por sua vez, a remuneração de tais recursos a uma taxa de juros de mercado contribui para uma melhor transparência na relação entre as duas instituições.

Em sua última seção, este relatório descreve a iniciativa para aperfeiçoamento do arcabouço legal que rege o relacionamento financeiro entre TN e BCB. A Lei nº 13.820/2019 prevê mecanismos para a constituição de reservas no próprio balanço da autoridade monetária a partir do resultado da equalização cambial, o que contribui para a diminuição dos fluxos financeiros entre TN e BCB, entre outros avanços.

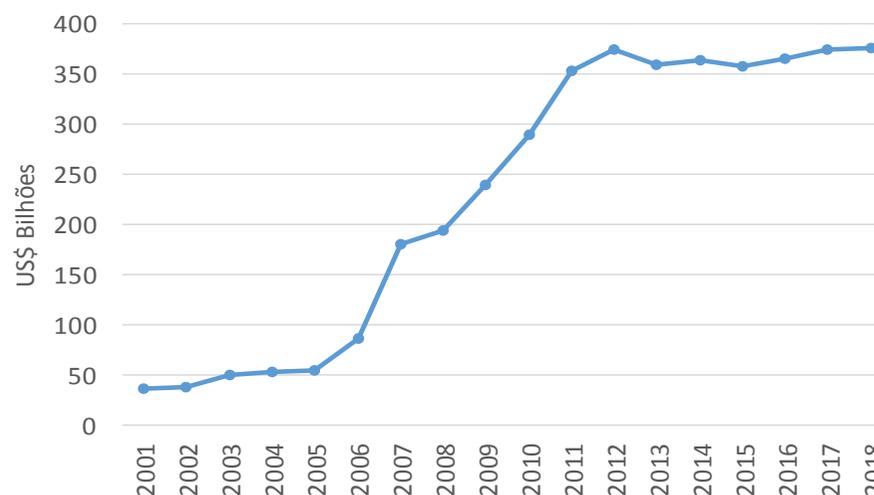
2. O resultado financeiro do Banco Central do Brasil

2.1. Reservas internacionais: principal fonte do resultado

O BCB é uma entidade que recebe delegação do Estado para exercer algumas funções: emissor de moeda, executor da política monetária, depositário das disponibilidades financeiras do TN, banco dos bancos, entre outras. No exercício dessas funções, o BCB realiza operações com ativos e passivos disponíveis em seu balanço, tendo como contraparte tanto o setor público quanto o privado. O Banco publica o seu balanço patrimonial semestralmente¹, por meio do qual revela o resultado financeiro oriundo das operações com esses ativos e passivos.

Um item importante no balanço do BCB é o volume de reservas internacionais, que explica a maior parte dos resultados apurados a cada período. O Gráfico 1 mostra a evolução desse ativo do BCB, que atingiu US\$ 375 bilhões ao final de 2018. O movimento mais intenso de crescimento dessas reservas cambiais se deu entre 2007 e 2011.

Gráfico 1. Evolução das reservas internacionais US\$ Bilhões



Fonte: BCB

¹ A determinação da periodicidade da apuração do balanço e do resultado do BCB é dada pelo artigo 3º da Medida Provisória 2.179-36 de 24 de agosto de 2001. O BCB publica regularmente as suas demonstrações contábeis, onde pode-se verificar detalhadamente a composição de seus ativos e passivos. Vide <http://www.bcb.gov.br/?BALANCETE>.

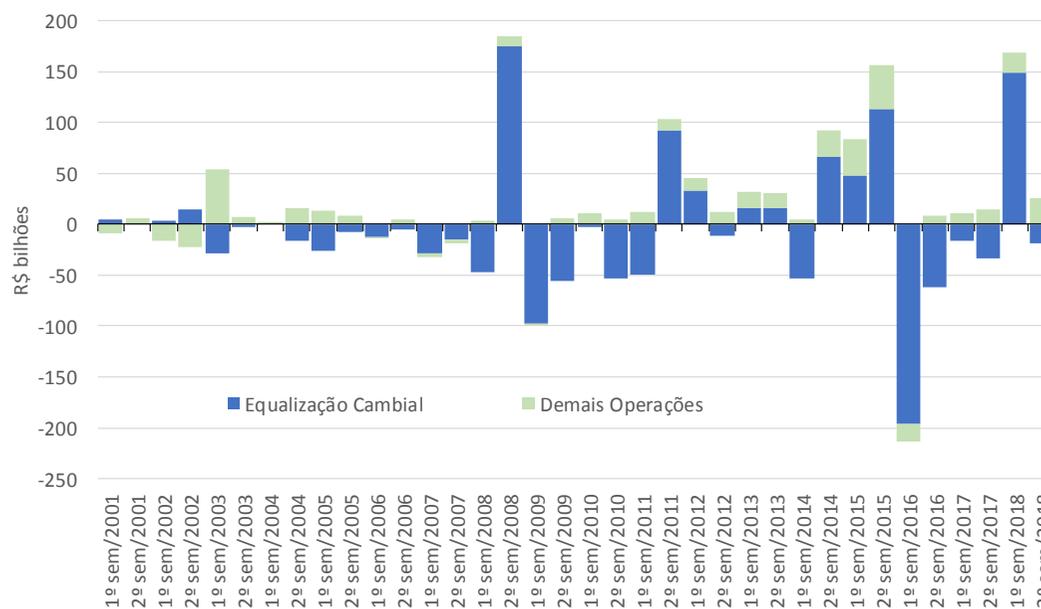
O resultado financeiro do balanço do BCB tem duas componentes: (i) O resultado das operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conhecido como “equalização cambial”; e (ii) o resultado dos demais itens do balanço, chamado de “demais operações”. No arcabouço vigente até 2018, ainda sem o impacto da Lei nº 13.820/2019, ambas as parcelas eram consideradas, a cada balanço semestral:

I - se positiva, obrigação do BCB com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do seu balanço pelo Conselho Monetário Nacional; e

II - se negativa, obrigação da União com o BCB, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

Ou seja, quando a “equalização cambial” ou as “demais operações” fosse positiva, o BCB devia transferir esse resultado ao TN, creditando o valor correspondente na CTU. Tais recursos se destinam exclusivamente ao pagamento da DPF, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao BCB. E, quando qualquer uma das parcelas do resultado fosse negativa, o TN devia cobrir esse resultado, por meio da emissão de títulos do TN em favor do BCB. O Gráfico 2 mostra os resultados desde 2001.

Gráfico 2. Fluxos de resultados do Banco Central
R\$ Bilhões



Fonte: Elaborado pela STN. A operação de equalização cambial foi instituída pelo art. 6º da Medida Provisória (MP) nº 435, de 28 de junho de 2008, convertida na Lei nº 11.803, de 2008. Para a construção desta série entre 2001 a 2007, utilizou-se como referência a rubrica custo da manutenção das reservas cambiais, que é disponibilizada nas notas explicativas das demonstrações contábeis do BCB.

A seguir, o leitor encontrará mais detalhes e o histórico da dinâmica de fluxos de resultados entre TN e BCB desde 2001, incluindo os valores da atualização monetária e a data de liquidação das efetivas transferências de resultado positivo ou coberturas de resultado negativo.

BOX: legislação que regulamenta o tratamento do resultado financeiro do BCB

1. Lei 7.862/1989 determina que o resultado positivo do BCB deve ser recolhido ao TN e destinado à amortização da dívida pública do TN, com prioridade àquela detida pelo BCB;
2. Medida Provisória 1.789/1998 estabelece que o resultado negativo do BCB deve ser coberto pelo TN;
3. Lei Complementar 101/2000 determina que a apuração do resultado do BCB deve ser semestral e o prazo para transferência do resultado positivo passa a ser até 10º dia útil após aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e até 10º dia útil do exercício subsequente ao de sua aprovação, se negativo; e
4. Lei 11.803/2008 estabelece o instituto da equalização cambial na apuração do resultado financeiro do BCB, desmembrando o resultado em duas componentes e deixando transparente sua origem. De fato, desde a MP 1.789/98 o TN cobria o resultado negativo da variação cambial. Porém, essa equalização integrava o resultado global do BCB, sem distinção. A Lei 11.803 estabelece, ainda, que os valores pagos ao TN se destinam exclusivamente ao pagamento de Dívida Pública Mobiliária Federal, com prioridade àquela existente no BCB. Esse comando se aplica tanto ao resultado positivo do balanço, quanto à equalização cambial.
5. Lei nº 13.820/2019 estabelece, a partir do segundo semestre de 2019, a constituição de reserva no balanço do BCB correspondente à parcela da equalização cambial positiva, que será usada para cobrir resultados negativos no futuro.

Tabela 1. Histórico dos resultados financeiros do Banco Central do Brasil

R\$ milhões

Período	Principal ^{1,2}		Atualização ³		Data de liquidação	
	Equalização Cambial	Demais Contas	Equalização Cambial	Demais Contas	Equalização Cambial	Demais Contas
1º semestre 2001	4.888	-9.322	-355		15/01/2002	
2º semestre 2001	281	5.224	-		07/03/2002	
1º semestre 2002	3.909	-16.588	-		15/01/2003	
2º semestre 2002	14.832	-22.008	-1.774		28/01/2004	
1º semestre 2003	-28.898	54.187	-897		05/09/2003	
2º semestre 2003	-2.074	7.575	-		27/02/2004	
1º semestre 2004	432	2.064	-		10/09/2004	
2º semestre 2004	-16.214	15.917	-42		13/01/2006	
1º semestre 2005	-26.453	13.796	-1.042		13/01/2006	
2º semestre 2005	-6.959	7.983	20		09/03/2006	
1º semestre 2006	-12.009	-1.703	-966		15/01/2007	
2º semestre 2006	-4.892	4.252	-		31/10/2007	
1º semestre 2007	-28.245	-4.019	-1.269		31/10/2007	
2º semestre 2007	-14.965	-3.285	-904		30/06/2008	
1º semestre 2008	-44.798	3.249	-2.776	0	22/12/2008	09/09/2008
2º semestre 2008	171.416	10.176	3.550	211	10/03/2009	10/03/2009
1º semestre 2009	-93.787	-938	-3.355	-42	-	15/12/2009
2º semestre 2009	-53.932	6.554	-1.402	121	30/03/2010	11/03/2010
1º semestre 2010	-1.893	10.806	-111	200	01/01/2011	13/09/2010
2º semestre 2010	-46.637	4.930	-6.114	106	27/01/2012	11/03/2011
1º semestre 2011	-46.199	12.234	-2.956	214	31/08/2011	08/02/2012
2º semestre 2011	90.240	11.244	1.779	222	07/03/2012	07/03/2012
1º semestre 2012	32.210	12.321	544	208	05/09/2012	05/09/2012
2º semestre 2012	-9.901	12.300	-1.103	246	14/01/2014	11/03/2013

continua

continuação

R\$ milhões

Período	Principal ^{1,2}		Atualização ³		Data de liquidação	
	Equalização Cambial	Demais Contas	Equalização Cambial	Demais Contas	Equalização Cambial	Demais Contas
1º semestre 2013	15.767	15.464	296	290	16/09/2013	16/09/2013
2º semestre 2013	15.919	14.271	311	278	07/03/2014	07/03/2014
1º semestre 2014	-51.224	5.275	-2.349	100	12/11 e 15/12 de 2014	10/09/2014
2º semestre 2014	65.173	25.659	1.559	614	13/03/2015	13/03/2015
1º semestre 2015	46.407	35.188	1.102	835	11/09/2015	11/09/2015
2º semestre 2015	110.938	41.525	2.782	1.041	09/03/2016	09/03/2016
1º semestre 2016	-184.645	-17.305	-11.072	-1.089	26/12/2016 e 16/01/2017	20/01/2017
2º semestre 2016	-55.674	7.783	-6.087	166	-	13/03/2017
1º semestre 2017	-15.745	11.275	-802	203	31/01/2018	12/09/2017
2º semestre 2017	-30.677	14.714	-3.016	241	-	08/03/2018
1º semestre 2018	146.201	19.658	2.994	403	13/09/2018	13/09/2018
2º semestre 20018	-19.134	25.557		416		14/03/2019

1 Sinal negativo refere-se à resultados negativos do Banco Central do Brasil que são cobertos com emissão de títulos do TN. Sinal positivo refere-se à resultados positivos do Banco Central do Brasil que são transferidos em dinheiro para Conta Única do Tesouro Nacional.

2 Antes de 2008 não havia o instituto da Equalização Cambial, mas segundo o artigo 7º da Lei Complementar 101/2000, os balanços do Banco Central devem conter notas explicativas com o custo de manutenção das reservas cambiais. Tais notas permitiram a separação dos resultados antes de 2008 em Equalização Cambial e Demais Contas para fins deste relatório.

3 A atualização se deve à correção do valor do principal entre a data de fechamento do balanço do Banco Central e a efetiva transferência/ cobertura do resultado.

Fonte: STN.

3. A carteira de títulos do Banco Central do Brasil

3.1. Títulos da dívida pública como instrumentos para a política monetária

Em geral, as autoridades monetárias utilizam títulos públicos para manejo da oferta e demanda de reservas bancárias, garantia de operações compromissadas e suporte a um sistema de pagamentos e liquidação. Portanto, é natural que um banco central tenha uma carteira de títulos públicos no seu balanço, pois ela é crucial para a condução da política monetária e da gestão da liquidez na economia.

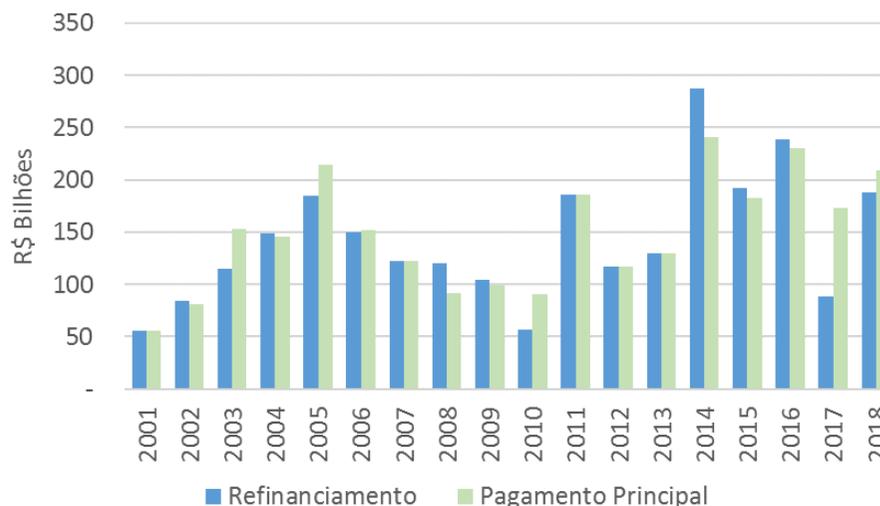
No caso brasileiro, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em seu artigo 34, proibiu o BCB de emitir títulos da dívida pública a partir de maio de 2002. Desde então, entre todos os órgãos e entidades do setor público, somente o TN pode emitir títulos públicos. Por outro lado, a LRF permite que o BCB adquira títulos do TN a preço de mercado com o fim exclusivo de refinar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira. E, quando um determinado título na carteira da autoridade monetária chega ao vencimento, é realizada a “rolagem” apenas do principal, atualizado por um índice de preços, ficando a parcela dos “juros reais” da dívida excluída dessa sistemática. Tal atualização monetária do principal da dívida é determinada pelo artigo 5º, parágrafo 3º da LRF. Esse tratamento apenas consolidou o entendimento constitucional de que o BCB não poderia financiar o TN: o § 1º do artigo 164 da Constituição Federal estabelece que é vedado ao BCB conceder empréstimos ao TN e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

A manutenção de títulos públicos junto ao BCB é diferente da posse dos mesmos títulos pelo mercado, pois no primeiro caso trata-se apenas de um mecanismo de operacionalização da política monetária, não sendo, portanto, um instrumento de financiamento. Na prática, os títulos detidos pelo BCB não representam risco de refinanciamento para o emissor, pois quando tais títulos vencem o TN pode emitir novos títulos, em favor do BCB, no mesmo montante do valor do principal daqueles que maturaram. Já os títulos detidos pelo mercado possuem uma natureza distinta, na medida em que estes são utilizados para atender a necessidade de financiamento do governo e, na maior parte das vezes, o TN precisa acessar o mercado de títulos para seu refinanciamento.

O Gráfico 3 mostra o histórico de emissões ao BCB para fins de refinanciamento. Vale uma observação. A estrutura de vencimentos da DPF concentra grandes vencimentos no primeiro dia útil de cada ano, especificamente os títulos com remuneração prefixada. Ocorrem dois movimentos quando tais títulos maturam: (1) o montante que vence em mercado se transforma em liquidez, que precisa ser esterilizada por meio das compromissadas; (2) o montante de títulos disponíveis para lastro nas compromissadas, os títulos em posse do BCB, se reduz pelo vencimento. Em situações tais que a carteira livre não tenha margem para absorver o impacto desses dois movimentos, sem prejudicar

a gestão da liquidez, existe a possibilidade de o TN efetuar as emissões de refinanciamento antecipadamente, como forma de assegurar os instrumentos necessários à política monetária. Nesse caso, o recurso recebido pelo TN fica reservado exclusivamente para pagar aqueles títulos que estão sendo refinanciados e a antecipação deve ser feita em data próxima (não mais que 4 semanas) ao vencimento. Esse fato explica porque em alguns anos da série histórica o pagamento do principal difere do refinanciamento. Entretanto, no somatório ao longo do tempo as emissões não superam a honra do principal.

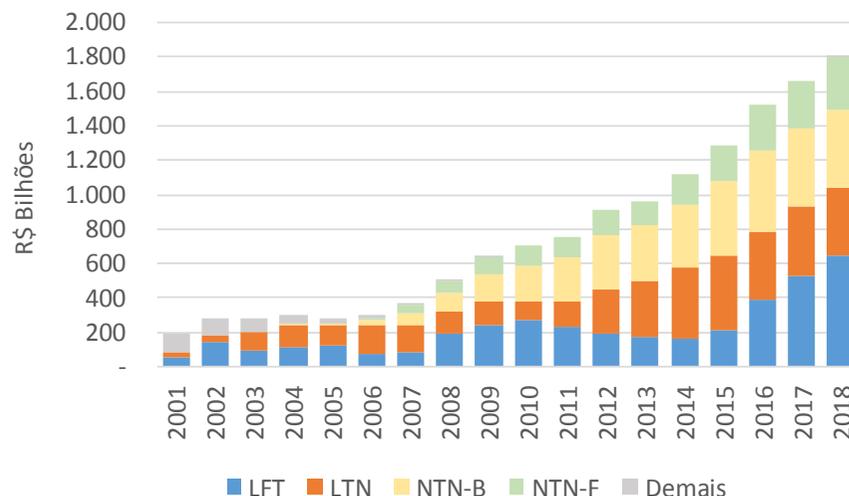
Gráfico 3. Refinanciamento e pagamento do principal da carteira de títulos do BCB
R\$ Bilhões



Fonte: STN

A evolução do estoque de títulos do BCB se encontra no Gráfico 4. Além do refinanciamento, seu volume depende da dinâmica de cobertura de resultados do Banco, bem como da necessidade de gestão de liquidez do sistema financeiro, que exploraremos mais à frente. A carteira de títulos da autoridade monetária é composta, majoritariamente, por quatro tipos de títulos públicos: prefixados sem cupom (LTN), prefixados com cupom (NTN-F), indexados ao IPCA (NTN-B) e indexados à taxa de juros Selic (LFT). Embora a posse dos títulos pelo BCB tenha implicações distintas de sua posse pelo mercado, o portfólio de instrumentos detidos pelo BCB tem características próximas da dívida mobiliária em mercado, o que confere flexibilidade ao BCB nas operações de mercado aberto. Além disso, dessa forma seu custo guarda uma correspondência com o custo de captação do TN em mercado.

Gráfico 4. Evolução e composição da carteira de títulos públicos do BCB
R\$ Bilhões

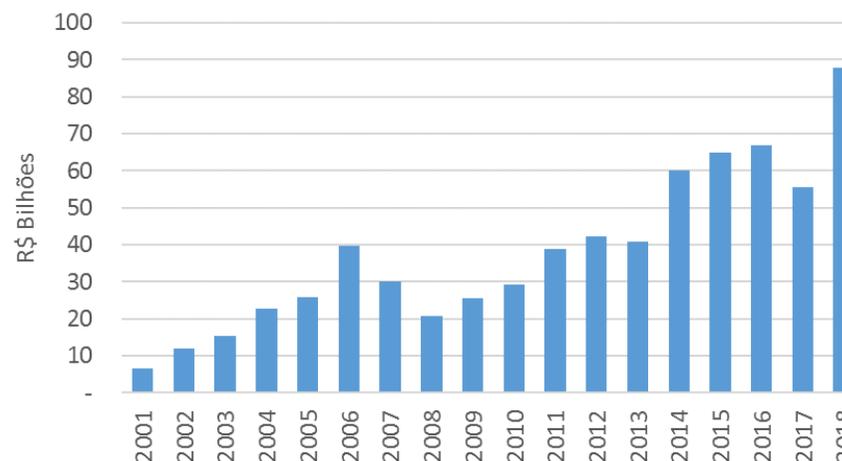


Fonte: STN

O arranjo institucional brasileiro tem algumas vantagens do ponto de vista de eficiência, destacando-se dois aspectos. Primeiro, o BCB tem autonomia para adquirir títulos fora do processo competitivo, podendo escolher quais títulos deseja adquirir, dentre os que estão sendo ofertados em mercado no dia do leilão coincidente ou próximo da data de refinanciamento da dívida. Esta regra vale não só para os títulos que vencem, mas para todas as emissões ao Banco (inclusive capitalização para cobertura de resultado e aportes), e evita que o TN coloque títulos que não sejam de interesse para a execução da política monetária. Ainda quanto ao primeiro aspecto, ao não participar do leilão, evita-se que o BCB tenha influência nos preços a serem formados em processo competitivo. No segundo aspecto, os preços dos instrumentos adquiridos pelo BCB são os mesmos definidos nos leilões junto ao público. Ao aplicar o preço formado em processo competitivo, elimina-se qualquer viés na formação das taxas, de maneira que os títulos tenham referência de preço justa e sua venda em mercado, se necessário, não traga impactos ao patrimônio do BCB.

Embora o valor equivalente ao principal dos títulos da carteira do BCB possa ser refinanciado, a legislação vigente não permite o mesmo tratamento à parcela correspondente aos juros reais. Estes devem ser pagos de acordo com o fluxo de juros previsto para cada tipo de título na carteira do BCB. De fato, essa obrigação aumenta a necessidade de financiamento do TN, que precisa levantar recursos por meio de emissões de títulos junto ao público, alocação de outras fontes orçamentárias ou redução das disponibilidades da conta única para efetuar o pagamento de tais encargos. O histórico de encargos se encontra no Gráfico 5.

Gráfico 5. Pagamentos correntes de encargos da carteira de títulos do BCB
R\$ Bilhões



Fonte:STN

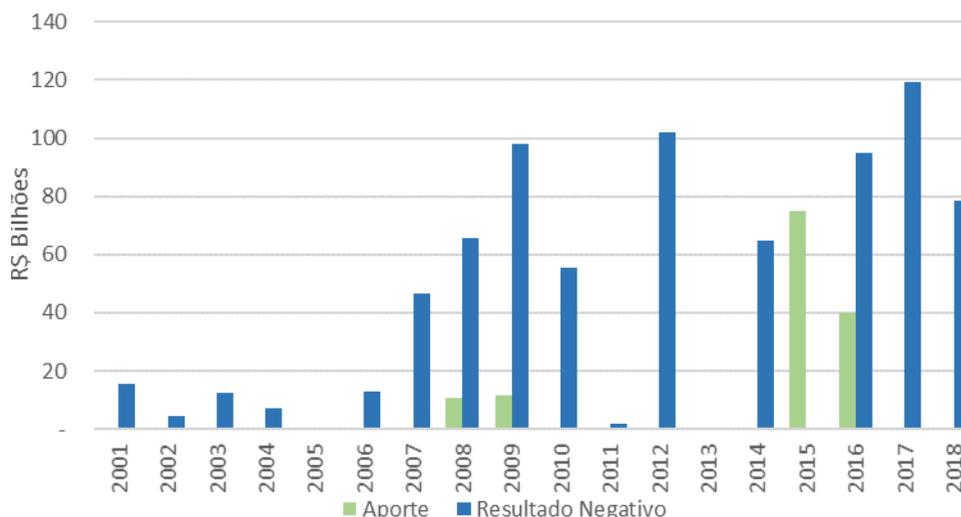
Dessa dinâmica caracterizada pelo constante refinanciamento do principal e pagamento dos juros reais deriva-se que o estoque de títulos no BCB tenderia a crescer com o índice de preços utilizado para fins de atualização monetária do principal, que historicamente tem sido o IGP-M, em acordo com as prescrições das Leis de Diretrizes Orçamentárias de cada ano. Os fatores que vêm para quebrar essa tendência são as emissões de títulos pelo Tesouro para a cobertura dos resultados financeiros negativos do balanço do BCB, que foram abordadas na seção anterior, bem como os aportes sem contrapartida financeira que visam assegurar uma carteira de títulos em tamanho adequado às necessidades da política monetária. Como veremos a seguir, esta possibilidade de aporte constitui mecanismo de aumento da carteira quando os títulos disponíveis são insuficientes para lastros nas operações de mercado aberto.

A depender da gestão da liquidez conduzida pelo BCB, pode ocorrer de sua carteira de títulos ser quase totalmente comprometida como lastro das operações compromissadas. Nestes momentos, é salutar que o BCB possa ter uma margem de segurança com vistas a evitar constrangimentos à execução plena da política monetária. Assim, em 2008, a Lei 11.803/2008 autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BCB com vistas a assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas. A matéria foi ainda regulamentada pelo Ministério da Fazenda em 2009 por meio da Portaria nº 241, determinando que o TN emita títulos em favor do BCB sempre que a sua carteira de títulos livres (não comprometidos como lastro das operações compromissadas) atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões. A Lei nº 13.820/2019 aprimora essa legislação, criando um mecanismo automático para os aportes sempre que a carteira de títulos livres do BCB atinja percentual igual ou inferior a 4% da carteira total (em vez de

R\$ 20 bilhões), além de prever a possibilidade de cancelamento dos títulos aportados com tal finalidade, caso não sejam mais necessários, evitando-se seus encargos.

Ao longo do documento foi possível, então, verificar as três formas pelas quais o TN faz aporte de títulos em favor da carteira do BCB: (i) para cobertura de resultado financeiro negativo do balanço semestral; (ii) para refinanciamento do principal dos títulos que vencem na carteira do BCB; e (iii) para recompor o nível mínimo da “carteira livre” da autoridade monetária. Com a Lei nº 13.820/2019, abre-se uma quarta forma, que envolve a possibilidade de aporte para assegurar um patamar mínimo para o Patrimônio Líquido do balanço do BCB (o TN aportará sempre que esse Patrimônio ficar inferior a 0,25% do Ativo do BCB). Apenas na situação de refinanciamento do principal a emissão de título em favor do BCB envolve contrapartida financeira entre as duas instituições, pois na data de um vencimento na carteira livre o TN paga o título que maturou e, em momento posterior, o TN emite novo título ao BCB e recompõe seu caixa na proporção do valor do principal.

Gráfico 6. Emissões para recomposição de carteira livre (aporte) e cobertura de resultado negativo
R\$ Bilhões



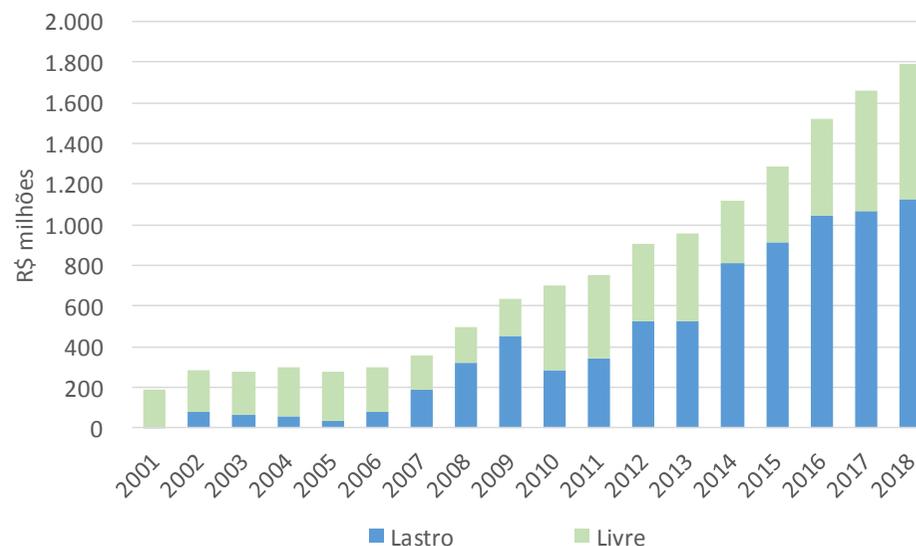
Fonte: STN

O Gráfico 7 mostra uma visão da evolução da carteira de títulos do BCB que destaca a abertura entre o montante que pode ser considerado livre e valor comprometido com lastros. Observe que a carteira passou a exibir um crescimento mais acelerado após 2007, justamente o período em que o Brasil começou a acumular reservas internacionais com mais intensidade. A relação entre crescimento da carteira de títulos do BCB e reservas internacionais é a seguinte: para cada dólar adquirido pelo BCB em mercado, a autoridade monetária necessita esterilizar o efeito monetário de

sua compra. Para tal, realiza operações compromissadas, retirando de circulação os reais que foram dados em troca dos dólares adquiridos. Caso esta operação não seja realizada, o nível de liquidez na economia aumenta de forma indesejável, dificultando o controle inflacionário. E dado que as compromissadas têm como lastro os títulos públicos do TN, o BCB precisa de mais títulos públicos na medida em que crescem as aquisições de reservas internacionais.

Contudo, a própria emissão de títulos para a cobertura do resultado financeiro negativo, principalmente a equalização cambial associada com o estoque de ativos internacionais, já representa um elemento de grande monta na preservação no tamanho da carteira do BCB adequado às necessidades da política monetária.

Gráfico 7. Evolução da carteira de títulos públicos do BCB
R\$ Bilhões



Fonte: STN

Além da evolução das reservas internacionais, outros fatores influenciam a dinâmica da liquidez em mercado (das compromissadas), e, por conseguinte, da carteira de títulos do BCB, a saber: volume de emissão líquida de títulos do TN em mercado, resultado primário do Governo Federal e os próprios juros do estoque de compromissadas do BCB.

Em particular, se hipoteticamente considerarmos que todos os fatores fossem nulos para a evolução da liquidez, com exceção dos juros, as compromissadas tenderiam a crescer conforme a taxa de juros Selic, que é seu fator básico de remuneração. Note, aqui, o contraste com a também hipotética evolução natural da carteira de títulos, que tenderia a crescer de acordo com o índice de atualização monetária, no cenário em que apenas a dinâmica de refinanciamento

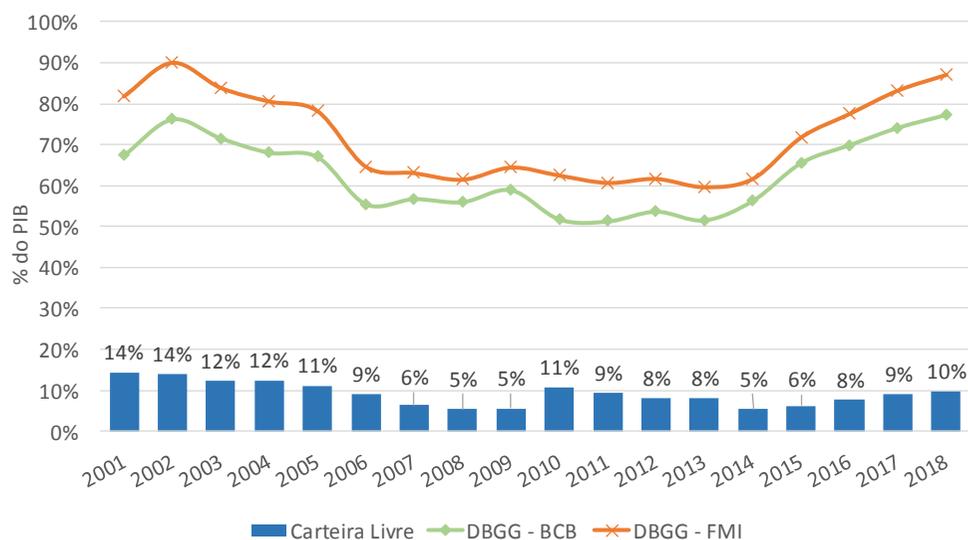
do principal seja seu fator de variação. Esse exercício ilustra a importância de um mecanismo de aportes que assegure ao BCB os instrumentos necessários à gestão de liquidez da economia.

3.2. Carteira de títulos do BCB e as estatísticas de endividamento

Os fluxos do relacionamento entre TN e BCB, sejam eles sob a forma de recursos financeiros ou títulos, não afetam a Dívida Líquida do Setor Público—DLSP, tendo em vista que ambas as instituições fazem parte do conceito de Setor Público, de modo que operações entre elas se compensam internamente. Não obstante, tais fluxos, bem como a evolução da carteira de títulos do TN no BCB influenciam o indicador de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), a depender do conceito aplicado.

Dois conceitos de DBGG vêm sendo acompanhado no âmbito das estatísticas fiscais do Brasil: o do BCB e o do Fundo Monetário Internacional (FMI). O conceito brasileiro considera como passivo do setor público as operações compromissadas do BCB. Já o conceito do FMI, ao não considerar o BCB como parte do setor público, inclui no passivo do governo toda a carteira de títulos do TN no BCB, esteja ela como lastro para as operações compromissadas ou não. Assim, a DBGG do FMI tende a ser superior à DBGG do conceito oficial no montante da carteira livre do BCB.

Gráfico 8. Dívida Bruta do Governo Geral e Carteira de Títulos Livres do BC % do PIB



Fonte: BCB. A série de 2001 a 2005 para a DBGG-BCB foi elaborada pela STN, com base em dados do BCB.

Observe que o atual arranjo institucional brasileiro do relacionamento financeiro entre TN e BCB não é adequadamente refletido pelo indicador de DBGG do FMI, dado que este considera toda a carteira livre do BCB como dívida. Nesse sentido, a DBGG aferida pelo FMI pode não ser sensível a um esforço fiscal, pois resultados primários positivos que sejam mantidos na Conta Única enxugarão liquidez do sistema financeiro, elevando a carteira livre, mas sem sinalizar melhora no indicador de endividamento do FMI.

BOX: legislação que regula a carteira de títulos do BCB

1. LRF, Lei Complementar 101/2000, em seu artigo 34, proibiu o BCB de emitir títulos da dívida pública a partir de maio de 2002. Por outro lado, a LRF permite que o BCB adquira títulos do TN a preço de mercado com o fim exclusivo de refinanciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira (artigo 39 da LRF);
2. Lei nº 11.803/2008, em seu artigo 2º, autoriza que o TN emita títulos para a carteira do BCB, de forma a assegurar que o montante desses títulos em carteira tenha dimensões adequadas à execução da política monetária. Nesse caso, a mesma lei prevê que tal emissão de títulos seja realizada sem contrapartida financeira para o TN;
3. Portaria nº 241/2009, do Ministro de Estado da Fazenda, regulamenta o artigo 2º da Lei nº 11.803/2008, estabelecendo que sempre que a carteira de títulos do BCB, deduzida dos títulos usados em operações compromissadas e dos vinculados a garantias em operações com derivativos, ficar abaixo de R\$ 20 bilhões, o TN deve realizar emissão direta de títulos para o BCB, sem contrapartida financeira, de forma a não comprometer a execução da política monetária;
4. A Lei nº 13.820/2019 cria mecanismo automático para os aportes sempre que a carteira de títulos livres do BCB atinja percentual igual ou inferior a 4% da carteira total (em vez de R\$ 20 bilhões), além de prever a possibilidade de cancelamento dos títulos aportados com tal finalidade, caso não sejam mais necessários. O cancelamento será limitado ao saldo do patrimônio institucional do BCB resultante da emissão direta de títulos do TN sem contrapartida financeira. Além disso, o patrimônio do BCB não poderá, em razão do retorno dos títulos ao TN, ficar inferior a 1,5% do ativo total.

4. A Conta Única do Tesouro Nacional

4.1. A conta única e suas subcontas

As disponibilidades de caixa da União são centralizadas em conta junto ao BCB, conhecida como Conta Única do TN (CTU). A própria Constituição Federal de 1988 no art. 164 § 3º determina que tais disponibilidades de caixa sejam depositadas no BCB. As razões para a custódia no BCB são várias: permite maior facilidade de controle dos recursos; gera custos menores de manutenção; garante neutralidade competitiva entre os agentes do setor privado; e facilita a gestão da liquidez no sistema financeiro; entre outros.

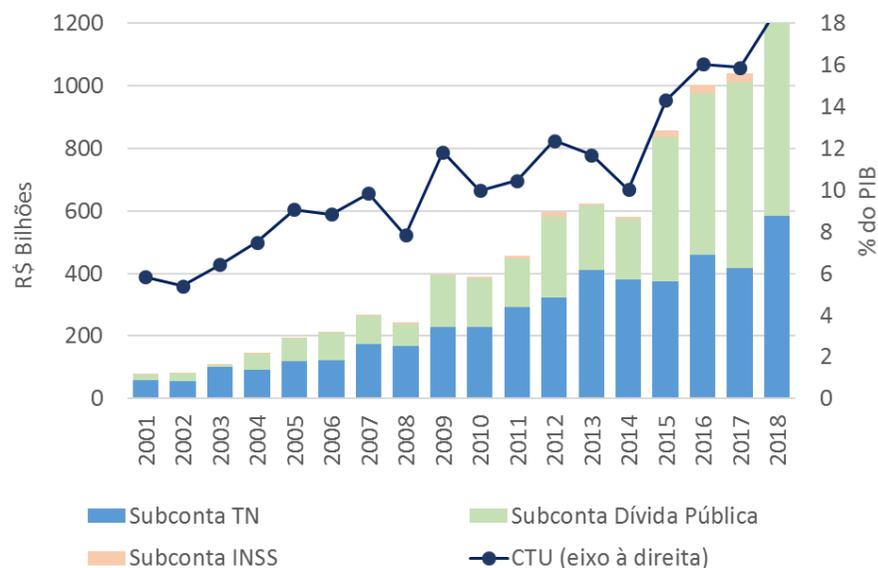
Para fins de gestão, a CTU tem três subcontas contábeis: (i) subconta *Tesouro Nacional*, destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral; (ii) subconta *Dívida Pública*, que registra as disponibilidades oriundas das receitas com os leilões de títulos públicos; e (iii) subconta *INSS*, destinada aos pagamentos e recebimentos do INSS. O Gráfico 9 exibe o saldo da CTU e suas subdivisões, o saldo total apresentou considerável aumento, em termos nominais, nas últimas décadas, passando de R\$ 76,93 bilhões, em 2001, para R\$ 1.274,10 bilhões em 2018.

Mais uma vez, é possível verificar um maior crescimento do saldo a partir de 2008, justamente o período em que o Brasil começou a acumular reservas internacionais com mais intensidade. A relação entre crescimento da CTU e reservas internacionais é a seguinte: maior volume de reservas internacionais gerou maiores resultados positivos no balanço do BCB em momentos de desvalorização cambial, como mostrado anteriormente. Por sua vez, o resultado positivo do BCB é transferido para a CTU. Além disso, a CTU também tende a variar por outros dois motivos:

- (i) resultado primário: superávits elevam a CTU, enquanto este não é usado, por exemplo, para abater dívida;
- (ii) emissão líquida de títulos do TN: a CTU se eleva quando o TN realiza emissão de títulos públicos em volume maior que a maturação da dívida e esse recurso não é utilizado para outras despesas orçamentárias.

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

Gráfico 9. Evolução do saldo da conta única do Tesouro e suas subcontas R\$ Bilhões e % do PIB



Fonte: STN

Em geral, as disponibilidades da subconta da dívida são destinadas ao pagamento de dívida. Entretanto, parte desses recursos levantados por meio de colocações de títulos públicos pode ser alocada para cobrir outras despesas do orçamento público, o que é mais comum em tempos de déficits fiscais primários. Tal alocação, contudo, depende de previsão em orçamento e deve obedecer aos limites legais vigentes, como é o caso da regra de ouro (art. 167, inciso III, da Constituição Federal), que diz que as operações de crédito não podem superar as despesas de capital.

A subconta *Tesouro Nacional* também compreende recursos que se destinam exclusivamente à dívida. É o caso, por exemplo, das receitas que têm origem nos fluxos de resultados do BCB, que por lei devem ser usados para abater dívida pública mobiliária federal, prioritariamente aquela na carteira de títulos detida pelo BCB. Assim, o colchão de liquidez, isto é, a reserva de caixa exclusiva para honrar dívida deve ser entendida como a subconta *Dívida* mais a parcela de fontes orçamentárias vinculadas, por lei, ao pagamento de dívida que integra a subconta *Tesouro*.

As vinculações existentes restringem o uso das disponibilidades de caixa da União, mas nem sempre a destinação é a liquidação da dívida. Na subconta *Tesouro* há outros recursos atrelados a Fundos, Órgãos e Programas ou sujeitos a outras vinculações para finalidade específica, definidas em lei. A análise da conta única considerando-se as vinculações pode ser feita por meio do Balanço Geral da União, disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/balanco-geral-da-uniao>.

A título de exemplo, no balanço do encerramento de 2018 essa subconta apresentou, em 31/12/2018, saldo de R\$ 583,8 bilhões. Esse saldo se compõe, em sua maior parte, por recursos vinculados, conforme se vê na Tabela 2.

**Tabela 2 – Subconta
Tesouro Nacional, por
vinculação
R\$ Milhões**

	<i>R\$ milhões</i>	
Recursos	2017¹	2018¹
Recursos Ordinários	105.575	111.886
Recursos Vinculados	308.805	470.624
<i>Educação</i>	<i>21.262</i>	<i>15.933</i>
<i>Seguridade Social (Exceto Previdência)²</i>	<i>-2.158</i>	<i>20.869</i>
<i>Previdência Social (RPPS)²</i>	<i>-5.217</i>	<i>1.328</i>
<i>Previdência Social (RGPS)²</i>	<i>-8.712</i>	<i>4.115</i>
<i>Recursos de Receitas Financeiras</i>	<i>24.030</i>	<i>156.814</i>
<i>Operações de Crédito</i>	<i>-828</i>	<i>362</i>
<i>Alienação de Bens e Direitos</i>	<i>343</i>	<i>1.005</i>
<i>Transferências Constitucionais e Legais</i>	<i>12.814</i>	<i>15.066</i>
<i>Doações</i>	<i>184</i>	<i>175</i>
<i>Outros Recursos Vinculados a Órgãos e Programas</i>	<i>194.029</i>	<i>184.258</i>
<i>Outros Recursos Vinculados a Fundos</i>	<i>54.188</i>	<i>59.184</i>
<i>Demais Recursos</i>	<i>18.870</i>	<i>11.515</i>
Recursos em Trânsito da Dívida Pública a Classificar³	3.237	1.330
Total	417.617	583.841

1) Posição em 31 de dezembro. As informações desta Tabela foram extraídas do Balanço Geral da União de 2018 (vide Notas Explicativas, Tabela 11, nesse Balanço), disponível em <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/balanco-geral-da-uniao>.

2) Alguns recursos vinculados apresentaram saldo negativo, o que significa que os gastos nessas fontes superaram os recursos disponíveis. Quando isso acontece, pode-se entender que a cobertura se dá com recursos ordinários.

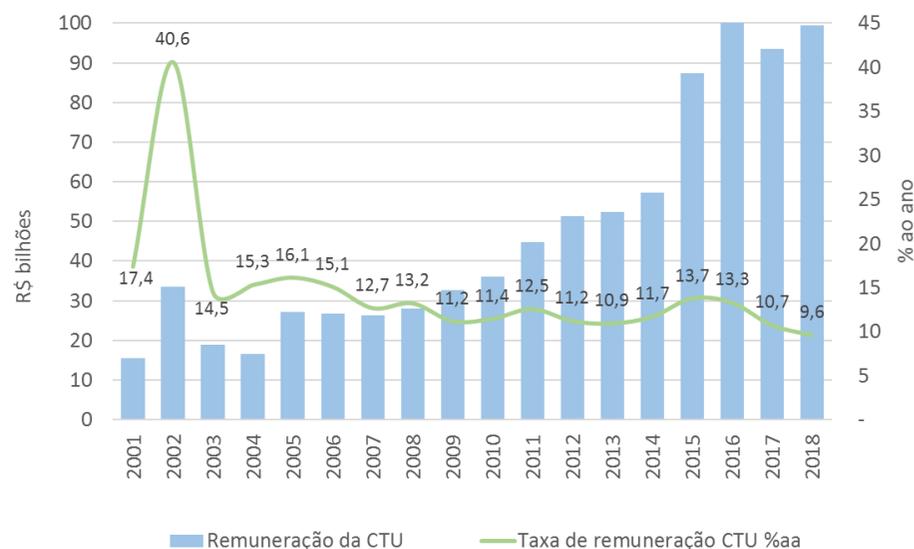
3) Os saldos apresentados estão de acordo com a mudança de metodologia em relação às contas "Valores a transferir para a CTU" e "Remuneração da Conta Única".

Fonte: SIAFI

4.2. Remuneração da conta única

Os recursos depositados na CTU são remunerados por taxa de juros de mercado. Mais precisamente, sua taxa de remuneração corresponde à rentabilidade média dos títulos públicos federais mantidos na carteira do BCB, em obediência ao artigo 1º da Medida Provisória nº 1.789, de 1998. Como destacamos na seção anterior, a composição dessa carteira compreende essencialmente os mesmos instrumentos e condições dos títulos ofertados pelo TN ao mercado. O fluxo anual de remuneração da CTU é exibido no Gráfico 10. A destinação dessa receita do Tesouro é livre, sem vinculação específica para pagamentos da dívida.

Gráfico 10. Remuneração da conta única do Tesouro R\$ bilhões e Taxa % ao ano



Fonte: STN

No conjunto de melhores práticas internacionais, a remuneração por uma taxa de juros de mercado incentiva o gestor público a não buscar alternativas com maior rendimento junto ao setor bancário. Além disso, com a entrada de recursos na CTU, o BCB reduz seu passivo em compromissadas no mesmo montante. Assim, é justo que este devolva esta remuneração ao TN pelos seus recursos. Desequilíbrios nessa relação, caso houvesse, poderiam gerar distorções no resultado patrimonial do BCB. Outra boa prática é o fato de a remuneração ser equivalente à dos títulos públicos, o que reduz o incentivo do governo para oferecer uma remuneração pelos títulos mais baixa do que a de mercado. No caso brasileiro esse aspecto foi resolvido com o modelo de emissão para o BCB nas condições apuradas nos leilões do TN, assegurando-se, portanto, que a remuneração ocorra em bases justas e com parâmetros de mercado.

BOX: legislação que regula a remuneração da Conta Única do Tesouro Nacional

1. Constituição Federal, artigo 164, parágrafo 3º, estabelece que “as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no Banco Central”.
2. Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001 (edição original MP-1789, de 1998), 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 TN em poder do BCB.

5. Mudanças no arcabouço vigente

5.1. Novo relacionamento financeiro entre TN e BCB

A questão do relacionamento financeiro entre TN e BCB é tema relevante para a boa gestão macroeconômica. Essa temática está diretamente relacionada com a gestão de liquidez no sistema bancário, o desenvolvimento do mercado financeiro e o endividamento público. O processo de acumulação de reservas internacionais, desde 2006, associado à volatilidade cambial, levou ao surgimento de significativo incremento dos fluxos financeiros entre a o BCB e a União, como mostramos ao longo deste relatório.

Com isso em mente, foram direcionados esforços pelas duas instituições e pelo Congresso Nacional para desenvolver um novo conjunto de regras que minimize o montante do fluxo de recursos transferidos. Tal fluxo, em sua maior parte, não é oriundo de operações reais, de efetiva venda ou compra de reservas internacionais. Assim, tais esforços resultaram na Lei nº 13.820/2019, que traz aperfeiçoamentos importantes e reduz assimetrias no arcabouço normativo que rege o relacionamento financeiro entre o TN e o BCB. Uma das principais premissas é o aprimoramento do arranjo institucional relativo à distribuição e cobertura dos resultados financeiros do BCB, com atenção especial para a redução dos fluxos de equalização cambial, tornando mais eficientes tanto a administração da liquidez/inflação, quanto a gestão da DPF.

Resultado financeiro do BCB: como fica evidente, as variações cambiais correspondem à fonte mais relevante de volatilidade dos resultados do BCB e, portanto, dos fluxos financeiros entre esta autarquia e o TN. O BCB apresenta descasamento de moedas em sua estrutura patrimonial, na qual parcela relevante de seus ativos está denominada em moedas estrangeiras, ao passo que os passivos da entidade são constituídos predominantemente por obrigações em moeda local. Assim, a nova legislação institui mecanismos para a constituição de reservas no próprio balanço da autoridade monetária, sobretudo a partir de ganhos resultantes da marcação a mercado sobre o valor dos ativos internacionais. Em vez de transferir esses ganhos ao TN, essas reservas contábeis seriam usadas para a cobrir eventuais perdas futuras decorrentes também do efeito de oscilações cambiais sobre o valor dos ativos em moeda estrangeira.

Em caso de insuficiência das reservas de resultado para fazer face a resultados negativos futuros, sua cobertura se dará mediante utilização do patrimônio institucional do BCB, até que ele atinja o limite mínimo de 1,5% do ativo total existente na data do balanço. Se o emprego das reservas de resultado e do patrimônio institucional, na forma indicada, não for suficiente para cobertura do resultado negativo, o saldo remanescente será considerado obrigação

da União com o BCB, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço, em mecanismo similar ao que historicamente prevaleceu na legislação.

A seu turno, a parcela dos resultados positivos correspondente às demais operações do BCB continuaria sendo transferida ao TN, uma vez que está mais associado à resultado real da autoridade monetária e menos à volatilidade cambial.

Tal minimização de fluxos entre essas duas instituições a partir da nova proposta para tratamento do resultado financeiro da autoridade monetária é um alinhamento do Brasil às melhores práticas internacionais. Para ilustrar esse aspecto, cabe indicar que as transferências do BCB para a União, no período de 2008 (quando iniciou o instituto da equalização cambial) a 2018, totalizaram R\$ 1.015,5 bilhões, dos quais R\$ 709,2 bilhões correspondem à equalização cambial e R\$ 306,3 bilhões à transferência de resultados positivos. Tais recursos foram pagos ao TN mediante crédito na Conta Única. No mesmo período, a União transferiu para o BCB um total de R\$ 714,8 bilhões, dos quais R\$ 695,4 bilhões corresponderam à equalização cambial e R\$ 19,4 bilhões à cobertura de resultados negativos. Esses recursos, por sua vez, foram creditados mediante emissão direta de títulos do TN para a carteira do BCB.

Aperfeiçoamento na gestão do controle da inflação: a nova legislação também traz regras para recomposição da carteira de títulos públicos federais em poder do BCB. A intenção é superar o modelo vigente até então, em que as decisões de colocação de títulos para fins de política monetária, na carteira do BCB, se efetivavam por portaria do Ministro da Fazenda, como visto na seção 3. O novo desenho cria mecanismo automático de colocação dos títulos na carteira do BCB, baseado em patamar mínimo de instrumentos em carteira livre. Nesse sentido, para que o Banco tenha sempre resguardado o adequado dimensionamento de sua carteira, sua recomposição ocorrerá sempre que a parcela de títulos disponíveis para venda (carteira livre) atinja percentual igual ou inferior a 4% da carteira total, até que o valor da carteira livre atinja 5% da carteira total.

Aperfeiçoamento na gestão da dívida pública: um importante impacto positivo para a gestão da dívida é a redução das ocasiões em que o TN precisará fazer aporte de títulos na autoridade monetária para cobertura de resultado negativo. Outra relevante mudança na linha de aperfeiçoar a gestão da dívida é que a nova legislação prevê que o BCB poderá, mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, devolver ao TN parte dos títulos livres para negociação, até o montante originado dos aportes sem contrapartida destinados à adequação do tamanho da carteira de títulos para a gestão da liquidez (ou seja, a medida não se aplica aos valores referentes às coberturas de resultados negativos, nem refinanciamento). O alcance de tal autorização, portanto, será limitado ao saldo do patrimônio institucional do BCB resultante da emissão direta de títulos do TN sem contrapartida financeira. Além disso, o patrimônio do BCB não poderá, em razão do retorno dos títulos ao TN, ficar inferior a 1,5% do ativo total.

Consequentemente, a União, a partir de tais aperfeiçoamentos, tende a gastar menos com o pagamento de juros dos títulos da carteira do BCB no futuro, representando, portanto, uma vantagem para a gestão da dívida pública, reduzindo sua necessidade de financiamento junto ao mercado ou por meio de outras fontes de recursos da CTU. Em particular, os encargos da carteira do BCB são registrados como despesas correntes e, portanto, eles criam pressão sobre a regra de ouro. Nesse sentido, fatores que contribuam para um menor crescimento do estoque de títulos detidos pelo BCB favorecem o equilíbrio orçamentário do governo. Por fim, os efeitos são positivos ainda para a evolução da DBGG/PIB apurada segundo a metodologia do Fundo Monetário Internacional. Como reportamos anteriormente, esse indicador, mais aceito para comparações entre países, contabiliza toda a carteira de títulos públicos em poder da autoridade monetária.

Em suma, este relatório ressaltou características importantes do arranjo institucional brasileiro que rege a relação financeira entre o TN e o BCB. Trata-se de um arcabouço aderente às melhores práticas internacionais, consolidadas na literatura teórica e empírica. A legislação recém aprovada nessa matéria (Lei nº 13.820/2019) vem para reforçar e aprimorar essa realidade, ao promover um ajuste nos principais fluxos financeiros entre as duas instituições. O corolário é que o Brasil se aproxima ainda mais do estado da arte em relação aos incentivos corretos no relacionamento entre autoridade monetária e fiscal.