

LEANDRO MACIEL DO NASCIMENTO

**O RELACIONAMENTO ENTRE O TESOIRO NACIONAL E O
BANCO CENTRAL DO BRASIL À LUZ DO DIREITO FINANCEIRO:
conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e
resultados do Banco Central**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico, Financeiro e Tributário, sob a orientação do Professor Associado José Maurício Conti

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2020

LEANDRO MACIEL DO NASCIMENTO

**O RELACIONAMENTO ENTRE O TESOIRO NACIONAL E O
BANCO CENTRAL DO BRASIL À LUZ DO DIREITO FINANCEIRO:
conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e
resultados do Banco Central**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico, Financeiro e Tributário, sob a orientação do Professor Associado José Maurício Conti. Versão revisada. Versão original depositada junto ao Programa de Pós-Graduação em Direito.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2020

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

NASCIMENTO, LEANDRO MACIEL DO

O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do Direito Financeiro: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central ; LEANDRO MACIEL DO NASCIMENTO ; orientador José Maurício Conti -- São Paulo, 2020.

306 fls.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico, Financeiro e Tributário) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

1. Orçamento Público . 2. Tesouro Nacional . 3. Banco Central . 4. Resultados. 5. Financiamento implícito. I. Conti, José Mauricio, orient. II. Título.

Nome: NASCIMENTO, Leandro Maciel do
Título: O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do Direito Financeiro: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central.

**O RELACIONAMENTO ENTRE O TESOIRO NACIONAL E O
BANCO CENTRAL DO BRASIL À LUZ DO DIREITO FINANCEIRO**
**conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e
resultados do Banco Central**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência para obtenção do título de Doutor em Direito.

Aprovado em: 27 de abril de 2020

Banca Examinadora

Prof. Dr. Estevão Horvath	Instituição: Universidade de São Paulo
Julgamento: Aprovado	Assinatura: _____

Prof. Dr. Gabriel Loretto Lochagin	Instituição: Universidade de São Paulo
Julgamento: Aprovado	Assinatura: _____

Prof. Dr. Antônio de Moura Borges	Instituição: Universidade de Brasília
Julgamento: Aprovado	Assinatura: _____

Prof. Dra. Elida Graziane Pinto	Instituição: Fundação Getúlio Vargas
Julgamento: Aprovado	Assinatura: _____

Prof. Dr. Raul Lopes de Araújo Neto	Instituição: Universidade Federal do Piauí
Julgamento: Aprovado	Assinatura: _____

A Deus, à minha família e aos meus amigos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente a **Deus**, que sempre esteve generosamente presente em todos os meus passos; à minha família (na verdade, além da gratidão, um pedido de desculpas, em razão das ausências ao longo da feitura deste trabalho): aos **meus pais, Ludgério e Lourdes**, e aos **meus irmãos, Fábio e Aline**, pelo amor e incentivo em toda a minha vida; a minha esposa **Lara**, pelo amor, pela paciência e pelo companheirismo, sem a qual esta empreitada sequer teria sido iniciada; aos meus filhos **Maria Luisa e Heitor**, que, no alto de seus nove e sete anos, participaram ativamente da pesquisa e da elaboração do texto, quase sempre intrigados querendo saber se o livro que o papai estava escrevendo teria estórias divertidas para crianças (“parece que não; deve ser coisa de adulto...”, como explicavam um ao outro). Infelizmente, tal como a dissertação não tinha desenhos ou figuras, a tese não tem estórias para divertir as crianças.

Agradecimento especial ao **Professor José Maurício Conti**, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, exemplo de seriedade, compromisso e generosidade acadêmica. Sempre disponível ao diálogo e ao fornecimento de valiosos subsídios à elaboração deste trabalho. Um dos melhores pensadores e professores de Direito Financeiro do Brasil. Agradecimento igualmente especial à **Elida Graziane Pinto**, Professora da Fundação Getúlio Vargas (SP) e Procuradora do Ministério Público de Contas do Estado de São Paulo, que alia a competência da pesquisa acadêmica, a experiência prática do Direito Financeiro e ainda mantém viva a chama indignação e da ação diante das irregularidades na gestão das finanças públicas brasileiras e de seus impactos no financiamento dos Direitos Fundamentais. O tema da tese surgiu a partir dos debates nas aulas da disciplina “**Dívida Pública**”, na Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP, ministrada pelo Professor José Maurício Conti e que contou com sua participação, no já longínquo ano de 2016. Agradecimento em igual relevância a todos os **amigos de caminhada** na Pós da São Francisco.

Por fim, mas de modo não menos relevante, o agradecimento igualmente especial ao **Tribunal de Contas do Estado do Piauí** e ao **Ministério Público de Contas do Estado do Piauí**, especialmente à equipe que diretamente trabalha comigo, por todo diálogo e suporte que me permitiu a realização do Mestrado, do Doutorado e da contínua qualificação profissional.

Three things are necessary for government: weapons, food and trust. If a ruler cannot hold on to all three, he should give up weapons first and food next. Trust should be guarded to the end: without trust we cannot stand.

Confúcio

Até estrelas comuns como o Sol passam por uma sequência de eventos no final de sua história, o que representa enormes problemas para os habitantes dos planetas que elas possam ter. Daqui a 5 ou 7 bilhões de anos, o Sol vai se transformar numa estrela vermelha gigante e vai engolir as órbitas de Mercúrio e Vênus, e provavelmente a Terra. A Terra ficará então dentro do Sol, e os problemas que enfrentamos hoje se tornarão, em comparação, bem modestos. Por outro lado, como isso ainda vai demorar 5 bilhões de anos ou mais, não é nosso problema mais urgente. Mas é algo para se ter em mente. Tem implicações teológicas.

Carl Sagan

RESUMO

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do Direito Financeiro: Conta Única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central.** 2020. 304 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo.

O objetivo deste trabalho é abordar os termos do relacionamento entre o Banco Central do Brasil (BCB) e o Tesouro Nacional (TN). O pano de fundo é a regra prevista no artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988, segundo a qual, é “vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”. São analisados os fundamentos teóricos, a estrutura normativa e os dados disponíveis sobre três dos mais importantes pontos de interseção entre as instituições: a conta única do TN, a carteira de títulos públicos à disposição do BCB e a apuração e destinação dos resultados da autoridade monetária. O trabalho divide-se em quatro partes. Na primeira, apresenta-se um panorama da relação jurídica entre as autoridades fiscais e monetárias no Brasil, que vai da criação do BCB, em 1964, até o advento da Lei n. 13.820/2019. A segunda parte tem como objeto a conta única do TN, sob custódia do BCB. São apresentadas definição, características, justificativas para adoção, abrangência, operacionalização das entradas e das saídas e, por fim, a remuneração dos saldos remanescentes. A terceira parte analisa a carteira de títulos públicos à disposição do BCB para execução da política monetária. São expostas as justificativas para a utilização exclusiva de títulos do TN, a composição da carteira, o volume das operações compromissadas e os efeitos nos indicadores da dívida pública (bruta) brasileira. A quarta parte aborda o resultado financeiro das operações do BCB. São detalhados seus balanços, os principais componentes e suas interações recíprocas, bem como a metodologia de apuração e destinação dos resultados financeiros. Após, são descritas as regras de apuração de resultado sob dois paradigmas, quanto às reservas internacionais: de um lado, balanços com baixo volume e, de outro, balanços com elevado volume de ativos em moeda estrangeira. Ao final, são expostas as regras previstas na Lei n. 13.820/2019, que estabelecem novos parâmetros normativos para a cobertura de resultados negativos do BCB. Em conclusão, presente trabalho demonstra que a relação entre o poder de emissão de moeda e a atividade financeira do Estado é uma potencial fonte de tensão e impacta os indicadores das finanças públicas. Constata-se a plena eficácia da regra-matriz constitucional, quanto à proibição de financiamento explícito do TN pelo BCB. No entanto, a possibilidade de financiamento implícito, disfarçado por meio de procedimentos jurídico-contábeis, demanda vigilância, acompanhamento e constante aperfeiçoamento legislativo, com vistas ao cumprimento do artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988.

PALAVRAS-CHAVE: Orçamento Público – Tesouro Nacional – Banco Central – Conta Única – Carteira de Títulos Públicos – Resultados – Financiamento implícito.

ABSTRACT

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **The relationship between the National Treasury and the Central Bank of Brazil under Finance Law: National Treasury single account, Central Bank bond portfolio and outcomes.** 2020. 304 pp. Thesis (PhD in Law) – Faculty of Law, University of São Paulo.

This paper aims at the terms of the relationship between the Central Bank of Brazil (BCB) and the National Treasury (TN). The background is the rule under article 164, paragraph 1, of the Brazilian Constitution of 1988, which states that “the central bank is forbidden to provide, directly or indirectly, loans to the National Treasury and to any body or entity that is not a financial institution”. We analyze the theoretical foundations, the normative structure and the available data on three of the most important intersection points between the institutions: the TN Single Account, the government bond portfolio available to the BCB, and the calculation and allocation of the results of the monetary authority. The paper is divided into four parts. The first presents an overview of the legal relationship between the fiscal and monetary authorities in Brazil, ranging from the creation of the BCB in 1964 to the advent of Law no. 13.820/2019. The second part concerns the TN Single Account held by BCB. Definition, characteristics, justifications for adoption, its scope and operationalization of inflows, outflows and remuneration of remaining balances are presented. The third part concerns the portfolio of government bonds available to the BCB for the implementation of monetary policy. The justifications for the exclusive use of TN bonds, the composition of the portfolio, the volume of repurchase operations and the effects on the indicators of Brazilian (gross) public debt are presented. The fourth part deals with the financial result of operations of the BCB. Their balance sheets, main components and their reciprocal interactions are detailed, as well as the methodology for calculating and allocating financial results. Then, the rules for calculating results will be described under two paradigms regarding international reserves: on the one hand, low volume balance sheets and, on the other, balance sheets with high volume of foreign currency assets. At the end, the rules established by Law no. 13.820/2019, which establishes new rules for the offset of negative results of the Central Bank of Brazil are discussed. In conclusion, this paper demonstrates that the relationship between currency issuing power and the State financial activity is a potential source of tension and affects the public finance indicators of a country. The full effectiveness of the constitutional legal norm is evident in relation to the explicit financing of the TN by the BCB. However, the possibility of implicit financing disguised by means of legal accounting procedures, demands vigilance, monitoring and constant legislative perfectioning to comply with article 164, paragraph 1, of the Brazilian Constitution of 1988.

KEYWORDS: Public Budget – National Treasury – Central Bank – Single Account – Government Bonds Portfolio – Results – Implicit Financing.

RÉSUMÉ

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **La relation entre le Trésor National et la Banque Centrale du Brésil au regard du Droit Financier : le compte unique du Trésor National, le portefeuille de titres et les résultats de la Banque Centrale.** 2020. 304 f. Thèse (Doctorat en Droit) – Faculté de Droit, Université de São Paulo.

Le but de ce travail-ci est de scruter les termes légaux dans le cadre de la relation entre la Banque Centrale du Brésil (BCB) et le Trésor National (TN). La toile de fond de ce cadre-là, c'est la réglementation prévue à l'article 164, premier paragraphe, de la Constitution brésilienne de 1988, selon laquelle "il est interdit à la Banque Centrale d'octroyer directement ou indirectement des prêts au Trésor National ainsi qu'à n'importe quels organisme ou entité étant en dehors des institutions financières". Ainsi, ce seront y analysés ses fondements théoriques, y compris la structure normative et les données rendues disponibles par rapport aux trois points les plus importants de l'intersection entre ces institutions-là : le compte unique du Trésor National, le portefeuille de titres publics mis à la disposition de la BCB et le dépouillement et les obtentions des résultats de l'autorité monétaire. Donc, ce travail de recherche se divise en quatre parts. Dans cette première-ci, on présente un panorama de la relation juridique entre les autorités fiscales et monétaires au Brésil, qui s'étend de la création de la BCB, en 1964, à l'avènement de la loi numéro 13.820/2019. La deuxième part a pour but le Compte Unique du TN, sous la garde de la BCB. Ce seront, par conséquent, y présentés la définition, les caractéristiques, les justifications pour son emploi, son envergure et le déploiement de ses entrées et sorties aussi bien que le remboursement des reliquats des ressources. La troisième part a pour finalité le portefeuille de titres publics mis à la disposition de la BCB afin de mettre en place sa politique monétaire. Donc, ce seront y présentés les justifications pour l'utilisation exclusive des titres du TN, la composition de son portefeuille, la quantité d'opération y engagées et ses effets sur les indicateurs de la dette publique brute du Brésil. La quatrième part aborde le résultat financier des opérations de la BCB. Ce qu'on y détaille, ce sont ses bilans, ses principaux composants et ses interactions réciproques, ainsi que la méthodologie du dépouillement et de l'obtentions de résultats financiers. Ensuite, ce seront y décrites les règles du dépouillement du résultat sous deux paradigmes, en ce qui concerne les réserves internationales : de ce côté-ci, les bilans dont le chiffre d'affaire est faible et, d'un autre côté, les bilans dont le chiffre d'affaire en monnaie étrangère est fort. À la fin de cette recherche, ce seront y exposées les règles prévues à la loi numéro 13.820/2019 qui stipulent de nouvelles réglementations au ratio de couverture des frais financiers négatifs de la Banque Centrale du Brésil. En conclusion, cette recherche démontre que relation entre le pouvoir sur l'émission monétaire et l'activité financière de l'État s'avère en tant qu'une source potentielle de tension et cela affecte les indicateurs de finances publiques d'un pays. On y constate la pleine efficacité de la règle de base constitutionnelle quant à la prise en charge du TN à travers la BCB. Néanmoins, l'application éventuelle du taux d'intérêt implicite, déguisé via les procédures juridico-comptables, y suscite une surveillance, un rapport de suivi et une amélioration constante du cadre législatif, afin de respecter l'article 164, premier paragraphe, de la Constitution brésilienne de 1988.

Mots-clés : Budget public ; Trésor National ; Banque Centrale ; Compte Unique ; Portefeuille de Titres publiques ; Résultats ; Taux d'intérêt implicite.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ADC	Ação Declaratória de Constitucionalidade
ADCT	Ato das Disposições Constitucionais Transitórias
ADPF	Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental
BB	Banco do Brasil S. A.
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CF/88	Constituição da República Federativa do Brasil, de 05 de outubro de 1988
CFT	Certificados Financeiros do Tesouro
CIP	Câmara Interbancária de Pagamentos
CMN	Conselho Monetário Nacional
COMOC	Comitê Técnico da Moeda e do Crédito
COPOM	Comitê de Política Monetária
CTU	Conta Única do Tesouro Nacional
DAR	Documento de Receitas dos Estados e Municípios
DARF	Documento de Arrecadação de Receitas Federais
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DL	Decreto-lei
DLSP	Dívida Pública do Setor Público
DPF	Dívida Pública Federal
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
ECB	<i>European Central Bank</i>
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FOMCC	<i>Federal Open Market Committee</i>
GFIP	Guia do Recolhimento do FGTS, Informações da Previdência Social
GPS	Guia da Previdência Social
GRU	Guia de Recolhimento da União
GSE	Guia do Salário-Educação
IFI	Instituição Fiscal Independente do Senado Federal
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IMF	International Monetary Fund
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
ISIMP	<i>Information System for Instruments of Monetary Policy</i>
LFT	Letra Financeiras do Tesouro
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LOA	Lei Orçamentária Anual

LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letra do Tesouro Nacional
MDA	<i>Ministries, Departments and Agencies</i>
MF	Ministério da Fazenda
MMT	<i>Modern Money Theory</i>
MP	Medida provisória
NFSP	Necessidades de Financiamento do Setor Público
NTN	Notas do Tesouro Nacional
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
OGU	Orçamento Geral da União
OMO	<i>Open market operations</i>
PAF	Plano Anual de Financiamento
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PMF	<i>Public Management Finance</i>
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
PPA	Plano Plurianual
QE	<i>Quantitative easing</i>
RAD	Relatório Anual da Dívida
RCL	Receita Corrente Líquida
RMD	Relatório Mensal da Dívida
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SIAFI	Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TCU	Tribunal de Contas da União
TCE	Tribunal de Contas do Estado
TDA	Títulos da Dívida Agrária
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
STR	Sistema de transferência de reservas
TN	Tesouro Nacional
TSA	<i>Treasury Single Account</i>

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Saldo da Conta Única em 31 de dezembro (R\$)	104
Tabela 02: Saldo da Conta Única em 31 de dezembro de 2018 (R\$).....	105
Tabela 03: Vinculação de recursos da subconta “Tesouro Nacional” em 31 de dezembro de 2018	106
Tabela 04: Remuneração dos saldos da Conta Única (R\$).....	114
Tabela 05: Principais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.....	159
Tabela 06: DPMFi, carteira do BCB e operações compromissadas (Estoque em 31 de dezembro de 2018 – R\$ milhões).....	160
Tabela 07: Detalhamento, por título, da DPMFi (Estoque em 31 de dezembro de 2018 – R\$ milhões).....	160
Tabela 08: Detalhamento por título da carteira do BCB (Estoque em 31 de dezembro de 2018 – R\$ milhões).....	160
Tabela 09: Saldo das operações compromissadas em 31 de dezembro (R\$)....	178
Tabela 10: Saldo das reservas internacionais (Us\$/R\$).....	179
Tabela 11: “Impactos das alterações metodológicas nas Dívidas Interna e Bruta do Governo Geral” (R\$ milhões).....	192
Tabela 12: Balanço do BCB (31 de dezembro de 2018).....	201
Tabela 13: Resultado semestral do BCB (R\$)	215
Tabela 14: <i>“Income, expenses, and distribution of net earnings of the Federal Reserve Banks, 2017 and 2016 (Us\$ Millions)”</i>	220
Tabela 15: Patrimônio líquido do BCB (em R\$).....	243

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01: Produto Interno Bruto anual.....	129
Gráfico 02: Evolução e composição da carteira de títulos do BCB.....	161
Gráfico 03: Pagamentos correntes com encargos da carteira de títulos do BCB.....	167
Gráfico 04: Saldo das operações compromissadas em 31 de dezembro.....	178
Gráfico 05: Definição de Setor Público.....	189
Gráfico 06: Definição de Governo Geral.....	189
Gráfico 07: Balanço simplificado de um banco central.....	208

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 PANORAMA DA RELAÇÃO JURÍDICA ENTRE BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL: DA CONTA-MOVIMENTO E DO ORÇAMENTO MONETÁRIO À EQUALIZAÇÃO CAMBIAL.....	16
1.1 INTRODUÇÃO.....	16
1.2 RELACIONAMENTO ENTRE AUTORIDADES FISCAIS E MONETÁRIAS NO BRASIL NO PERÍODO DE ALTA INFLAÇÃO	17
1.3 A CRIAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E O SINCRETISMO DE FUNÇÕES COM O TESOURO NACIONAL E COM O BANCO DO BRASIL	33
1.4 A CRIAÇÃO DA SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, SEGREGAÇÃO DE FUNÇÕES E A CONSTITUIÇÃO DE 1988.....	46
1.5 ESTABILIDADE MONETÁRIA: PLANO REAL, TRIPÉ MACROECONÔMICO E LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL	52
1.6 CRISE DE 2008: AUMENTO DO BALANÇO DOS BANCOS CENTRAIS E A EQUALIZAÇÃO CAMBIAL.....	56
2 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO NACIONAL: A CONTA ÚNICA DO TESOURO NACIONAL	62
2.1 INTRODUÇÃO.....	62
2.2 CONTA ÚNICA (<i>TREASURY SINGLE ACCOUNT</i>): DEFINIÇÃO, JUSTIFICATIVA E ABRANGÊNCIA	63
2.2.1 Definição e características.....	69
2.2.2 Justificativa para a adoção do modelo de conta única	72
2.2.3 Abrangência	82
2.3 CONTA ÚNICA DO TESOURO NACIONAL.....	85
2.3.1 Caracterização e evolução normativa.....	88
2.3.2 Operacionalização das entradas, saídas, saldos e remuneração	100
2.3.3 A Conta Única e o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).....	116

3 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOIRO NACIONAL: A CARTEIRA DE TÍTULOS PÚBLICOS PARA EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	124
3.1 INTRODUÇÃO	124
3.2 BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL: POLÍTICA MONETÁRIA E OPERAÇÕES COM TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA.....	125
3.3 OPERAÇÕES DO BANCO CENTRAL EM MERCADO ABERTO: CARTEIRA DE TÍTULOS E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS	147
3.3.1 Banco Central: títulos próprios e/ou títulos do Tesouro?.....	152
3.3.2 Composição da carteira de títulos do Banco Central do Brasil.....	157
3.3.3 Predominância das LFTs como instrumento de política monetária....	168
3.3.4 Operações compromissadas e/ou operações definitivas com títulos públicos?	176
3.4 BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL: CARTEIRA DE TÍTULOS E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO.....	188
4 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOIRO NACIONAL: O RESULTADO DO BANCO CENTRAL	197
4.1 INTRODUÇÃO	197
4.2 O BALANÇO DE UM BANCO CENTRAL: DESCRIÇÃO, RELEVÂNCIA E AS INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS	199
4.3 O RESULTADO DAS OPERAÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS.....	213
4.4 RESULTADO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: REGRAS DE APURAÇÃO, DESTINAÇÃO E COBERTURA ATÉ A LEI N. 11.803, DE 05 DE NOVEMBRO DE 2008	223
4.4.1 Resultado do BCB com baixo volume de reservas internacionais	223
4.4.2 Resultado do BCB com elevado volume de reservas internacionais..	238
4.5 REGRAS DE APURAÇÃO DO RESULTADO SOB A VIGÊNCIA DA LEI N. 13.820, DE 03 DE MAIO DE 2019	256
CONCLUSÃO	268
REFERÊNCIAS	278
ANEXOS.....	296

INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é abordar um dos temas mais relevantes do Direito Financeiro: os termos e os efeitos do relacionamento entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional.

A principal diretriz jurídica para o tema está contida no artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988, segundo o qual, é “vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”. Em outras palavras, não cabe ao Banco Central do Brasil (BCB) financiar as atividades do Tesouro Nacional (TN).

Mais importante do que a previsão em abstrato, é a verificação, em termos concretos, se o escopo constitucional é alcançado. A hipótese adotada é negativa. Mais precisamente, a regra constitucional que veda empréstimos entre o BCB e o TN é eficaz quanto se trata de financiamentos explícitos. No entanto, ao longo dos anos, leis têm permitido a ocorrência de financiamentos implícitos.

Para testar a hipótese, serão analisados os fundamentos teóricos, a estrutura normativa e dados disponíveis sobre três dos mais importantes pontos de interseção entre as instituições: a Conta Única do Tesouro Nacional (CTU), a carteira de títulos públicos à disposição do Banco Central e a metodologia de apuração e a destinação dos resultados da autoridade monetária.

Nos últimos anos, poucos assuntos despertaram mais atenção de economistas e de especialistas em finanças públicas, no Brasil e no exterior, do que o estabelecimento de regras para interação entre bancos centrais e seus governos. Uma das justificativas para tal interesse decorre da percepção de que é exatamente nesse espaço, onde a moeda é literalmente criada e destruída, que são tomadas diversas decisões que impactam fortemente a economia real.

Os valores movimentados correspondem a dezenas e a centenas de bilhões de reais, como no caso dos resultados do BCB e da remuneração dos saldos da Conta Única do Tesouro (CTU). São volumes elevados, mas que se tornam pequenos quando comparados ao montante das reservas internacionais, das disponibilidades de caixa, da carteira de títulos públicos e das operações compromissadas. Nesse caso, chega-se à casa dos trilhões de reais.

Todas essas operações impactam consideravelmente o orçamento público, o financiamento das atividades estatais, bem como as expectativas e os comportamentos dos agentes de mercado e o cotidiano das pessoas.

Em razão de sua relevância, o arcabouço jurídico-orçamentário brasileiro traz regras sobre o tema, que visam a concretizar a vedação constitucional de Tesouro Nacional por meio de emissão monetária, de modo a prevenir o descontrole de preços e a assegurar transparência e fidedignidade às projeções e decisões tomadas nessa seara.

De um lado, o BCB, a entidade que, por determinação constitucional, possui a capacidade e a prerrogativa de emitir moeda e, ao mesmo tempo, tem a missão de preservar seu poder de compra. De outro, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), órgão da União, que é responsável pelo gerenciamento e pelos atos de execução orçamentária, entre outras atribuições. Duas extensões do Estado brasileiro que, em tese, estariam em posição antagônica: o Tesouro, supostamente propenso a gastar; o Banco Central, que teria a missão de conter essa propensão, mesmo que de modo contramajoritário.

No entanto, após a crise financeira iniciada em 2008, esse relacionamento passou a demandar atuação mais próxima e coordenada, em busca do cumprimento dos objetivos da atividade estatal, visando à maior eficácia de seus instrumentos de atuação, ao menor custo econômico e social e com o maior benefício para a sociedade como um todo.

Se se afirma que todos os direitos têm custos e os recursos são escassos, é necessário reconhecer que é no âmbito desse relacionamento que são adotadas as medidas jurídico-econômicas mais importantes para financiamento das ações do Poder Público. Em um país em que as pessoas se deparam, cotidianamente, com situações e escolhas trágicas decorrentes da falta de recursos públicos para o custeio de serviços de saúde, de educação e de segurança, causa espanto a notícia de que o vínculo entre BCB e TN movimentava valores tão elevados e que geram despesas não menos elevadas para os contribuintes.

Essas despesas, que se materializam principalmente no serviço da dívida pública, terminam sendo suportadas por todos os contribuintes e disputam espaço (em situação de vantagem) com o financiamento de direitos fundamentais diretamente ligados à vida e à dignidade das pessoas.

O relacionamento entre bancos centrais e os respectivos governos é objeto frequente de monitoramento, análises e recomendações aos mais diversos países (inclusive o Brasil) por parte de organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial, o *Bank of International Settlements* (BIS) e por agentes de mercado, como empresas de *rating* ou classificação de risco.

Os tesouros nacionais, por meio de sua atividade financeira, são relevantes agentes econômicos e são responsáveis pela maior movimentação individual de recursos na economia. Na quase totalidade das situações, os recebimentos e os pagamentos governamentais ocorrem dentro do sistema bancário, o qual é regulado e supervisionado pelos bancos centrais.

Além disso, os bancos centrais são responsáveis pelas atividades de compensação e de liquidação de obrigações, por meio dos sistemas de pagamentos. Garantem a liquidez e a solvabilidade do sistema financeiro, atuando como emprestadores de última instância, cujos garantidores de última instância geralmente são os tesouros nacionais. Na condição de autoridade monetária, emitem moeda e buscam manter seu poder de compra. Nessa tarefa, realizam operações de mercado aberto com títulos da dívida pública, os quais são seu principal instrumento de atuação. No Brasil, como em diversos outros países, esses títulos são emitidos pelo Tesouro Nacional.

Ademais, as autoridades monetárias prestam serviços bancários aos tesouros, na condição de banqueiros dos governos. Nessa atividade, são responsáveis pela custódia das disponibilidades de caixa e pelo processamento de recebimentos e pagamentos em nome de seu único cliente. Por fim, fechando o círculo, os bancos centrais geram resultados positivos ou negativos, os quais, a depender das regras de cada país, serão incorporados pela própria autoridade monetária ou serão repassados ao (ou cobertos por) seu controlador. Este será o próprio governo, com ou sem a participação de acionistas privados.

O relacionamento entre os bancos centrais e os tesouros nacionais impacta diretamente importantes agregados e indicadores econômicos. Na sua atuação, ao realizar pagamentos, recolher tributos, emitir ou resgatar dívida, os governos expandem ou reduzem a liquidez na economia. Por sua vez, os bancos centrais são os responsáveis por monitorar e regular as expectativas inflacionárias, para que não se distanciem do centro da meta estabelecida pelos órgãos competentes.

A atuação e a interação entre bancos centrais e tesouros requer cada vez mais parceria e coordenação, com vistas a atingir os objetivos das políticas econômicas de cada país. Nesse sentido, a coerência e a harmonia entre a política fiscal e a política monetária são requisitos para o êxito das diretrizes macroeconômicas, de modo a assegurar o fluxo de recursos necessários ao cumprimento das atribuições estatais e ao fomento das atividades privadas, ao menor custo fiscal e inflacionário possível.

Partindo das premissas, da hipótese e das justificativas expostas acima, o presente trabalho divide-se em quatro capítulos, além desta introdução.

No capítulo um, apresenta-se breve panorama da relação entre as autoridades fiscais e monetárias no Brasil. Embora sejam citados eventos anteriores, o marco inicial é a criação do Banco Central da República do Brasil pela Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e o marco final, o advento da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019. Descreve-se a proximidade, nesse período, entre as ações de tesouro, de banco central e as questões inflacionárias. Relembra-se a confusão de atribuições entre os executores das políticas monetária e fiscal, passando pela conta-movimento e pelo orçamento monetário; depois, são apontadas reformas realizadas nos anos 1980, que resultaram no fim da citada conta-movimento, na criação da STN, da Conta Única e do sistema SIAFI; a constitucionalização do BCB e de seu relacionamento com o TN; os efeitos da implantação do Plano Real, do “tripé macroeconômico” e da LRF. A última seção tem como pano de fundo a crise econômica de 2008, seus efeitos sobre a interação entre bancos centrais e tesouros e seus reflexos no caso brasileiro.

O segundo capítulo tem como objeto a Conta Única do Tesouro Nacional, que fica sob custódia do Banco Central do Brasil. São apresentadas definição, características, justificativas para adoção e abrangência. A segunda seção do capítulo tem por objeto específico o caso brasileiro e se divide em três partes; 1) evolução normativa; 2) operacionalização das entradas, saídas e a remuneração do saldo e 3) o Tesouro Nacional e sua conta única no contexto do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), gerido pelo Banco Central do Brasil.

O terceiro capítulo aborda a carteira de títulos do Tesouro Nacional à disposição do Banco Central para execução da política monetária. Esse tema é um dos mais sensíveis nessa relação e toca diretamente na questão da

autonomia do BCB e sua interação com o mercado financeiro. O capítulo divide-se em quatro seções. Parte-se da premissa de que as operações de mercado aberto são o principal instrumento de política monetária e que, para executá-las, os bancos centrais necessitam de títulos públicos. A seguir, são novamente apontados os efeitos da recessão internacional iniciada em 2008: necessidade de coordenação no relacionamento entre tesouros e bancos centrais; a consolidação da mudança de paradigma da política monetária que passou do controle da quantidade de moeda para controle de expectativas inflacionárias, por meio da regulação da taxa de juros. Sobre esse item, aponta-se a obsolescência da chamada Teoria Quantitativa da Moeda e são indicados os principais fundamentos da chamada Teoria Moderna da Moeda (*Modern Money Theory*), sem, contudo, adotar todos os seus postulados como premissas deste trabalho. Após, descreve-se a carteira de títulos do BCB em detalhes, no que tange aos instrumentos em circulação (por meio de operações compromissadas) e os que estão fora de circulação. Ao final, são expostos os efeitos do volume da carteira e de seus fluxos nos indicadores da dívida pública (bruta) brasileira.

Por fim, o quarto capítulo aborda o resultado financeiro das operações do BCB. São explicitados o balanço de um banco central, seus principais componentes e suas interações recíprocas. Após, são descritas as regras de apuração de lucros ou prejuízos do BCB sob dois modelos de balanço: um com baixo e outro com elevado volume de ativos em moeda estrangeira. Depois, analisa-se o mecanismo de equalização cambial, bem como o repasse de resultados (positivos ou negativos) não realizados ao TN e todos os efeitos daí decorrentes. Ao final, são expostas as regras trazidas pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, a qual criou nova metodologia para o tratamento do resultado da variação de ativos em moeda estrangeira e sujeitos à mudança cambial.

O vínculo a unir esses três pontos (conta única, carteira de títulos e resultados) está relacionado ao volume de recursos movimentados e/ou estocados, seu necessário entrelaçamento e seus efeitos recíprocos (o que prejudica a análise de cada um de modo isolado) e o impacto no possível financiamento implícito do TN pelo BC, que é vedado pela Constituição brasileira de 1988 (artigo 164, § 1º). Ao longo do trabalho, e em cada um dos capítulos, é verificada tal possibilidade, bem como os efeitos das alterações legislativas ocorridas no ano de 2019 sobre o tema.

1 PANORAMA DA RELAÇÃO JURÍDICA ENTRE BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL: DA CONTA-MOVIMENTO E DO ORÇAMENTO MONETÁRIO À EQUALIZAÇÃO CAMBIAL

1.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo tem por objetivo fornecer um breve panorama do relacionamento entre autoridades fiscais e monetárias no Brasil.

O tema não é novo, a despeito da renovação do interesse nos últimos anos. Nesse sentido, é importante¹ recuperar, ainda que de modo resumido, a evolução² dos principais aspectos relativos à matéria, de modo a contribuir para o aperfeiçoamento das soluções às questões que esse relacionamento suscita.

Além da introdução, o capítulo conta com mais cinco seções.

Na segunda seção, expõe-se o relacionamento entre funções monetárias e fiscais e a demanda crescente por sua institucionalização, ao longo do Século XX. Após, indica-se a origem relativamente recente dos bancos centrais, como instituições responsáveis pela concepção e execução da política monetária, inclusive no Brasil. Como pano de fundo, no caso brasileiro, demonstra-se a questão inflacionária como aspecto essencial para a compreensão das alterações normativas e a efetiva segregação de funções, desde a criação do BCB, em 1964, até a edição da Lei n. 13.820, em 2019.

Em seguida, a exposição aborda o tema a partir de determinados marcos normativos, conforme as seções abaixo.

¹ **“A história importa.** Importa não só porque podemos aprender com o passado, mas também porque o presente e o futuro estão relacionados com o passado por meio da continuidade das instituições de uma sociedade. **As escolhas de hoje e de amanhã são moldadas pelo passado, e o passado só pode se tornar inteligível como um caso de evolução institucional.** Integrar as instituições à teoria econômica e à história econômica é um avanço essencial no aperfeiçoamento dessa teoria e dessa história” (NORTH, 2018, p. 09. Grifado).

² “Desde Charles Darwin, a teoria evolucionista tem exercido uma forte influência em nossa compreensão da sobrevivência social e, a partir da publicação do artigo de Armen Alchian (*‘Uncertainty, Evolution and Economic Theory’*), se entranhou na literatura econômica. As implicações da teoria consistem em que ao longo do tempo as instituições ineficientes são eliminadas, as eficientes sobrevivem e assim se dá uma gradual evolução de formas de organização econômica, políticas e sociais mais eficientes” (NORTH, 2018, p. 157-158).

A terceira seção parte da criação do BCB, com o advento da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, como sucessor da SUMOC e expõe a confusão de atribuições com o Banco do Brasil. Aborda-se o papel da conta-movimento, do orçamento monetário e de aspectos operacionais da dívida pública.

Na quarta seção, explica-se o contexto de crise econômica, no começo dos anos 1980, o qual justificou a adoção de reformas estruturais, como a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, a unificação orçamentária, o fim da conta-movimento, a criação da Conta Única, a constitucionalização do BCB e a gradativa separação de entre STN, BB e BCB.

Na quinta seção, são expostas alterações normativas no relacionamento entre BCB e TN, no contexto da estabilização inflacionária, por meio do Plano Real (1993/1994), até a adoção do chamado “tripé macroeconômico” em 1999 e a entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Por fim, na sexta seção, aponta-se a Grande Recessão iniciada em 2008 e seus impactos sobre o relacionamento entre bancos centrais e tesouros. No Brasil, o ponto relevante foi o aumento das reservas internacionais e a criação (e revogação após mais de dez anos) do mecanismo de equalização cambial, cujo objetivo seria o de preservar o patrimônio líquido do BCB em face de resultados negativos decorrentes de variações cambiais sobre o elevado volume de reservas internacionais, repassando tais resultados ao Tesouro Nacional.

1.2 RELACIONAMENTO ENTRE AUTORIDADES FISCAIS E MONETÁRIAS NO BRASIL NO PERÍODO DE ALTA INFLAÇÃO

Mesmo antes da criação do Banco Central do Brasil (BCB), por meio da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), com o Decreto n. 9.2452, de 10 de março de 1986, questões a envolver os vínculos entre o financiamento das ações estatais, a emissão de moeda e o crédito (público e particular) eram objeto de constantes debates econômicos e jurídicos. A história econômica do Brasil, ao longo do Século XX, foi marcada por frequentes crises econômicas e prolongados períodos de elevados índices de inflação.

O ponto central do relacionamento entre bancos centrais e tesouros diz respeito ao modo como receitas, despesas, dívida pública, moeda, taxa de juros e inflação se relacionam por meio dos orçamentos públicos. Tais questões e suas interações são analisadas pelo o Direito Financeiro brasileiro já há algum tempo.

No final do Século XIX e início do Século XX, a economia brasileira passou por um período de crise, gerada por descontrole orçamentário, emissão monetária³ e desregulamentação bancária.⁴ Após expor as medidas adotadas pelo Governo brasileiro que teriam contribuído para a mencionada crise, Veiga Filho (1906) recomendava prudência na ação do Tesouro Nacional:

Para o complemento da reorganização das finanças do paiz acima referida, vem ao caso lembrar o programma do ministério da fazenda de 1846, à cuja frente se achava Hollanda Cavalcanti para quem, no ponto de vista puramente financeiro, só havia uma medida a aconselhar e essa consistia em – *'gastar o menos possível e arrecadar o mais que puder'*. A ideia não constitue uma novidade; o certo é que ella não se tem implantado; ainda não calou no espírito das classes dirigentes da política nacional. Convém revivê-la, dia a dia, em prol da grandeza e do futuro da pátria” (VEIGA FILHO, 1906, p. 355).

A matéria, de longa data, gera interesse de juristas e de economistas. No Brasil, a interação entre o governo e o banco emissor remonta à época da

³ “Proclamada a República, não tardou a primeira tentativa visando à flexibilização das limitações de crédito então dominantes. Logo em janeiro de 1890, Rui Barbosa, responsável pela pasta da Fazenda, insatisfeito com a organização bancária e monetária implementada pelo último Gabinete Imperial, empreendeu uma reforma bancária e estabeleceu emissões lastreadas em apólices da dívida pública, o que também se revelava conveniente do ponto de vista do endividamento público, uma vez que ao término do prazo de seis anos, pagos os juros dos títulos em circulação, a dívida interna em títulos do governo se extinguiria. **Para dar forma à nova organização financeira, foram criados bancos de capital privado que ficaram responsáveis pela emissão de notas inconvertíveis em regiões bancárias exclusivas, até o valor das apólices que compusessem seu fundo social.** O total autorizado representava mais que o dobro do papel-moeda em circulação na data da promulgação do decreto. **Foi no bojo do Encilhamento, período de intensa expansão creditícia e de especulação bursátil, resultante do plano original de Rui Barbosa e dos sucessivos incrementos no número de entidades emissoras e dos limites de emissões, que surgiram os elementos que, mais tarde, já no século XX, induziram o envolvimento direto do Estado brasileiro na atividade bancária”** (COSTA NETO, 2004, p. 16. Grifado).

⁴ “**A iminência de uma crise evocava a ação decisiva por parte do Tesouro, pois estava patente, em fins de 1890, que o sistema bancário não dispunha de mecanismos internos de controle que prevenissem excessos.** Para o Ministro da Fazenda ficava claro que os bancos não obedeciam às regras de *sound banking*, de cuja observância resultaria, segundo o pensamento do Ministro, evitar-se emissões em demasia. A confiança de que o Ministro tudo faria para evitar uma crise parece ter subtraído alguma prudência dos negócios dos bancos e tê-los tornado menos avessos ao risco, pois o ‘bem público de um emprestador de última instância enfraquece a responsabilidade privada por práticas bancárias conservadoras” (FRANCO, 1983, p. 129).

chegada da Família Real, no início do Século XIX. Na ocasião, a estrutura construída para atender a corte portuguesa no Rio de Janeiro incluía o Erário Régio (ou *Thesouro Real*)⁵ e o primeiro Banco do Brasil.⁶ A justificativa sugeria a necessidade de segregar as mencionadas funções em instituições distintas:

Dáta de dezembro de 1809 a primeira emissão de papel-moeda no paiz. Fôra feita pelo “Banco do Brasil”, creado por alvará de 12 de outubro de 1808, e que no anno seguinte encetara as suas operações. Nos *considerandos* do alvará dito se accentuou positivamente que, “não permitindo as actuais circumstancias do Estado que o Real Erário possa realizar os fundos de que depende a *manutenção da monarchia e o bem comum*; o príncipe regente é servido ordenar o estabelecimento de um banco publico nesta capital, que promova a industria nacional e *facilite juntamente os meios e recursos de que as rendas reaes e as publicas necessitam* para ocorrer às despesas do Estado.” Não estamos habilitados a dizer, quaes fossem os bons serviços prestados pelo Banco do Brasil ao commercio e à indústria nacional; afirmamos, porém, que dentro em breve, depois de ter começado a operar, o mesmo converteu-se em verdadeira fábrica de papel-moeda, cujas emissões succediam-se, para satisfazer, quasi exclusivamente, às exigências do Thesouro” (CAVALCANTI, 1896, p. 416).

Desse modo, constata-se que, embora o BCB ainda seja instituição nova na organização do Estado brasileiro, as atribuições que exerce são antigas. Em um panorama mais amplo, verifica-se que, embora atualmente bem difundidos,⁷ os bancos centrais em geral são instituições recentes na estrutura estatal

⁵ “Tendo o príncipe regente, D. João, estabelecido (1808) no Brazil a séde da monarchia portuguesa, teve necessidade de aqui crear diversas repartições publicas de primeira ordem para os misteres do publico serviço, e entre estas, o Erario Régio ou Thesouro Real e Publico, com um Conselho da Real Fazenda, nos termos do alvará de 28 de junho de 1808” (CAVALCANTI, 1896, p. 436).

⁶ “A necessidade de se encontrar uma instituição financeira que organizasse o sistema monetário do Brasil pode ser observada desde 1694, com a criação da Casa da Moeda. Em 1808, quando o príncipe regente de Portugal, D. João, desembarcou no Brasil colônia, já se tinha a ideia de se criar um banco com funções de banco central e banco comercial. A criação do Banco do Brasil no mesmo ano buscava suprir essa necessidade. O Banco do Brasil foi organizado com funções de banco central misto, onde exercia o papel de banco de depósitos, desconto e emissão. Além disso, era encarregado da venda de produtos privativos da administração e contratos reais. Esse duplo papel exercido pelo Banco do Brasil é colocado como um dos fatores que explica a longa demora até a criação de um banco central propriamente dito no país.” (“História do BC”, disponível em:

https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2FHistoria%2FHistoriaBC%2Fhistoria_BC.asp. Acesso em: 01.08.2019)

⁷ “**Novos Estados soberanos criam uma bandeira, compõem um hino nacional e constituem um banco central.** Durante o século passado, o número de bancos centrais no mundo passou de 19 para mais de 170, ou seja, mais de 90% dos Estados soberanos passaram a contar com a estrutura de um banco central (...). Esse movimento intensificou-se, principalmente, após as duas Grandes Guerras Mundiais” (DURAN, 2013, p. 43. Grifado).

(GOODHART, 1988; UGOLINI, 2017; TUCKER, 2018; PAPADIA, VÄLIMÄKI, 2018; CHAUDHURI, 2018; DURAN, 2013). Mesmo a difusão em escala mundial da suposta necessidade de bancos centrais atuarem como instituições apartadas de vínculos com os governos e dotadas de independência de fato e de direito, remonta aos anos 1980 e 1990 (CONTI-BROWN, 2016).

A formatação do modelo de banco central adotada ao longo do Século XX e as atribuições consideradas, em sua essência, como *central banking* (banco emissor, banqueiro do governo, supervisor do sistema financeiro e prestador de última instância, entre outras) advém de meados do Século XIX:

O Banco Central é uma construção institucional recente, que surge gradualmente ao longo do século XIX em alguns países mais avançados, a partir de diferentes contextos e tradições, e amadurece no decorrer da segunda metade do século XX. Progressivamente, mas não sem retrocessos ocasionais, vão convergindo numa mesma instituição os papéis de **estabelecimento bancário líder, banco do governo** (sobretudo em tempos de guerra e de elevação da dívida pública), **emissor da moeda nacional, depositário das reservas internacionais** (lastro da moeda, quando havia conversibilidade), **clearing house** para os bancos, **centro do sistema de pagamentos, banco dos bancos, prestador de última instância** e também **regulador ou supervisor** da atividade bancária, financeira e cambial. A evolução dos bancos centrais é parte integrante e inseparável da história da própria moeda, da organização e do funcionamento do sistema monetário. (...)

Em 1900, a depender do que se entende exatamente por banco central, havia cerca de duas dezenas dessas instituições em funcionamento, sendo certo que os pioneiros – o **Sverige Riskbank da Suécia**, fundado em 1668, e o **Banco da Inglaterra**, de 1694 – não eram nada próximos de bancos centrais no momento em que foram constituídos. Um critério para determinar o início da atividade de banco central, nessas e em outras instituições, seria a concessão do monopólio de emissão de moeda, que ocorreu apenas em 1844 para o Banco da Inglaterra e bem mais tarde, em 1897, na Suécia. Nesse quesito, os decanos foram os bancos do Império Austro-Húngaro, da Dinamarca e da Noruega, que nasceram logo ao final das Guerras Napoleônicas, já com o encargo de emitir a moeda nacional.” (FRANCO, 2017, p. 284-285. Grifado).

No Brasil, o antecedente mais próximo foi a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC),⁸ criada pelo Decreto-lei n. 7.293, de 02 de fevereiro de

⁸ Não obstante a Lei n. 4.595/64 ter transformado a SUMOC no Banco Central da República do Brasil (artigo 8º), havia quem apontasse o Banco do Brasil como o efetivo antecessor do BCB, no exercício das funções de um banco central típico: “O Banco Central, em nosso país, em que pese

1945, no contexto das conferências que resultaram no Acordo de Breton Woods, em 1944.⁹

O artigo 1º do mencionado decreto-lei estabelecia que a SUMOC seria subordinada diretamente ao Ministério da Fazenda e indicava o “objetivo imediato de exercer o contrôlo do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central”.¹⁰ Contudo, não obstante o declarado caráter transitório, a superintendência exerceu suas atribuições por cerca de vinte anos, até a criação do Banco Central da República do Brasil, no final de 1964, por meio da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.¹¹

A STN, como órgão destacado no Ministério da Fazenda responsável pelo gerenciamento do Tesouro e pela execução orçamentária, é instituição ainda mais recente na burocracia brasileira, tendo menos de quarenta anos de existência e de funcionamento. Em verdade:

a opinião contrária de Kock, foi, até 1965, o Banco do Brasil S. A., na entrosagem consciente e legalmente estabelecida de suas Carteiras com a Superintendência da Moeda e do Crédito, a FIBAN, e com a Caixa de Mobilização Bancária. A Carteira de Redescontos do Banco do Brasil S. A. foi a peça articulada com essas duas agências oficiais, constituindo esse sistema compósito o nosso banco central, ao qual serviu de cúpula a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC)” (BALEIRO, 1978, p. 152).

⁹ ***“The system of Bretton Woods was the first full attempt to establish an international monetary order with fixed exchange rates based on the international co-operation of central banks and governments. In July 1944, the institution of the International Monetary Fund (IMF) was created at the Bretton Woods conference, where forty-five participating countries negotiated an agreement of twenty articles to establish a new exchange rate and international payments policy. This system was designed after the disastrous economic developments of the 1930s, which were perceived as resulting from monetary problems attributed to flexible exchange rates and functional restrictions on international payments caused by bilateral foreign trade clearing systems and multiple exchange rates for different kinds of transactions. It aimed at re-establishing the exchange rate stability under free currency convertibility (at least for current transactions), as under the gold standard (1880–1914) but without the rigid adjustment pressure of the latter system leading to deflationary pressure in trade balance deficit countries”*** (KUGLER, 2016, p. 611. Grifado).

¹⁰ “A Sumoc, além de sintetizar muitas ambições, tinha dois objetivos mais imediatos. O primeiro dizia respeito à tentativa de coordenação das políticas monetária, fiscal e creditícia, em particular de controle do crédito estendido pelo Banco do Brasil; o segundo ligava-se à necessidade de um interlocutor técnico privilegiado com as instituições financeiras internacionais criadas em Bretton Woods e destinadas a supervisionar a ordem econômica internacional. O decreto-lei conferia de facto à Sumoc duas missões: uma propriamente de banco central, ainda que a instituição estivesse ‘em construção’; a outra interina, a organização do banco central futuro” (FRANCO, 2017, p. 338).

¹¹ ***“The government created the Superintendency of Money and Credit (SUMOC), whose council had regulatory powers over the Central Bank of Brazil’s monetary affairs, and this SUMOC was supposed to serve as a stepping stone toward the creation of a central bank. However, the Bank of Brazil received the majority of seats on that council, which meant that, in practice, there was no disruption in the way monetary policy was conducted. Therefore, instead of establishing a central bank directly, Brazil opted for a two-step approach, in which the first step, SUMOC, lasted for 20 years. That process reflected a political impasse, with many interest groups reluctant to lose privileged access to subsidized credit, that is, their indirect access to money printing”*** (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 26).

Espantará as novas gerações que esses nomes tão familiares tenham uma história tão curta (e tão atribulada): embora formalmente criadas as duas primeiras [CMN e BCB] em 1964 e a terceira [STN] em 1986, **foi somente após o fim da hiperinflação em 1994 que elas ganharam os contornos institucionais que hoje têm.** Até então, eram mais arenas de disputas entre grupos de interesses alojados no setor público do que propriamente instituições independentes voltadas para o ordenamento monetário e fiscal do país. **Porque delas não dispúnhamos como hoje estão estruturadas é que a inflação acumulada entre dezembro de 1979 e julho de 1994 pôde chegar a mais de 13 trilhões por cento, uma das maiores da história mundial** (BACHA, 2016, p. 25-26).

Para o escopo deste trabalho, não serão expostos detalhes acerca evolução das instituições fiscais e monetárias no Brasil ao longo de todo o Século XX. Como recorte temporal, o arco temporal partirá da criação do BCB¹² até chegar à Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, a qual veicula a última alteração legislativa da relação entre o BCB e o TN.

Adota-se como pano de fundo as tentativas de controle inflacionário e de manutenção do poder de compra da moeda ao longo desse período, uma vez que tais tentativas foram os fatos mais impactantes e característicos das políticas fiscal e monetária brasileiras do período imediatamente anterior a 1994 (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 26).

Com efeito, o descontrole inflacionário decorria em parte de distorções institucionais (a própria confusão de atribuições entre BB, BCB e Tesouro) impactava diretamente o planejamento e a execução orçamentária:

A partir de meados da década de 1970, a crise inflacionária fez com que o ‘planejamento’ estivesse mais vinculado à estabilização econômica, o que não se caracteriza propriamente como um planejamento, não obstante o uso da expressão ‘planos’ para fazer referencia às medidas tomadas à época nesse sentido. Dessa forma, o País não conseguiria promover um planejamento sem uma estabilidade econômica que pudesse tornar previsíveis as estimativas realizadas. Por isso que, na realidade, não houve propriamente um menosprezo ao

¹² “Before 1964, the government Treasury had direct control over money issuance through the Bank of Brazil (BB), which was both the bank of the government and a commercial bank. The main monetary policy instruments in use were the control over the monetary base, subsidized credit to the industrial and agricultural sectors, and interventions in the foreign exchange market. Some of those interventions aimed to protect local industry by imposing restrictions on the imports of products that were also produced locally, that is, they were used to implement import-substitution policies. There was no centralized market in which one could trade government debt securities in Brazil. Debt contracts were very heterogeneous and faced legal limits on the nominal interest rates that could be charged (12 percent per year)” (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 6-7).

planejamento orçamentário, mas sim a sua total inviabilidade fática em razão do período de instabilidade econômica que o País passou a experimentar a partir desse período, de forma que o planejamento orçamentário se tornava inócuo frente a um planejamento econômico ineficaz e tomado pelas incertezas próprias do período. **Essa situação só melhorou a partir da consolidação do Plano Real (estabilidade monetária) e com os ajustes fiscais implementados (estabilidade fiscal), permitindo a concretização do planejamento orçamentário posteriormente.** (...) A década de 1980 foi extremamente prejudicial para a evolução do planejamento no Brasil, em função da elevada inflação e da economia em declínio, com descontrole de contas públicas dos entes federados, impedindo a eficácia de qualquer ação voltada à coordenação e previsão das atividades governamentais. Com a Constituição, em 1988, voltamos a observar avanços em relação ao planejamento, uma vez que o tema foi objeto de preocupação dos constituintes e o texto trouxe importantes dispositivos para regular esse aspecto da atuação estatal” (CONTI, 2017, p. 85-86).

Parte-se da premissa que de que a manutenção da inflação em níveis baixos envolve, de um lado, disciplina fiscal e, de outro, a constatação de que as intervenções no mercado de títulos públicos e de juros geram custos, os quais serão suportados pelos contribuintes (PINTO, 2010, p. 199). A experiência inflacionária, à qual a população brasileira foi submetida de modo mais intenso entre o final dos anos 1970 e início dos anos 1990, deixou patente a necessidade do estabelecimento de padrões normativos efetivos quanto à interação entre as políticas fiscal e monetária.¹³

Nesse período, foram inúmeros planos de estabilização, todos com alterações que impactaram diretamente o relacionamento entre o BCB e o TN:

Entre 1979 e 1994, a inflação foi o sintoma mais agudo da crise enfrentada pela economia brasileira. Essa inflação resistiu a inúmeros plano de estabilização: desde planos ortodoxos, que pretenderam reduzir a inflação por meio do controle estrito da emissão de moeda, até planos heterodoxos, que lançaram mão de mecanismos não convencionais de estabilização, como o congelamento de preços. Nesse período, houve pelo menos doze planos de estabilização fracassados no objetivo de conter a inflação, para, afinal, em 1994, com o Plano Real, conseguir-se o controle da inflação. (...)

Todos os planos de estabilização tentados no Brasil desde que a Grande Crise se desencadeia em 1979 fracassaram ou porque não levaram em conta o componente inercial, que exigia uma

¹³ “A política monetária é, possivelmente, a política pública mais importante de um país, pois afeta diretamente a atividade econômica, as finanças públicas e a solidez do sistema financeiro” (CARVALHO JUNIOR, PINTO, 2018, p. 218).

solução heterodoxa de neutralização da inércia, ou porque as medidas ortodoxas de ajuste fiscal não foram suficientemente firmes e decididas. Fiz um levantamento desses planos, somando doze planos fracassados antes do Plano Real: cinco foram principalmente heterodoxos, sete principalmente ortodoxos. Alguns desses planos foram planos de emergência, outros foram programas cuidadosamente preparados. Os planos heterodoxos intervinham diretamente nos preços, ou na forma pela qual eles eram indexados, para, assim, neutralizar a inércia inflacionária; os planos ortodoxos, por sua vez, limitavam-se à adoção de políticas fiscais e monetárias. Alguns usaram estratégias de choque, buscando terminar com a inflação de um golpe, outros optaram pelo gradualismo. Em certos casos, mesmo que a inflação não tenha sido controlada, a situação econômica de modo geral melhorou após o plano de estabilização, enquanto outros só fizeram piorar o estado da economia (BRESSER-PEREIRA, 1998, p. 179-180).

Para Ayres, Garcia, Guillen e Kehoe (2019), a persistência do fenômeno inflacionário no período anterior ao Plano Real teve como um dos fatores determinantes a combinação de elevados e recorrentes déficits fiscais, a frágil estrutura institucional das autoridades econômicas e a reduzida capacidade de financiamento estatal por meio de títulos públicos. Desse modo,

Para controlar a inflação eram necessárias três condições. A **primeira** seria a eliminação da indexação de preços, salários e câmbio. Mas esta era apenas a condição necessária para que a imposição de uma âncora – cambial ou monetária – pusesse fim à inflação descontrolada, sem gerar recessão profunda, pois isto inviabilizaria o programa de estabilização. A **segunda** condição seria a redução do déficit público. Se isso não ocorresse os déficits teriam de ser financiados com dívida pública, sendo alto o risco de esta adquirir uma trajetória explosiva de crescimento, recriando um quadro de dominância fiscal. A **terceira**, seria necessário estabelecer uma âncora nominal que eliminasse a indeterminação das taxas de inflação. A âncora escolhida teria de ser respaldada pelo controle fiscal. **No entanto nos anos que precederam o Plano Real a discussão estava polarizada entre duas correntes extremadas, que negavam a necessidade de todas estas condições ao mesmo tempo** (PASTORE, 2015, p. 131-132. Grifado).

De toda sorte, entre 1986 e 1991, os planos Cruzado I, Cruzado II, Bresser, Verão, Collor I e Collor II tiveram ênfase no controle de preços, contratos e salários. Mesmo quando houve propostas de ajustes fiscais e de redução do déficit público, essas ou não avançaram plenamente ou não tiveram a eficácia esperada. Em quase todos os casos, não houve apoio popular para medidas de

restrição fiscal (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019). E o quadro resultou em hiperinflação no final dos anos de 1980.¹⁴

Com o Plano Real (1993-1994), o controle inflacionário no Brasil passou a impactar mais fortemente a ação do Poder Público, dos agentes econômicos e da população em geral. Nesse contexto, o relacionamento entre Tesouro e Banco Central foi objeto de alterações legislativas, por exemplo, quanto à emissão monetária e à apuração e destinação dos resultados do BCB (FRANCO, 2016).

Sendo assim, além de medidas de desindexação da economia, foram adotadas medidas de “ortodoxia”¹⁵ ou austeridade fiscal (redução de despesas, aumento e desvinculação de receitas e privatizações, inclusive no que tange aos entes subnacionais), além de controle do valor da moeda e do câmbio, por meio de operações com títulos públicos e utilização de elevadas taxas de juros. Ficavam cada vez mais claras as relações entre o orçamento público e as políticas monetária e fiscal do governo federal.¹⁶

¹⁴ “A inflação brasileira, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), foi de 220% anuais, em março de 1985, para 82,4% ao mês, atingidos em março de 1990, equivalentes a uma estonteante taxa de 135.423% ao ano, e com três planos econômicos heterodoxos no intervalo, com efeitos talvez piores que os males que eles procuravam combater. A catástrofe segue ainda pior com o confisco engendrado pelo Plano Collor, o mais violento de todos os choques, o voluntarismo intervencionista levado ao paroxismo, e ainda registra mais um plano heterodoxo antes do afastamento do presidente da República em outubro de 1992” (FRANCO, 2017, p. 62).

¹⁵ A chamada ortodoxia fiscal “pode ser resumida na afirmação de que, sendo o espaço para a expansão da dívida pública limitada pelo crescimento do PIB – para não aumentar a relação dívida/PIB –, a queda do déficit público era condição necessária e suficiente para o controle da inflação. Esta era vista como um fenômeno associado ao tamanho do desequilíbrio fiscal e causada pela emissão monetária requerida pelo financiamento desse déficit. A posição estruturalista [heterodoxa] era inicialmente pouco clara em relação às causas da inflação – em geral explicada por eles como fruto de pontos de estrangulamento do processo produtivo e/ou da política cambial. Com o passar do tempo e o surgimento do que alguns denominavam de escola ‘neoestruturalista’, o debate principal na discussão econômica passou a se dar entre a ortodoxia e os que defendiam a teoria denominada ‘inercialista’ da inflação. Adicionalmente, no que tange à política fiscal e à sua relação com o crescimento econômico – e certamente imbuídos de um keynesianismo ainda dominante no panorama acadêmico local da época –, os estruturalistas, de um modo geral, opunham-se aos cortes de gastos, alegando dois pontos. Primeiro, que a chave para a melhora fiscal era a retomada do crescimento, base para o aumento da receita. E segundo, que eventuais cortes da despesa pública poderiam ser anulados pela redução da receita provocada pela contração da demanda resultante desses cortes” (ALÉM, GIAMBIAGI, 2016, p. 112-113).

¹⁶ “O Plano Real foi um programa de estabilização preanunciado em três estágios cuja natureza sequencial foi apresentada ao país por Fernando Henrique Cardoso em 7 de dezembro de 1993. **O primeiro estágio era um mecanismo de equilíbrio orçamentário.** O segundo introduzia uma unidade de conta estável para alinhar os preços relativos mais importantes da economia. O terceiro estabelecia a conversão dessa unidade de conta na nova moeda do país, a uma taxa de paridade semifixa ao dólar. (...) A finalidade da etapa fiscal do plano era demonstrar a capacidade de o governo federal executar as despesas orçadas sem precisar das receitas geradas pela inflação. Tradicionalmente, o orçamento federal era aprovado com um grande déficit, mas como as despesas eram fixadas em termos nominais, enquanto os impostos eram indexados ao nível de preços, a inflação contribuía para fechar o hiato entre despesa e receita. O equilíbrio exato era

Diante das experiências anteriores, o Plano Real (1993/1994), apresentou conteúdo misto. Além de alterar o padrão monetário e de estabelecer medidas de desindexação da economia, enfatizou a redução de desequilíbrios orçamentários, por meio de controle das despesas, do aumento de receitas, da reestruturação das dívidas dos governos subnacionais (incluindo o fechamento de bancos estaduais), bem como redução das atividades do Estado brasileiro, que incluiu um amplo processo de privatização ou desestatização e um programa de reformas constitucionais. Houve críticas no sentido de que tais medidas, embora promovessem o controle inflacionário, acarretavam custos sociais elevados, pois a desvinculação de receitas e a redução de despesas comprometiam o financiamento e a execução de direitos fundamentais sociais, como as ações e serviços públicos de saúde e de educação (PINTO, 2010). Tentou-se, inclusive, reforçar os controles da emissão de moeda, por meio de “âncora cambial” (atrelamento da base monetária aos saldos das reservas internacionais) e programação monetária (CARVALHO JUNIOR, PINTO, 2018, p. 209).

Dessa forma, a “implementação de uma reforma fiscal, como condição para a posterior reforma monetária, difere [o Plano Real] dos outros planos de estabilização” (DURAN, 2010, p. 104). De todas as tentativas de reformas anteriores, esta foi o que alcançou resultados mais expressivos e mais duradouros na diminuição dos índices de inflação.

No entanto, houve efeitos colaterais. Entre os quais, o aumento do endividamento público, agravado pelo fim da cobertura de déficits por meio da desvalorização do valor das despesas públicas (o chamado imposto inflacionário¹⁷) e pela adoção de política monetária restritiva pelo BCB, o que

desnecessário, pois a inflação também gerava um montante considerável de recursos adicionais por meio do imposto inflacionário. Em ambos os sentidos – compreensão dos gastos orçados e geração do imposto inflacionário – o governo se tornava dependente da inflação para equilibrar suas contas” (BACHA, 2012, p. 142-143. Grifado).

¹⁷ “A inflação não antecipada transfere renda dos credores para os devedores, e em particular o governo, sendo um dos maiores devedores, ganha através da inflação à medida que o valor real do seu débito declina. (...) **Inflação é um imposto sobre a propriedade de moeda, porque qualquer pessoa que a detenha, quando os preços sobem, perde parte do seu valor.** A inflação reduz o poder de compra da moeda: um indivíduo que começa o ano com Cr\$ 100,00 terá de adicionar Cr\$ 70,00 às suas reservas durante o ano somente para manter seu valor real constante” (LONGO, 1982, p. 339-340. Grifado).

A inflação, enquanto “imposto” beneficia os credores e reduz o valor real das dívidas, inclusive a dívida pública: “Como fazer para reduzir de modo significativo uma dívida pública alta como a dívida europeia atual? Existem três métodos principais, que podem ser combinados em diversas proporções: o imposto sobre o capital, a inflação e a austeridade. O imposto excepcional sobre o capital privado é a solução mais justa e eficaz. **Na ausência dela, a inflação pode ser útil aliás,**

levou à majoração das despesas financeiras após o início do Plano Real (PINTO, 2010, p. 200-201). Conforme Resende (2017):

Vencida a inflação com o engenhoso mecanismo da URV, a taxa de juros foi mantida alta. O objetivo inicial era sustentar a estabilidade do câmbio flutuante e impedir novos surtos de inflação, mas, como o equilíbrio fiscal sempre foi precário, os juros continuam, até hoje, extraordinariamente altos, por causa da grande necessidade de financiamento do setor público (RESENDE, 2017, p. 119).

O reconhecimento do desequilíbrio fiscal como componente relevante do processo inflacionário brasileiro reforçou a importância do relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária.

Dessa forma, prévia e simultaneamente à transição democrática e aos trabalhos da Assembleia Nacional Constituinte (1987-1988), houve transformações da estrutura estatal brasileira, principalmente no que tange ao dimensionamento das receitas e despesas e às políticas fiscal e monetária. Até então, as atribuições eram exercidas de modo conjunto entre o Ministério da Fazenda, o BCB e BB. Ressalte-se: parte considerável dos fluxos estavam à margem do controle democrático e não transitavam pelo orçamento público (NUNES, 1999).

Nesse contexto, devem ser mencionadas as seguintes mudanças, em meados dos anos 1980, as quais serão detalhadas a seguir: 1) a unificação orçamentária, a partir de 1986; 2) a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), em 1986; 3) a criação do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI) e do regime de conta única, em 1987; 4) o encerramento da conta-movimento do BB junto ao BCB; e 5) a “purificação” do BCB, por meio da transferência, para outros órgãos e entidades do Governo

foi assim que a maioria das grandes dívidas públicas foram reabsorvidas ao longo da história. A pior solução, tanto em termos de justiça como em termos de eficácia, é uma dose prolongada de austeridade. (...) Concretamente, sendo a dívida pública um ativo nominal (cujo preço é prefixado e não varia com a inflação) e não um ativo real (cujos preços variam em função da situação econômica, em geral de maneira tão rápida quanto a inflação, como o preço dos ativos imobiliários ou mobiliários), **basta ter um pouco de inflação para reduzir bastante o valor real da dívida pública**” (PIKETTY, 2014, p. 527-530. Grifado).

Federal, de atribuições consideradas estranhas¹⁸ a um banco central típico (BERCOVICI, MASSONETO, 2006, p. 09-11).

A tais medidas devem ser acrescidas as regras previstas na Constituição brasileira de 1988, como o artigo 164, que constitucionalizou o Banco Central e lhe atribuiu o monopólio da emissão monetária, a gestão exclusiva das disponibilidades de caixa da União e a proibição de conceder empréstimos ao Tesouro Nacional. Na verdade, procurou-se no texto constitucional reforçar a autonomia da autoridade monetária e restringir a possibilidade de financiamento das atividades governamentais mediante financiamento por parte do BCB. Assim:

Embora a Constituição de 1988 não tenha fixado diretamente normas sobre a emissão de moeda, ela evidencia, em comparação com a Emenda Constitucional 1/1969, uma preocupação maior com relação ao controle dessa prerrogativa estatal: (i) a competência para legislar sobre “sistema monetário” (art. 22, VI), presente na EC 1/69, é complementada pela previsão de lei sobre “limites de emissão” (art. 48, XIV); (ii) a emissão de moeda pela União é reservada ao banco central, instituição à qual se concedeu um grau maior de autonomia, na medida em que se exigiu a aprovação pelo Senado Federal do presidente e dos diretores a serem nomeados pelo Presidente da República; (iii) proíbe-se o financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central, de modo a eliminar o principal fator de pressão para a emissão monetária excessiva, que é a cobertura de déficits fiscais; (iv) reserva-se a lei complementar a disciplina das finanças públicas e do sistema financeiro nacional, no qual se inclui o Banco Central.

Mais do que instituir normas inovadoras com relação à EC 1/69, a Constituição de 1988 representa uma ruptura com a Lei 4.595/1964, que admitia a cobertura do déficit orçamentário pela venda direta de títulos públicos aos BCB (art. 49, § 1º). **Ao atribuir a emissão de moeda a um banco central dotado de**

¹⁸ Na época, o BCB não era um banco central na estrita (ou “clássica”) acepção do termo. Com efeito, cabia-lhe, além das funções típicas de banco central, “exercer a função de banco rural e industrial de segunda linha, coordenador do crédito rural em geral e repassador de recursos financeiros aos demais bancos para essas finalidades, bem como receber alguns tipos de depósitos do público e das instituições financeiras” (HORTA, 1981, p. 05).

Atualmente, os balanços do BCB apontam recursos de operações do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (PROAGRO). De acordo com as demonstrações financeiras divulgadas pelo BCB, esse programa visa a proteger o produtor rural devedor de operações de crédito com dificuldade de pagamento pela “ocorrência de fenômenos naturais, pragas e doenças que atinjam bens, rebanhos e plantações”. Segundo ainda o mesmo balanço: “Como o Proagro não possui personalidade jurídica, o Banco Central do Brasil (BCB) atua como o administrador do Programa, em nome do qual realiza todas as operações, sendo o Departamento de Regulação, Supervisão e Controle das Operações do Crédito Rural e do Proagro (Derop) responsável por sua gestão. O BCB é ressarcido dos custos incorridos por meio da cobrança de taxa de administração calculada pelo Sistema de Custos e Informações Gerenciais mantido pela instituição”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/cessoinformacao/balanceteslai/Demonstrações%20financeiras%20Proagro%202018%20-%20com%20parecer.pdf>. Acesso em: 01.08.2019.

relativa autonomia com relação ao Presidente da República, proibindo-lhe a concessão de empréstimos ao Tesouro e condicionando a compra de títulos públicos à persecução de objetivos da política monetária, a Constituição de 1988 procurou coibir o financiamento monetário de políticas fiscais, componente principal do processo inflacionário (CARVALHO JUNIOR, PINTO, 2018, p. 206-207).

Ademais, com o Plano Real, verificou-se uma maior autonomia operacional do BCB. A mudança do sistema de controle da base monetária para o regime de metas de inflação em 1999 reforçou essa autonomia. A entrada em vigor da LRF, ao estabelecer regras acerca do relacionamento entre o BCB e o TN, inseriu a obrigação de os orçamentos apresentarem metas e informações sobre política monetária, cambial e creditícias no ciclo de planejamento e execução.

Com a LRF, tentou-se retomar a centralidade para o Direito Financeiro do regramento da interação entre o BCB (executor da política monetária, cujo mandato, em essência, é garantir a estabilidade de preços e o poder de compra da moeda) e o TN, responsável pela política fiscal (cuja missão é garantir o adequado e suficiente fluxo de receitas e despesas para a execução das atribuições estatais).

Ressalte-se que esse relacionamento é muito próximo e pode gerar pontos de tensão. De um lado, o Tesouro executa a política fiscal. Esta, se expansiva, incrementa a despesa pública e, conseqüentemente, injeta liquidez na economia, a qual pode gerar pressão inflacionária. Por outro, o Banco Central, cuja principal missão é manter os preços sob controle, teria a missão de restringir eventuais efeitos negativos da expansão do gasto público.¹⁹ Não à toa, ao longo dos anos de 1980 e 1990 um dos temas mais recorrentes acerca dos bancos centrais era

¹⁹ “O mais antigo dos bancos centrais independentes [dos Estados Unidos] é o *Federal Reserve Board*, de Washington. São conhecidas as ‘tensões criativas’ entre o FED e o Tesouro, este mais preocupado com o crescimento e o emprego e aquele com a estabilidade e os preços. Quando a política fiscal é frouxa, como sucedeu no início do governo Reagan, cabe ao FED fazer um enxugamento da liquidez, através de violenta alta de juros, com efeitos recessivos” (CAMPOS, 1994, p. 673). Ainda nos Estados Unidos, Stiglitz (2003) menciona episódio de tensão entre governo (Tesouro) e o banco central daquele país, no início dos anos 1990: “George H. W. Bush não conseguiu se reeleger em 1992, a despeito dos resultados da pesquisa de opinião logo após a vitória da Guerra do Golfo, e a maioria dos entendidos atribuiu esse fracasso, em larga medida, ao melancólico desempenho da economia. Bush responsabilizou Alan Greenspan, o presidente do *Federal Reserve Board*, e seus consultores econômicos. Greenspan tinha retardado a redução das taxas de juros, acreditando aparentemente que a economia se recuperaria logo da recessão de 1990-91, e que taxas de juros reduzidas mais uma vez aqueceriam a inflação. Alguns anos mais tarde, Bush refletiu: ‘Eu o reconduzi e ele me desapontou’” (STIGLITZ, 2003, p. 59).

justamente a garantia formal de sua autonomia frente aos respectivos governos, exatamente para o exercício dessa função de tutela dos efeitos da política fiscal.²⁰

No entanto, em tempos de crise, constatou-se que tesouros e bancos centrais passaram a atuar de forma coordenada com o objetivo de reverter os feitos da desaceleração e da recessão, evitar depressões e promover a retomada do crescimento econômico (IRWIN, 2014; KING, 2016; BERNANKE, GEITHNER, PAULSON JUNIOR, 2019).

Com efeito, na ausência de crises econômicas mais acentuadas nos países de economia mais avançada, como no período que ficou conhecido como *Great Moderation*, duas metáforas costumam ser lembradas para justificar a atuação dos bancos centrais como supostos tutores dos tesouros nacionais: em uma delas, invoca-se a figura do personagem da literatura grega Ulisses, o qual, conforme a narrativa de Homero, ordenou ser amarrado ao mastro e ter seus ouvidos protegidos com cera para não sucumbir ao canto das sereias e levar seu navio ao naufrágio pelo choque com as pedras; na outra, utiliza-se a imagem da pessoa incumbida de retirar a bebida alcoólica de uma festa, justamente no momento em que esta começa a ficar animada para os convidados, em razão dos efeitos inebriantes do álcool. Os bancos centrais seriam, de acordo com essa visão, os guardiões da responsabilidade fiscal e dos índices inflacionários. Para tanto, necessitariam de independência perante os governos.²¹

²⁰ “Central banks were not born with independence, they had it thrust upon them – literally, in the case of Germany when, after the Second World War, the Allies imposed the model of an independent central bank. **The movement towards independence gathered pace in the 1990s as a reaction to the Great Inflation. The Bank of England and the Bank of Japan were made independent in 1997, the Swedish Riksbank in 1999, and in the same year the independent European Central Bank was set up, influenced by the track record of the Bundesbank in Germany which had, since its creation in 1957, achieved lower inflation than in other industrialized countries.**” (KING, 2016, p. 165-166. Grifado).

²¹ “In the Homeric epic the *Odyssey*, when Odysseus — referred to in central banking circles by his Latin name *Ulysses*, for reasons that are unclear—ventured with his men close to the seductive and vexing sirens, he devised a scheme to allow his men to guide their ship past their seduction in safety, while he experienced the short-term joys of hearing their songs. **Central bank independence is our Ulysses contract.** We write central banking laws that lash us (and our politicians) to the mast and stuff beeswax in the ears of our central bankers. We enjoy the ride while the technocratic central bankers guide the ship of the economy to the land of prosperity and low inflation. (We are, by the way, the sirens in this metaphor, too.) **The other commonly invoked metaphor is even more colorful. In the oft-repeated words of William McChesney Martin, the longest serving Fed chair in history, the Federal Reserve is ‘in the position of the chaperone who has ordered the punch bowl removed just when the party was really warming up.’** The subjects of the metaphors differ by millennia, but the idea is the same: the partygoers and Ulysses alike want something in the near term that their best selves know is bad for them in the long term” (CONTI-BROWN, 2016, p. 02-03. Grifado).

De todo modo, caso não haja harmonia de atuação, cujo parâmetros devem estar estabelecidos preferencialmente nas constituições e nas leis, o resultado pode vir sob a forma de insegurança jurídica e desequilíbrios econômicos, materializados pelo aumento da inflação, acompanhada ou não de recessão e/ou aumento do endividamento público e comprometimento das receitas públicas.²²

Em linhas gerais, é comum surgirem expectativas e/ou pressões por parte do Tesouro (ou mesmo do mercado) no sentido de um afrouxamento da política monetária ou mesmo de um financiamento (implícito ou explícito) da expansão de despesas por meio da ação do Banco Central.

No entanto, o controle inflacionário “custa algo no início e apenas, gradualmente, com o tempo, dá retornos” (BLINDER, 1999, p. 73). Na maioria dos casos, os responsáveis pelo governo submetem-se a eleições periódicas. Ocorre que, em um contexto de eleições, a restrição monetária pode ser prejudicial no curto horizonte dos pleitos.²³ Por outro lado, a depender da política monetária adotada, os bancos centrais podem impactar positivamente as receitas do governo, aliviando o peso fiscal no curto prazo (REIS, 2017). Em não havendo sintonia e coordenação estabelecidas em bases legais, entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, a tendência é que ocorra descontrole das finanças públicas, a comprometer a estabilidade de preços e mesmo o financiamento de projetos, atividades e serviços públicos essenciais à população.

Nesse contexto, Campos (1994) relata diálogo ocorrido no ano de 1967 a demonstrar a tensão inerente à relação entre governos e bancos centrais:

²² “Nas economias contemporâneas, a separação institucional entre o Tesouro e o Banco Central (Bacen) é fundamental para assegurar estabilidade macroeconômica. Em um arranjo institucional ideal, o Bacen não se imiscui no domínio da política fiscal, mas exerce com autonomia as funções de responsável pela manutenção do valor de compra da moeda nacional. Ocorre que não há como separar completamente a política monetária das ações tomadas na esfera fiscal ou vice-versa. Nos livros básicos de teoria macroeconômica já se ensina que há apenas três possibilidades de financiamento dos gastos do governo: taxaço; endividamento; e emissão de moeda. O fato de serem executadas por instituições separadas – Tesouro e Bacen – não as torna independentes dentre si. **A efetividade da política monetária pode ser comprometida por ações adotadas na esfera do Tesouro, assim como a atuação da autoridade monetária pode afetar negativamente a conduta da política fiscal**” (LOYOLA, 2016, p. 2019, p. 219. Grifado).

²³ “*Advocates of central bank independence point to the tendency of governments to focus too much on elections to control the institution, which is detrimental to the long-term needs of the economy. **The temptation to cut interest rates before elections to create a short-term upswing to boost growth rates and lower unemployment would be strong.** This boom will inevitably be followed by a downturn, creating political business cycles with more inflection points than would be entailed by regular business cycles. If the loose monetary policy caused inflation, then the newly elected or re-elected government will have to raise rates to battle it*” (CHAUDHURI, 2018, p. 09. Grifado).

No Brasil, há leis que ‘pegam’ e leis que não ‘pegam’. A que criou o Banco Central não pegou. É que o Banco Central, criado independente, tornou-se depois subserviente. De austero xerife passou a devasso emissor.

Como ficou dito, em seu formato original, o BACEN podia se defender da fúria emissionista pela independência assegurada aos seus diretores através de mandatos fixos, que constituem aliás praxe internacional. Esse sonho institucional durou pouco. Dois meses antes da transmissão de poder fui, como ministro do Planejamento, instruído por Castello Branco para explicar ao presidente eleito, Costa e Silva, os capítulos econômicos da nova Constituição de 1967. Aproveitei para sugerir-lhe que pusesse termo aos boatos de substituição do presidente do Banco Central, pois a lei lhe dava mandato fixo, precisamente para garantir estabilidade e continuidade na política monetária.

– O BACEN é o guardião da moeda – acrescentei.

– O guardião da moeda sou eu – retrucou Costa e Silva.

Foi inútil tentar persuadi-lo de que nem o Legislativo nem o Executivo costumam portar-se heroicamente na luta antiinflacionária, pois ambos são sujeitos a enormes pressões de ganância, que recrudescem nos anos eleitorais (CAMPOS, 1994, p. 669).

Desse modo, a experiência brasileira aponta para a necessidade de regras claras e que propiciem segurança jurídica, autonomia para ambos os lados da relação, bem como proteção em face de eventuais pressões governamentais ou mesmo de captura por parte de grupos de interesse privado.²⁴

Dito isso, considerando o impacto inflacionário dos déficits e a tensão entre a política fiscal e a política monetária, é possível classificar o relacionamento entre TN e BCB em fases distintas, a partir da criação do BCB, no ano de 1964, conforme será exposto a seguir.²⁵

²⁴ “Debater autonomia do Banco Central, sem regular os severos riscos de conflito de interesse que o expõem a uma forte tendência de captura pelo mercado financeiro, e adicionalmente dar-lhe permissivo para regular por ato infralegal operações compromissadas, a serem transformadas em depósitos voluntários que ultrapassam o montante de R\$ 1 trilhão, é literalmente perder de vista o aprendizado histórico acerca da imprescindibilidade de freios e contrapesos para assegurar o exercício legítimo do poder em quaisquer democracias constitucionais” (PINTO, 2018).

²⁵ Essa divisão atualiza a proposta de divisão apresentada por Nunes (1999), ao abordar a evolução da estrutura institucional da coordenação da política econômica (fiscal e monetária) o Banco Central e o Tesouro Nacional. Conforme a autora: “Essa estrutura institucional, contudo, não apresentou sempre a forma atual, mas é resultado de um lento processo de ordenamento do Estado que se iniciou em 1808 com a criação do Banco do Brasil e do Erário ou Tesouro Geral e Público, pelo então Príncipe D. Joao, quando da transferência da corte de Lisboa para o Rio de Janeiro. Até 1964, foram sendo incipiente, gradativa e desarticuladamente, criadas as instituições para atender as necessidades do momento econômico. Só a partir da reforma do sistema financeiro de 1964/65, ficaram mais evidentes alguns dos problemas de coordenação de políticas econômicas no Brasil. Tendo em vista uma melhor compreensão desse processo, pode-se dividi-lo em três fases: a primeira, que compreende o período de 1964 a 1986, quando se estruturou o sistema financeiro e o mercado aberto pôde desenvolver-se; a fase de 1986 a 1994, em que se

1.3 A CRIAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E O SINCRETISMO DE FUNÇÕES COM O TESOUREIRO NACIONAL E COM O BANCO DO BRASIL

O projeto legislativo de criação do BCB,²⁶ que resultou na Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, foi apresentado em março de 1963 (PL 15/63) e tinha os seguintes objetivos e diretrizes, conforme registro em sua exposição de motivos:

Data de junho de 1947 a apresentação do primeiro anteprojeto dispondo sobre a reestruturação do sistema bancário. Entre aquela data e o momento atual profundas alterações ocorreram na economia do País, pelo que se sentiu o meu Governo obrigado a elaborar um novo anteprojeto que, contemplando algumas das modificações anteriormente sugeridas, teve na devida conta a maior complexidade das funções das Autoridades Monetárias, numa economia em grau avançado de industrialização e que se apoia principalmente no próprio mercado interno para crescer. O anteprojeto visa a dois objetivos fundamentais:

a) o estabelecimento de uma administração monetária federal eficiente e flexível, capaz de formular e executar uma política monetária e creditícia de controle quantitativo global e de caráter seletivo, em moldes nacionais, de forma a conter o processo inflacionário sem afetar o ritmo de desenvolvimento;

b) promover as modificações que se impõem no regime jurídico das instituições financeiras privadas, de forma a que a sua atuação contribua para utilização mais eficiente dos recursos financeiros nacionais, promova a distribuição mais equitativa desses recursos e facilite o desenvolvimento harmônico das diferentes regiões do país. (...)

A nova estrutura prevista para a administração monetária federal se apoia nas seguintes premissas básicas:

1 – utilização plena dos recursos humanos e materiais com que já conta a Administração Federal;

2 – separação clara e definida dos níveis normativos e executivo;

3 – unificação da ação executiva de controle monetário em uma só entidade de personalidade jurídica própria, evitando-se a fragmentação da autoridade monetária em vários órgãos distintos, como ocorre presentemente;

identificou e procurou solucionar alguns problemas de coordenação de política econômica a que se atribuía o descontrole das finanças públicas; e, por fim, a fase posterior ao lançamento do Plano Real em 1994, quando se passou a conviver com inflação baixa e mudanças institucionais significativas, associadas ao que se convencionou chamar de Reforma do Estado, mas, apesar dos avanços, o endividamento público continuou apresentando um crescimento expressivo” (NUNES, 1999, p. 39).

²⁶ “A lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964 começou a tramitar no Congresso Nacional quase duas décadas antes de sua aprovação, em meados de 1947, quando o ministro da Fazenda, Pedro Luis Correia e Castro, enviou um anteprojeto de lei dispondo sobre a criação de um banco central no Brasil, sobre bancos em geral e sobre a criação de diversos bancos semiestatais especializados” (FRANCO, 2017, p. 341).

- 4 – separação clara e definida das funções públicas de banco central daquelas que dizem respeito a atuação direta do Governo no setor das operações de crédito ativas e passivas com o público;
- 5 – preservação da ampliação da posição do Banco do Brasil de grande banco comercial e instrumento fundamental de atuação direta do Governo no setor do crédito bancário (BRASIL, 1963, p. 1.260).

Na proposta,²⁷ alguns pontos chamam a atenção. O primeiro diz respeito à preocupação, expressa acima, em separar funções fiscais, creditícias e monetárias e em concentrar estas últimas “em uma só entidade de personalidade jurídica própria, evitando-se a fragmentação da autoridade monetária em vários órgãos distintos”. O segundo é o fato de que o banco central a ser criado deveria estar submetido a um conselho, no caso, o Conselho Monetário Nacional (CMN), “em separação clara e definida dos níveis normativo e executivo”. Na verdade, considerando que em 1945 a SUMOC havia sido criada sob a forma de um conselho,²⁸ a lei aprovada em 1964 estabeleceu expressamente que o CMN estava sendo criado no lugar da antiga superintendência de moeda e crédito.²⁹ O terceiro diz respeito à expressa preocupação de preservar “a ampliação da posição do Banco do Brasil de grande banco comercial e instrumento fundamental de atuação do governo brasileiro”.

A lei aprovada acarretou, nos anos seguintes ao início de sua vigência, um relacionamento confuso entre o recém-criado BCB com o BB e o que viria a ser o Tesouro Nacional. Em verdade, a STN ainda não existia formalmente, enquanto órgão da estrutura administrativa federal. Diante da proximidade, da intersecção de atribuições e dos fluxos de dinheiro chegou-se a afirmar a existência de uma “relação incestuosa” entre Banco do Brasil, Banco Central e o Tesouro Nacional:

²⁷ “O texto surpreende pela ausência de radicalismo e pela tentativa expressa de aproximar-se dos consensos já alcançados na extensa tramitação do projeto Correia e Castro. Ficava estabelecida com clareza a separação entre o órgão normativo, o CMN, e o executivo, a Sumoc, que permanecia com essa designação, ainda que se convertesse em autarquia federal (art. 11), talvez por deferência ou temor do lobby do Banco do Brasil” (FRANCO, 2017, p. 376).

²⁸ “A Superintendência da Moeda e do Crédito terá um (1) Diretor Executivo, nomeado por decreto do Presidente da República, e sair orientada por um Conselho, e que presidirá o Ministro da Fazenda, constituído dos seguintes membros: - Presidente do Banco do Brasil S. A., Diretor da Carteira de Câmbio, Diretor da Carteira de Redesconta e Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, e Diretor Executivo da Superintendência.” (Artigo 2º, do Decreto-lei n. 7.293, de 02 de fevereiro de 1945)

²⁹ “Fica extinto o Conselho da atual Superintendência da Moeda e do Crédito, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País” (Artigo 2º, da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964).

Até os anos 1980, o **Tesouro Nacional** constituía uma entidade virtual. **A execução do Orçamento da União era feita por um departamento do Banco do Brasil, que cumpria determinações da Comissão de Programação Financeira do Ministério da Fazenda. A gestão da dívida pública cabia ao Banco Central. Não havia um órgão para cuidar das finanças do Tesouro em sentido amplo.** A autorização para expandir a dívida pública cabia ao Conselho Monetário Nacional (CMN), e não ao Congresso. Durante quase todo o século XX, as finanças públicas e a gestão da moeda viveram uma relação incestuosa, primeiramente com o Banco do Brasil e, a partir de 1965, com a participação do Banco Central.

O Banco do Brasil se transformou durante quase todo o século XX, no centro das finanças públicas e da política monetária. As funções modernas de um banco central começaram a ser exercidas após a criação, em sua estrutura, da Carteira de Redescontos (1921). Até a instalação do Banco Central, em 1965, o BB era responsável pelo redesconto, pelo recebimento dos depósitos compulsórios e voluntário dos bancos, pelo suprimento de moeda manual ao sistema bancário, pela compensação de cheques, pela fiscalização bancária e pelo exercício do monopólio oficial de câmbio. Nessa singular situação, podia expandir sem limites seus empréstimos, que redescontava na sua própria Carteira de Redescontos.

Como peça central do processo orçamentário, o BB se tornou também a principal origem de distorções fiscais, o que contribuiu para consolidar uma cultura de baixa valorização das instituições fiscais” (NÓBREGA, 2016, p. 29-30. Grifado).

Para o CMN, em razão da “realidade da economia e do sistema financeiro de então (...) foi necessário preservar no Banco do Brasil algumas funções típicas de banco central”, conforme Decisão n. 283/84:

A reforma bancária introduzida pela Lei nº 4.595, de 31.12.1964, teve como um dos seus principais objetivos estabelecer mecanismos de administração e controle capazes de fortalecer o sistema financeiro nacional e transformá-lo em eficaz instrumento de promoção do desenvolvimento econômico e social do País.

No âmbito das autoridades monetárias, a Lei nº 4.595 buscava um melhor disciplinamento do controle monetário e creditício, dentro do contexto da política de ajustamento econômico em execução. Tinha-se em vista, sobretudo, atuar sobre a desordenada expansão do déficit do Tesouro Nacional, antes financiada pelo Banco do Brasil, via emissões de moeda.

Tais mudanças significaram apreciável avanço em relação ao quadro institucional anterior, possibilitando realizar os necessários aperfeiçoamentos em razoável período de transição, até porque a realidade da economia e do sistema financeiro de então não justificava passos mais ousados, especialmente quanto ao papel que caberia ao nascente Banco Central, vis-à-vis experiências de outros países, mesmo daqueles em estágio de desenvolvimento similar ao nosso.

Por isso foi necessário preservar no Banco do Brasil algumas funções típicas de banco central.

Assim, reconhecida a impossibilidade prática de a novel instituição assumir todas as funções que inerentemente competiriam a um banco central, manteve-se o modelo de dupla autoridade monetária. Concentrou-se no Banco Central as responsabilidades que, de imediato, lhe puderam ser adjudicadas, permanecendo no Banco do Brasil outras que somente seriam transferidas quando as condições o permitissem (BRASIL, 1984, p. 17-18).

Nesse período, o relacionamento entre as autoridades fiscais, monetárias e creditícias ocorria principalmente no orçamento monetário, na conta-movimento e na expansão das atividades de crédito e de fomento. Inclusive, o próprio BCB realizava atividades de fomento agrícola.³⁰

Na perspectiva do Século XXI, tal situação parece confusa e pouco transparente. Havia confusão entre política fiscal e política monetária, mais um órgão era responsável pela execução da política monetária. O BCB, que, em tese deveria controlar liquidez, realizava atividades de fomento e financiava o Tesouro Nacional, por meio de emissão monetária. Nesse contexto, o orçamento monetário era peça-chave. Em trabalho de 1968, foram feitas as seguintes considerações sobre o orçamento monetário, como instrumento de controle das operações no sistema monetário e financeiro:

A utilização das diversas políticas setoriais, dentro do contexto global da política econômica, é importante no sentido de obtenção das compatibilidades necessárias à realização dos propósitos governamentais. Quando da fixação das metas governamentais de crescimento do produto, emprego e mão-de-obra, desenvolvimento dos diversos setores da economia, é preciso que os fluxos de receita e despesa do Governo, o comportamento do balanço de pagamentos, a assistência creditícia, etc, ou seja, o movimento dos fluxos de entrada e saída dos diversos ramos da atividade que compõem o sistema econômico sejam observados e analisados para que não surjam incompatibilidades capazes de impedir que os objetivos da política econômica adotada sejam alcançados.

³⁰ “Teoricamente, a análise do Orçamento Monetário permitiria a identificação das principais fontes de expansão (ou contração) da base [monetária], possibilitando às Autoridades Monetárias adoção de medidas de controle tendo em vista evitar a ocorrência de grandes desvios com relação às metas estabelecidas de crescimento da base. No entanto, em virtude das características específicas das Autoridades Monetárias brasileiras, bem como da própria forma como é organizado o Orçamento Monetário, uma série de fenômenos não podem ser identificados a partir de uma análise convencional: a) Déficit fiscal (...) b) Variações no nível das reservas internacionais (...) c) Empréstimos do Banco do Brasil (...) d) Atuação do Banco Central como banco de segunda linha (...) e) Depósito em moedas estrangeiras” (HORTA, 1981, p. 08-10).

De acôrdo com êste esquema, é o orçamento monetário o instrumento utilizado pelo Govêrno no contrôle das operações do sistema monetário. Este inclui em sua formulação os empréstimos dos Bancos Comerciais e das Autoridades Monetárias ao setor privado, as operações com o Govêrno Federal e as ligadas ao comércio com o exterior, assim como os recursos recebidos do público pelos bancos, os recursos oriundos das operações internacionais, etc. evidentemente, êste total das aplicações e de recursos será igual, quando não ocorrendo isto, independentemente, as Autoridades Monetária o equilibraria através de emissões de papel moeda.

O objetivo final do Orçamento Monetário é a previsão da expansão dos meios de pagamento na economia, tornando-se coerente com a previsão de crescimento do produto físico e uma certa elevação do nível geral de preços, mantida a velocidade-renda da moeda constante. Assim, a uma dada capacidade de crescimento do produto, mantida a velocidade-renda constante, a elevação dos meios de pagamento acima daquela taxa, provocará, em decorrência, uma elevação no nível geral de preços (AMORIM NETTO, 1968, p. 01).

Até os anos 1960, a cobertura dos déficits fiscais era agravada pelo fato de o mercado de títulos públicos no Brasil ainda ser incipiente. Isso é atribuído à limitação legal à taxa de juros reais, que tornava a operação pouco atrativa. Como resultado, as operações com títulos não eram o principal instrumento de política monetária naquele período. Ademais, os desequilíbrios orçamentários do governo federal eram cobertos mediante emissão monetária.³¹

Tal situação começou a mudar com a criação da correção monetária para títulos públicos, por meio das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), o qual é considerado um dos marcos de consolidação do mercado de títulos públicos no Brasil.³²

³¹ “A política de mercado aberto consiste na colocação ou retirada de dinheiro do sistema pela compra ou venda de títulos pelas Autoridades Monetárias. No Brasil, entretanto, êste instrumento ainda é pouco usado e, só recentemente, foi aplicado com firmeza pela colocação à venda de títulos do Govêrno com correção monetária, que servem para financiar o déficit de caixa do Tesouro, dimi-nuindo, assim, a parcela financiada pelas Autoridades Monetárias” (AMORIM NETTO, 1968, p. 10).

³² “Uma das medidas destinadas a aprimorar o mercado de títulos públicos foi a instituição da correção monetária, a qual buscava evitar para o investidor as perdas advindas da crescente inflação. De fato, para atingir o objetivo de criar um mercado desenvolvido e líquido de títulos públicos, estes deveriam oferecer proteção contra a perda do poder aquisitivo da moeda, fazendo com que a escolha, pelo investidor, de um título indexado à inflação fosse a solução natural. Assim, o primeiro instrumento padronizado de dívida pública foi a **Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN)**, instituída legalmente pela Lei no 4.357/64 e pelo Decreto no 54.252/64. **A criação dos títulos com correção monetária, na medida em que protegia os investidores das perdas representadas pela inflação, representou um grande impulso ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil** (PEDRAS, 2009, p. 59-60. Grifado).

Concomitantemente a esse quadro, ocorreram crises de origem externa, como os choques do petróleo, nos anos 1970, e crises internas, como a questão da dívida e a descontrolada inflação nos primeiros anos da década de 1980. Tais fatos deixaram expostas a fragilidade e a exposição das finanças públicas brasileiras, proporcionadas pela fragilidade institucional do relacionamento entre as autoridades fiscal, monetária e agentes financeiros brasileiros na época.

Desde sua criação, em 1964, até o começo da Nova República, o BCB mantinha uma relação muito próxima com o que viria a ser o Tesouro Nacional e com o BB. Ferreira (2016) descreve a situação:

Em meados dos anos 1980, o país “não tinha noção dos gastos da administração pública, pois se administrava com base na posição do caixa do governo federal controlado em contas bancárias do Banco do Brasil” (Castro e Garcia, 2008:92-3). Para saber, por exemplo, o gasto com pessoal, o governo “carimbava” determinadas contas e fixava os dias de pagamento. O mesmo era feito com a dívida pública e assim por diante. Não se sabia também ao certo a quantidade de contas e o número de gestores autorizados a movimentar esses recursos. Portanto, embora já houvesse uma centralização na arrecadação por parte da Receita Federal, a execução dos gastos era descentralizada e sem controle, um resquício ainda dos tempos coloniais. Diariamente, o Banco do Brasil consolidava o montante dos recursos que o governo utilizava, verificava o saldo nas contas-correntes e pedia ao Banco Central (BC) para cobrir a diferença através da chamada “conta-movimento”. Então, o BC emitia dinheiro ou dívida, sem autorização do Congresso, para fechar o caixa. Para tornar as coisas um pouco mais confusas, o BC ainda possuía uma carteira de “fomento”, composta por créditos à agricultura e à indústria, como se fosse uma instituição financeira comum. A desordem institucional se completava com o irrealismo do orçamento público, que, por sinal, não era único. Um desses orçamentos, chamado de “monetário”, envolvia a programação das instituições financeiras ligadas à União. Por essa peça, o governo emprestava recursos subsidiados ao setor agrícola, por exemplo. Mas esses subsídios ao trigo, açúcar e álcool, entre outras atividades, não eram tratados como despesas da União. Dessa forma, o orçamento brasileiro não atendia a dois sacramentos básicos: não era único, pois havia mais de uma peça orçamentária, e não era universal, já que havia despesas não contabilizadas. Os dois princípios estavam consignados na lei 4.320, de 17 de março de 1964, que estabeleceu as normas para os orçamentos públicos no Brasil após o golpe militar. Mas não eram cumpridos (FERREIRA, 2016, p. 99).

A expectativa, com a criação do BCB, era que tal situação seria regularizada e que haveria mais transparência nas informações. No entanto, tal não ocorreu.

Conforme a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro e 1964, o BB continuaria a ser o principal instrumento da política de crédito do governo federal, com recursos supridos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Contudo, o curto prazo para a implantação do BCB levou “a improvisações em torno da complexa transferência de atribuições do BB para o Bacen e do cumprimento, pelo primeiro, de suas responsabilidades na área de crédito oficial” (NÓBREGA, 2016, p. 30-31). Como instrumento de transição, foi criado um mecanismo contábil chamado “conta movimento” entre o BB e o BCB, de modo a permitir a permitir o início do funcionamento da autarquia recém-criada:

Adotou-se, por isso, uma solução emergencial para assegurar o início de funcionamento do Bacen no prazo previsto na Lei. O relacionamento entre este e o BB seria feito temporariamente por intermédio de uma ‘conta movimento’. Mais tarde, seriam adotadas as medidas para regularizar a situação. Ao mesmo tempo, se interpretou, equivocadamente, que o Conselho Monetário Nacional podia suprir de recursos o BB, o que se fazia por intermédio da mesma conta. Acontece que o CMN não tinha fonte de recursos. O certo seria incluir dotação específica para o conselho no Orçamento da União, que repassaria os recursos correspondentes ao BB, o que não foi feito (NÓBREGA, 2016, p. 31).

Por meio dessa conta, os eventuais saldos negativos em desfavor do BB seriam zerados diariamente pelo BCB (que para tanto terminava por emitir moeda ou expandir a dívida pública). A conta-movimento:

só viria a ser formalmente extinta no governo Sarney, 24 anos após a formação do Banco Central. É que ficara acordado que, como agente fiscal, o Banco do Brasil continuaria a receber e movimentar depósitos do Tesouro, assim como realizar serviços por conta do Banco Central. Inicialmente essa conta seria liquidada semanalmente, com juros de 1% sobre o saldo devedor do Banco do Brasil. Gradualmente se afrouxou essa exigência de liquidação, e a “conta de movimento” passou a ser uma espécie de redesconto automático dos financiamentos do Banco do Brasil. No auge do processo, a “conta de movimento chegou a ultrapassar a base monetária” (CAMPOS, 1994, p. 666-667).

O passar dos anos demonstrou que a conta-movimento foi utilizada como mecanismo de expansão da despesa pública sem autorização orçamentária, por meio de emissão de moeda. Em termos práticos, o BB funcionava como banco

emissor em nome do Tesouro Nacional.³³ Tal fato comprometia a atuação do BCB como executor da política monetária e comprometia o controle inflacionário.

Tal procedimento não estava previsto expressamente em lei, mas foi respaldado por meio de “interpretações criativas” a partir de dispositivos e de omissões da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964:

O exemplo mais célebre [das “interpretações criativas”] é o da “conta movimento”, criada inicialmente entre o Banco do Brasil e a Sumoc, e reinventada nesse novo contexto a partir de decisões administrativas amparadas pelo art. 19, § 3º [da Lei n. 4.595/64], permitindo que os “encargos” decorrentes da atuação do Banco do Brasil como “agente financeiro do Tesouro Nacional” fossem objeto de “contrato” com o Ministério da Fazenda. Não se poderia imaginar que o texto aparentemente inócuo desse artigo estabelecesse uma ligação automática e fluida entre operações ativas do Banco do Brasil, e de outros bancos que tinham ali suas reservas, e a criação de moeda pelo BCB, sem deixar vestígios em normas e justificações. (...)

O impacto do mecanismo criado pela “conta movimento” ficou bastante ampliado por causa da assunção, pelo novo Banco Central da República do Brasil, de obrigações de fomento, fixadas na lei 4.829/65, o que colocava a nova autoridade no centro de um “sistema nacional de crédito rural”. Essa era uma concessão explícita aos ruralistas, sem a qual teria sido difícil, quicá impossível, aprovar a criação de um banco central. Imaginava-se que essa distorção poderia ser removida adiante, mas o que se viu foi exatamente o contrário, sobretudo depois de 1967, com a mudança de governo, dos dirigentes mandatados, da governança e do espírito das novas instituições. (...)

As mudanças resultaram funcionais para a ditadura, que tirou proveito das reformas modernizantes e da estabilização alcançada nos anos anteriores para promover uma vigorosa expansão do crédito da qual resultou o chamado “milagre econômico” (FRANCO, 2017, p. 393-395. Grifado).

É intuitiva a natureza inflacionária da utilização em larga escala dos recursos (oriundos do CMN e manejados pelo BCB para cobertura financeira das ações do BB) que se dirigiam à mencionada “conta movimento”, no período em questão.

³³ “Regarding the Central Bank of Brazil, it is important to mention that upon its creation, the government established an account between the Central Bank and the Bank of Brazil, Conta de Movimento, which ended up providing the Bank of Brazil with the power to issue money. The Bank of Brazil could withdraw funds from that account whenever prompted to further extend financing to sectors or firms targeted by economic policy, and the central bank would automatically provide those funds through an expansion of the monetary base. In addition, the government created the National Monetary Council, which would control the central bank. **Both of these changes served to impose constraints on the control of the monetary base expansion by the monetary authority**” (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 08. Grifado).

A conta movimento foi formalmente extinta no contexto do Plano Cruzado I, por ato do Conselho Monetário Nacional, mediante a aprovação do Voto n. 45/86, documento que tinha como objeto as “Operações de crédito de interesse do Tesouro Nacional realizadas pelo Banco do Brasil S.A.”, conforme consta em sua ementa. Interessante notar é que a conta-movimento, da mesma forma que foi criada, foi extinta sem qualquer alteração legislativa. Apenas por ato do CMN, conforme trecho do mencionado voto abaixo transcrito:

Diversas medidas têm sido adotadas com vistas a permitir acompanhamento e controle mais efetivos das finanças públicas, com o objetivo de reduzir o déficit do Governo Federal.

2. Em especial, destaca-se, por sua importância, a unificação orçamentária, assim entendida a inclusão no Orçamento Fiscal de despesas de conta do Tesouro Nacional anteriormente realizadas através do Orçamento Monetário.

3. Tal providência, de grande importância para o disciplinamento pretendido, teve seus efeitos práticos iniciados em 01.01.86, com a entrada em vigor do Orçamento Geral da União para o corrente exercício.

4. Deve-se registrar que, a despeito das dúvidas que antecederam a tomada dessa decisão, o disciplinamento obtido através dessa medida não trouxe qualquer prejuízo à realização das operações programadas, conforme tem sido demonstrado através dos resultados da execução orçamentária até o presente momento.

5. Torna-se oportuno, então, prosseguir com esse processo, com vistas a disciplinar as operações reembolsáveis de interesse do Tesouro Nacional realizadas pelo Banco do Brasil S.A., as quais, como é do conhecimento de V. Exas., deixaram de ser incluídas na unificação orçamentária, dada a sua natureza peculiar.

6. Assim, propomos que todas as operações de crédito de interesse do Tesouro Nacional, realizadas pelo Banco do Brasil S.A., sejam efetivadas mediante suprimentos específicos àquele Banco, sob adequada remuneração, na forma do § 1º do art. 19 da Lei nº 4.595/64 (BRASIL, 1986, p. 01-02).

Como se extrai da fundamentação apresentada no Voto CMN n. 45/86, especialmente no item n. 06, ocorreu a mudança da ordem dos procedimentos. Anteriormente, o BB realizava as operações de crédito e o BCB fazia a cobertura dos eventuais saldos negativos. Desde então, o BB somente poderia realizar operações de crédito de interesse do Tesouro Nacional mediante a prévia e específica existência de suprimento de valores, devidamente autorizados no

orçamento da União. Estava, pois, extinta a conta movimento³⁴ e junto com ela finalizou-se um mecanismo de senhoriagem de elevado potencial inflacionário.³⁵

Além da conta-movimento, havia operações realizadas fora do orçamento da União. O BB, além de sua posição de peça central das finanças públicas nacionais, executava grande quantidade de recursos sem trânsito na lei orçamentária anual, relativamente a operações de crédito (subsidiado) ao setor agrícola, cujo eventual saldo negativo deveria ser coberto pelo BCB, com recursos oriundos da conta-movimento.

Aponta-se que resistências desse setor produtivo e da própria burocracia do BB contribuíram para o atraso na criação do BCB.³⁶ E, uma vez criado, contribuíram para a postergação do exercício das atribuições de *central banking* na sua plenitude. Em suma, “na composição de forças, o BB ainda conservou por décadas algumas atribuições monetárias. Por sua vez, o BCB continuava a ter atribuições estranhas a um banco central típico, como, por exemplo, a administração de carteira de crédito rural” (DURAN, 2013, p. 106).

Outro mecanismo utilizado nesse período foi a possibilidade de expansão da dívida pública, a critério do CMN. Igualmente sem transitar pelo orçamento público. Tal situação ocorria com respaldo na Lei Complementar n. 12/1971. Com efeito, o BCB foi autorizado a emitir títulos públicos e a contabilizar os encargos no próprio giro da dívida, sem passar pelo orçamento da União. Em suma, a “Lei Complementar nº 12 outorgava às autoridades monetárias uma enorme

³⁴ “*In practice, however, that only took place after 1988 because another account between the central bank and Bank of Brazil, Conta de Suprimentos Especiais, replaced Conta de Movimento until its elimination in 1988*” (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 13).

³⁵ “(...) **when we analyze the central bank's operations during the high-inflation period, we find evidence that the government had access to and was using seigniorage revenues. Up to 1988, that was done mainly through its operations with the Bank of Brazil. As mentioned before, many of the government policies, such as subsidized credit, were initially conducted by the Bank of Brazil, and they continued to be after the central bank was created. In order to facilitate the interaction between both institutions, the government created the Conta de Movimento, a Bank of Brazil's account that would show up on the central bank's balance sheet as a credit and whose balance should average zero. In practice, that provided the Bank of Brazil with control over money issuance, since it could automatically withdraw funds from that account, which would automatically be matched with an expansion of the monetary base, of equal value, on the central bank's balance sheet**” (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 27-28. Grifado).

³⁶ “A criação do Bacen passou por vinte anos de discussões políticas no âmbito do Poder Legislativo. O primeiro projeto de lei foi encomendado pelo governo Dutra em 1946. A partir daí, uma sequência de novos projetos, substitutivos e emendas se seguiu até o advento do regime militar, em 1964. Naquele momento histórico, deputados e senadores ligados ao Banco do Brasil – banco comercial que detinha prerrogativas monetárias e financiava, especialmente, o setor agrícola – rejeitavam veementemente a criação de um banco central” (DURAN, 2013, p. 104).

flexibilidade na administração da dívida pública interna, inclusive para o financiamento de dispêndios extraorçamentários” (ALÉM, GIAMBIAGI, 2016, p. 97). Conforme reconhecido pelo CMN:

A Lei nº 4.829 contribuiu decisivamente para atribuir ao Banco Central funções de banco de fomento, as quais se consolidaram progressivamente através da administração de variada e crescente gama de fundos e programas, que passaram a abranger também, por correlato, o crédito para o desenvolvimento da agroindústria nacional.

Nessa mesma época, o objetivo que se perseguia no âmbito do Orçamento da União, de promover o equilíbrio entre receitas e despesas do Tesouro Nacional, impediu que fossem alocadas verbas para suporte de operações de interesse governamental conduzidas pelo Banco do Brasil e pelo Banco Central.

Não obstante, tais dispêndios continuaram a ser realizados no âmbito das autoridades monetárias, cabendo ressaltar, por sua expressividade, os relacionados à política de preços mínimos, a compra do trigo, a comercialização do açúcar e do café e os encargos financeiros da dívida pública, sem contar as operações de crédito subsidiado em favor da agricultura e das exportações.

A Lei Complementar nº 12, de 8.11.71, criou os mecanismos necessários a evitar que esses procedimentos comprometessem os objetivos de controle monetário, ao facultar a expansão da dívida pública com objetivos de política monetária.

Se bem contribuísse para evitar a expansão imoderada das emissões de moeda, o novo mecanismo terminou ao longo do tempo, por ampliar as funções de fomento do Banco Central, principalmente a partir de 1974, quando, em decorrência da crise energética, diversos programas foram criados sem fonte específica de recursos”(BRASIL, 1984, p. 18-19).

Como exposto, o objetivo inicialmente a justificar os procedimentos da Lei Complementar n. 12, de 08 de novembro de 1971, seria o de financiar atividades de fomento à agricultura sem comprometer a política monetária e o equilíbrio orçamentário. Contudo, o resultado, com o passar dos anos, não foi o esperado.

Não obstante os clássicos princípios orçamentários da universalidade e da unidade,³⁷ reforçados com o advento da CF/88, havia ainda a multiplicidade de

³⁷ A Constituição de 1967, com redação dada pela Emenda 01/69, estabelecia que “O orçamento anual compreenderá obrigatoriamente as despesas e receitas relativas a todos os Podêres, órgãos e fundos, tanto da administração direta quanto da indireta, excluídas apenas as entidades que não recebam subvenções ou transferências à conta do orçamento” (artigo 62). Redação esta que reforça o princípio da universalidade e, por se referir ao “orçamento anual” (no singular) indica que só poderia existir uma única lei orçamentária. Em todo caso, a mesma constituição estabelecia (artigo 62, § 1º) que as dotações para a administração indireta seriam globais, de modo a assegurar autonomia (“A inclusão, no orçamento anual, da despesa e da receita dos órgãos da administração indireta será feita em dotações globais e não lhes prejudicará a

orçamentos.³⁸ Nas finanças públicas brasileiras, até o exercício de 1986, coexistiam o OGU (orçamento geral da União), o orçamento das empresas estatais, o orçamento monetário e a conta da dívida. Ocorreu que, não obstante as denominações, esse conjunto acabou servindo ao financiamento “de gastos de natureza fiscal – gastos que, como já visto anteriormente, eram cobertos não só pela arrecadação, mas também por malabarismos e engenhosidades financeiras que geravam receitas” (LOCHAGIN, 2011, p. 194).

Tal nível de confusão (entre autoridades monetárias e fiscais) permitia uma grande expansão do gasto público e contribuía para a falta de transparência das informações financeiras no período. Como dito, esse modelo de interação entre as autoridades fiscais (tesouro) e monetárias (BCB) e o agente financeiro do governo (BB) contribuiu para o fluxo de recursos públicos que contribuíram para chamado “milagre brasileiro”, entre o final dos anos 1960 e os anos 1970.

Quando somada aos elementos de indexação da economia, tais componentes oriundos da relação entre BCB, TN e BB, foram relevantes para o processo inflacionário brasileiro da década de 1980 (PASTORE, 2015, p. 71).

Pode-se afirmar que a situação começou a mudar a partir do fim dos anos 1970. Nóbrega (2016, p. 32) noticia que em junho de 1979 o presidente do BCB propôs ao ministro da Fazenda a separação de funções das “duas autoridades monetárias” (no caso, o BCB e o BB), a integração de títulos do Tesouro no Orçamento da União (mediante alteração da Lei Complementar n. 12, de 08 de novembro de 1971),³⁹ bem como a transferência de funções de fomento exercidas pelo BCB para o BB. Contudo, como ressalta o autor:

autonomia na gestão legal dos seus recursos.”). De qualquer forma, tais dotações globais não abrangiam as operações realizadas na “conta movimento”.

³⁸ José Afonso da Silva, em trabalho publicado em 1973, justifica a flexibilização do princípio da unidade orçamentária, por meio da adoção de orçamentos paralelos, em face do crescimento das atribuições estatais e a criação de entidades administrativas autônomas. Note-se: “A concepção [clássica] daquela unidade de documento, conta e caixa – meramente instrumento – tornou-se insuficiente e até impossível de ser cumprido num Estado intervencionista, cujas funções se ampliam mais e mais, e seus tentáculos se espicham através de vários organismos e entidades (autarquias, entidades paraestatais) dotadas de autonomia administrativa e financeira, portanto com orçamento e contabilidade própria. Generalizou-se, demais disso, a prática de orçamentos paralelos e extraordinários ou de fundos especiais destinados ao financiamento de determinados gastos públicos” (SILVA, 1973, p. 141).

³⁹ Entre outros pontos, a lei dispunha que as “operações de crédito referentes à colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional, decorrentes do giro da dívida pública interna poderão ser realizadas independentemente de estimativa e fixação das respectivas receitas a despesas no orçamento anual” (artigo 1º) e que competia “ao Banco Central do Brasil a administração da dívida mobiliária interna da União, com expressa atribuição de assegurar o pagamento, nos respectivos

... a proposta não ia à raiz do problema – qual seja, a confusão institucional derivada do exercício de funções fiscais pelas autoridades monetárias. Mantinha-se intactos o Orçamento Monetário e a destinação da arrecadação do IOF e do Imposto de Exportação para o Bacen. Do ponto de vista operacional, o Tesouro continuava sendo uma entidade virtual, o Orçamento da União continuaria a ser executado pelo BB e a gestão da dívida pública permaneceria nas mãos do Bacen, inclusive a colocação de títulos públicos nos mercados internacionais de capitais (NÓBREGA, 2016, p. 32).

No início dos anos de 1980, o Brasil foi atingido por crises financeiras externas,⁴⁰ cujos efeitos foram agravados por vulnerabilidades internas.⁴¹ Como tentativa de resposta às crises, houve tentativas de melhoria do quadro institucional brasileiro, como contrapartida para o recebimento de auxílio financeiro do Fundo Monetário Internacional (ALÉM, GIAMBIAGI, 2016, p. 107).

Iniciou-se, pois, um ciclo de alterações que culminou, entre outras medidas, com a separação de funções entre BCB, TN e BB, a partir do ano de 1986.

vencimentos, do principal e acessórios dos títulos do Tesouro Nacional referidos nesta lei complementar” (artigo 2º).

⁴⁰ “A nova administração presidencial dos Estados Unidos, que assumiu o poder em 1980, logo resolveu atacar os efeitos da recessão com um programa de estímulos, que incluía uma combinação de corte dos impostos pagos por setores endinheirados, com fortes aumentos do gasto público, em especial o militar, que sempre foi favorecido por Reagan. Em consequência, aumentou o déficit público e a emissão de dívida governamental. Os papéis do Tesouro tornavam-se agora muito atrativos para os bancos e para os investidores, nacionais e internacionais, já que entre 1980 e 1981 o valor do dólar deu um salto de quase 40% em face de outras moedas. Os atrativos para investir dentro dos Estados Unidos fizeram tão pronunciados que os grandes bancos de Nova York reduziram a emissão de bônus em médio ou longo prazo para nações subdesenvolvidas. **Como resultado, entre 1980 e 1982, os governos da América Latina e do resto do Terceiro Mundo se viram obrigados a contratar empréstimos de muito curto prazo (e com taxas de juros altas), em sua maioria apenas para refinar seus passivos. O serviço anual das dívidas externas desses governos passou de 20 bilhões de dólares em 1981 para quase 100 bilhões de dólares em 1982.** Tornou-se então patente que existiam apenas duas alternativas para sair do atoleiro: a suspensão dos pagamentos ou a renegociação das dívidas. **A arrancada da crise internacional das dívidas externas, como se sabe, ocorreu em 20 de agosto de 1982, quando o então secretário da Fazenda do México, Jesus Silva Herzog, anunciou à comunidade financeira internacional que o governo mexicano já não estava em condições de cobrir o serviço completo de sua dívida.** As causas que expôs para essa medida foram o aumento súbito das taxas de juros e a enorme fuga dos capitais privados do México” (MARICHAL, 2016, p. 175-176. Grifado).

⁴¹ “Entre o final de 1982 e início de 1983, a crise da dívida externa e o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) escancararam de vez a fragilidade do arranjo institucional que transformava o BB, o Bacen e o Tesouro em um conjunto confuso e incontrolável. As medidas e as complicações derivadas da tarefa de ‘apagar incêndios’ tornavam as contas cada vez menos transparentes. No início de 1983, aconteceu um fato gravíssimo. Alguns dos novos governadores eleitos perceberam que seus bancos estaduais podiam fazer saques a descoberto no Banco do Brasil, que era o depositário das reservas bancárias, por ordem do Bacen. O saque levava mais de um mês para chegar ao conhecimento do Bacen, por meio de balancetes mensais do BB. Não existia um sistema de informações gerenciais nem serviços em tempo real. O primeiro deles foi o governador do Rio de Janeiro. Depois fizeram o mesmo os governadores de Goiás, Santa Catarina e Paraíba” (NÓBREGA, 2016, p. 35).

1.4 A CRIAÇÃO DA SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, SEGREGAÇÃO DE FUNÇÕES E A CONSTITUIÇÃO DE 1988

Vistas em retrospectiva, as conjunturas internacional e nacional, ao final dos anos 1970 e início dos anos 1980, apontavam para as crises econômicas (de dívida pública e de inflação) que estavam a se agravar no exterior e no Brasil.⁴²

Sob os efeitos da “crise do mercado financeiro internacional”⁴³ e da moratória mexicana em 1982, governo brasileiro solicitou apoio financeiro ao FMI. Os detalhes e o histórico de cada uma das operações e o processo de reestruturação da dívida externa brasileira estão registrados em Cerqueira (2003).

Por ocasião das negociações de seus termos, o relacionamento entre BCB, TN e BB passou a ser tratado com maior clareza. Nóbrega (2016) informa que, ainda no ano de 1983, formou-se um grupo de trabalho com membros de diversos órgãos do Ministério da Fazenda e da então Secretaria de Planejamento da Presidência da República (atual Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão), juntamente representantes do BCB e do BB. Ao final de 1984, foi apresentado um relatório final, o qual apresentava um diagnóstico das finanças públicas federais e propunha as seguintes medidas:

- 1) Extinção da “conta de movimento” do BB e simultaneamente autorização para o banco atuar em todos os campos permitidos aos bancos comerciais;

⁴² “As dificuldades da economia brasileira ao longo do período de 1974-84 ocorreram em meio a um cenário externo marcado por diversos choques, entre eles, dois fortes aumentos do preço do petróleo no mercado internacional (em 1973 e 1979) e o aumento dos juros norte-americanos entre 1979-82. Diante da significativa dependência do Brasil à importação de petróleo e bens de capital e do elevado endividamento externo do país à época, esses choques condicionaram decisivamente a política econômica brasileira no período de 1974-84, exigindo políticas de ajuste externo. Os distintos modelos de ajuste externo adotados nos governos Geisel e Figueiredo explicam grande parte das diferenças de desempenho da economia ao longo desse período. (...) Essas dificuldades inauguraram um longo período de estagnação da economia brasileira que, com raras e curtas interrupções, se estendeu até meados da década de 1990, caracterizando os anos 80 como uma ‘década perdida’.” (HERMANN, 2016, p. 74).

⁴³ “A chamada ‘crise do mercado financeiro internacional’ teve por origem diversos fatos sucessivos: a instabilidade política no Oriente Médio, a insolvência da Polônia, as dificuldades de grandes empresas alemãs, canadenses e americanas, a guerra das Malvinas no Atlântico Sul, a moratória do México, em agosto de 1982 e, finalmente, o insucesso da reunião do Fundo Monetário Internacional, em setembro do mesmo ano, em Toronto, em que se esperava a criação de um fundo de emergência de US\$25 bilhões e que não se concretizou. Inúmeros países se viram forçados a renegociar suas dívidas externas. Entre 1979 e julho de 1983, dezenas de países recorreram ao Fundo Monetário Internacional. A dívida dos países em desenvolvimento, importadores de petróleo, que em 1973 estava em patamares inferiores a US\$100 bilhões, em 1981 elevou-se para US\$450 bilhões e em 1982 para US\$500 bilhões.” (CERQUEIRA, 2003, p. 20).

- 2) Extinção das funções de fomento do Bacen e sua gradual transformação em banco central clássico;
- 3) Extinção do Orçamento Monetário e a transferência de suas operações fiscais, incluindo os subsídios, para o Orçamento Fiscal;
- 4) Transferência, do Conselho Monetário Nacional para o Congresso, do poder de autorizar a expansão da dívida pública;
- 5) Transferência, do Bacen para o Ministério da Fazenda, da gestão da dívida pública;
- 6) Proibição de o Bacen financiar diretamente o Tesouro ou adquirir seus títulos em leilões primários;
- 7) Transferência, do BB para o Ministério da Fazenda, da execução do Orçamento da União;
- 8) Criação da Secretaria do Tesouro Nacional para cuidar da execução do Orçamento e da gestão da dívida pública, mantendo-se o Bacen como agente do Tesouro para a colocação de títulos públicos e para o serviço da dívida pública (NÓBREGA, 2016, p. 38).

Essas propostas foram aprovadas pelo CMN em dezembro de 1984, por meio da Decisão n. 283/84. Na ocasião, ficaram estabelecidas as diretrizes para a reestruturação dos órgãos responsáveis pela política econômica (fiscal, monetária e creditícia) e os seguintes objetivos:

- a) – consolidar, no contexto das finanças públicas, os princípios da disciplina e controle que inspiraram a reforma introduzida pela Lei nº 4.595/64;
- b) – incorporar, no Orçamento da União, todos os dispêndios de responsabilidade do Governo Federal;
- c) – rever as funções do Banco Central, restringindo sua atuação aos campos que lhe são próprios, como o redesconto de liquidez, os depósitos compulsórios do sistema bancário, as operações de mercado aberto, as operações cambiais, a administração do meio circulante, bem assim a fiscalização e o controle do sistema financeiro nacional;
- d) – redefinir as funções do Banco do Brasil, preservando o seu papel de principal instrumento de política creditícia do Governo Federal e de agente do Tesouro Nacional;
- e) – transferir para o Ministério da Fazenda a administração da dívida pública, que continuaria operacionalizada pelo Banco Central (BRASIL, 1984).

A meta era iniciar imediatamente as alterações, iniciando-se com a extinção da conta-movimento. Contudo, além de se tratar de período política e economicamente conturbado, os trabalhos foram suspensos em razão de liminar em ação popular (ajuizada por deputado federal) concedida, em dezembro de 1984, pela Justiça Federal de Brasília. Em razão disso, as propostas foram temporariamente arquivadas (NÓBREGA, 2016, p. 38-39).

Os trabalhos foram retomados em 1986, sob novo Presidente da República e nova equipe econômica. De imediato, extinguiu-se a conta movimento, conforme o já mencionado Voto CMN n. 45/86 (BRASIL, 1986).

No mesmo ano, foi criada a STN, com o Decreto 92.452, de 10 de março de 1986.⁴⁴ Em 1987, propôs-se a extinção das funções de fomento do BCB; passou-se a administração da dívida pública para a STN e se extinguiu o orçamento monetário. A lei orçamentária para o ano de 1988 incorporou as mudanças.

A interação entre as autoridades monetária e fiscal não passou despercebida e foi objeto de preocupação nas comissões temáticas da Assembleia Nacional Constituinte, entre 1987 e 1988.⁴⁵ Os trabalhos da Subcomissão do Sistema Financeiro, que resultaram no art. 164 da Constituição de 1988, registraram a relevância do tema e seus impactos sobre o déficit fiscal e o controle inflacionário, conforme exposição feita por André Lara Resende, registrada no relatório final, cujo trecho segue abaixo:

Também foi mencionado o relacionamento do Tesouro com as Autoridades Monetárias, como sendo bastante confuso.

⁴⁴ “A Secretaria do Tesouro Nacional, criada em 10 de março de 1986, por meio do Decreto nº 92.452, veio assumir as atribuições da **Comissão de Programação Financeira** e da **Secretaria de Controle Interno do Ministério da Fazenda**, incorporando também as **funções fiscais até então desempenhadas pelo Banco Central e Banco do Brasil S/A**. Pertencente à da estrutura do MF, torna-se órgão central do Sistema de Administração Financeira Federal e do Sistema de Contabilidade Federal. Sua criação representou um passo fundamental para o fortalecimento das finanças públicas do país, consolidando a modernização institucional e a sistematização da gestão responsável dos recursos públicos. O desafio do Tesouro era, então, colocar em ordem as contas públicas do Brasil. Isso consistiu em substituir, em 1988, a conta Movimento do Governo no Banco do Brasil pela Conta Única do Tesouro no Banco Central (Bacen); permitir que a administração e o controle das finanças federais ficassem associados à execução financeira das unidades gestoras; unificar os orçamentos, atrelando os gastos governamentais à prévia autorização do Congresso Nacional, dentre outros.” Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/sobre-o-tesouro-nacional>. Acesso em: 01.08.2019.

⁴⁵ **“No início de 1988, a economia brasileira estava enfrentando dificuldades. A inflação anual em 1987 atingiu 366%; o déficit público 5,5% do PIB e a taxa de crescimento 2.9% do PIB, refletindo uma tendência de queda. As reservas internacionais, no conceito de caixa, totalizavam US\$4,43 bilhões no final de 1987 e US\$4,26 bilhões em fevereiro de 1988.** Para atender a todas essas dificuldades, o governo brasileiro implementou algumas medidas, que juntas constituíram o programa de ajuste e modernização do país para o biênio de 1988-1989. Os objetivos básicos do governo eram o controle da inflação, a criação de condições para manter o crescimento econômico e a redução nas disparidades na distribuição de renda. A estratégia utilizada pelo governo para atingir seus objetivos consistiu no combate ao déficit público, na modernização e liberação da economia, no atendimento às necessidades sociais básicas do país e na normalização das relações com a comunidade financeira internacional. **Simultaneamente à reforma econômica do país, prosseguia a transição para o regime democrático. Nesse período, a Assembleia Nacional Constituinte, presidida pelo deputado Ulysses Guimarães, concluía seus trabalhos para instituir um Estado Democrático, promulgando a nova Constituição da República Federativa do Brasil, em 05 de outubro de 1988 (CERQUEIRA, 2003, p. 47. Grifado).**”

Foi apresentado como deveria funcionar o Tesouro do ponto de vista clássico, sendo o Banco Central seu banqueiro. Nesse caso ter-se-ia o orçamento do Tesouro, com as fontes e destinações dos recursos, e conhecimento real do déficit. **O expositor mostrou que no Brasil o sistema não funciona porque nem todas as despesas do Tesouro estão no seu orçamento. Existem gastos fiscais ou parafiscais, feitos através de mecanismos do BACEN do Banco do Brasil, que não passam pelo orçamento do Tesouro, fugindo ao controle. (...)**

A opinião do expositor sobre o Banco Central é cautelosa no que diz respeito a banco independente no País. **O que considera importante é a disciplina orçamentária.** Ao se aprovar despesas, devem ficar definidas as fontes de receita, de forma a não aumentar o endividamento público.

Concluindo, o orador sugere um Banco Central na sua função clássica, que seja simplesmente autoridade monetária, controlando a liquidez de curto prazo e que possa emitir única e exclusivamente quando houver fonte. Quando se tratar de aumento do endividamento público e para cobrir déficit, vende-se títulos. Portanto, o Tesouro só poderá ter déficit quando for financiável, evitando assim a emissão de moeda pelo Banco Central, como ocorre hoje, e a elevação da inflação (BRASIL, 1988, p. 4. Grifado).

Como se percebe, a separação e, ao mesmo tempo, a integração entre as autoridades fiscal e monetária não é uma preocupação recente. Está registrado no relatório final da Subcomissão do Sistema Financeiro o seguinte diagnóstico:

Diante da omissão das autoridades, da ausência de normas impeditivas e até por circunstâncias, o Banco Central assumiu o papel de virtual administrador da política econômica, intimamente ligado aos Ministros da Fazenda e do Planejamento. Suas decisões repercutem diretamente sobre a vida de cada brasileiro. *Telex* do Banco Central passou a ter, muitas vezes, mais força que o texto constitucional.

Responde o Banco Central por inúmeras e até incompatíveis funções: emite moeda, executa a programação orçamentária, maneja instrumentos de política monetária, gerencia o sistema financeiro nacional, financia o déficit público, controla as operações de câmbio e o comércio exterior e mantém operações de fomento. Com isso, perdem a sociedade, pelos desacertos na condução de diversas e interdependentes políticas, e o próprio Banco Central, no que diz respeito a sua credibilidade e eficácia.

A baixa credibilidade e a ineficiência da fiscalização bancária podem ser creditadas ao envolvimento indevido do Banco Central em certas atividades, que seguramente ficariam melhor posicionadas em outras instituições. Some-se a isso a fragilidade desse Banco para resistir politicamente a pressões externas contrárias, quando o serviço de fiscalização detectava irregularidades que resultaram nos inúmeros escândalos financeiros.

Uma das disfunções mais notadas é na gestão das operações de fundos e programas de fomento econômico, assumidas já a partir de 1965, que até então cabiam ao Banco do Brasil.

Por todas as disfunções, não pode o Banco Central dedicar-se com particular empenho ao cumprimento das funções que lhe são próprias, relacionadas à execução e fiscalização das deliberações do Conselho Monetário Nacional; emissão de papel-moeda e controle da base monetária; execução da política de controle da liquidez do Sistema, através de operações de *open market*; e execução da política cambial. Cabe-lhe, ainda, servir de depositário das reservas internacionais do País e dos recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras (BRASIL, 1988, p. 4).

Algumas das propostas mencionadas foram inseridas no texto final da Constituição.⁴⁶ Nas fases iniciais dos trabalhos da subcomissão, havia proposta de independência do Banco Central, a qual foi rejeitada já nas primeiras votações.

De todo modo, o poder monetário do BCB foi enfatizado, como também foi reforçada a proibição de financiar ou emprestar recursos ao Tesouro ou a outra entidade que não fosse instituição financeira. Por outro lado, permitiu-se ao BCB emitir e negociar títulos públicos no mercado primário para fins de política monetária, o que lhe possibilitaria “contornar a proibição de financiamento do governo e aumentar a liquidez da economia de forma consequente” (DURAN, 2013, p. 108). Quanto ao relacionamento entre BCB e o TN:

No tocante especificamente ao **Banco Central**, além de receber a competência da União para emitir moeda, **a SubSF atribuiu-lhe a emissão de títulos próprios para execução da política monetária** (em paralelo, a proibição para que comprasse títulos do Tesouro), o controle do câmbio e a fiscalização bancária. A proposta foi rejeitada pelo relator da CF, sob o argumento de que o texto constitucional deveria mencionar apenas a função principal do Banco Central (emissor de moeda), enquanto as demais deveriam ser estabelecidas na legislação complementar.

A concessão de financiamento pelo Banco Central ao Tesouro e a ente que não fosse instituição financeira foi proibida desde o início dos trabalhos constituintes. A CF, no primeiro caso, decidiu restringir a aquisição de títulos do Tesouro Nacional apenas para atender a necessidades decorrentes da execução da política monetária. Na proposta inicial do relator,

⁴⁶ “Esses princípios foram posteriormente consagrados na Constituição de 1988. Na assembleia Nacional Constituinte, a respectiva Comissão temática era presidida pelo então deputado Francisco Dornelles, que, como secretário da Receita Federal, havia integrado a comissão do Ministério da Fazenda que eu presidia. O relator, o então deputado José Serra, ex-secretário de Planejamento do Estado de São Paulo, era um dos melhores especialistas no assunto no Congresso e se revelou um político comprometido com a ideia de responsabilidade fiscal” (NÓBREGA, 2016, p. 40).

essas operações só poderiam realizar-se "no mercado", mas o texto final aprovado pela Comissão suprimiu essa expressão.

Como até o início da Constituinte o Banco Central financiava em larga escala o setor privado não-financeiro, foi aprovada, na CF, disposição transitória determinando que o Banco Central transferisse essas operações de fomento ao Tesouro Nacional em até três meses, de forma que passassem a integrar a Lei Orçamentária e, como tal, fossem sujeitas ao crivo do Congresso Nacional. Essa norma provisória foi rejeitada na CS sob o argumento básico de que retirava a agilidade necessária à concessão de crédito para fomento e seria prejudicial, sobretudo, ao setor agropecuário e às regiões menos desenvolvidas. Curiosamente, a correspondente norma do texto permanente não foi questionada e, no final, a transição acabou regulada por ato próprio do Executivo (aliás, por decreto editado antes da promulgação da nova Constituição).

Ainda sobre o Banco Central, destaca-se que, na CF, este assumiu o papel de depositário único das disponibilidades de caixa do Tesouro (quando na subcomissão pretendia-se que fossem as instituições financeiras oficiais). O substitutivo do relator (p. 4) qualificou essa medida como "fundamental", porque permitiria: "... a) maior controle dos fluxos de recursos; b) alocação mais racional dos recursos, segundo os propósitos governamentais; e c) diminuição do custo da dívida pública."

Na primeira etapa da Constituinte, também foi objeto de atenção o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil. A SubSF pretendia que o Banco do Brasil fosse responsável pela execução financeira e orçamentária e pela emissão de títulos da União. Essas medidas foram rejeitadas no substitutivo do relator da CF (p. 28), sob a alegação de que os recursos do Tesouro não podem ser "entesourados em caixa forte porque são, por vezes, superiores à totalidade do papel-moeda emitido" e de que a emissão de títulos pelo próprio Tesouro evita o "pagamento de comissões", o que reduz, "ao mínimo indispensável, a colocação de papéis do governo". Por outro lado, a CF chegou a delegar ao Banco do Brasil a função de agente exclusivo do Tesouro, mas a norma foi suprimida no Primeiro Substitutivo da CS. (AFONSO, 1999, p. 10-11. Grifado).

Nesse mesmo período, logo após o fim da conta-movimento e da "conta de suprimentos especiais" (que a substituiu temporariamente), houve alteração legal a determinar que o resultado positivo das operações do BCB deveria ser encaminhado ao Tesouro Nacional, por meio de alteração do artigo 8º, parágrafo único, da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 29).

Em suma, essa fase foi marcada pelo início da separação de funções entre esses órgãos/entidades.

1.5 ESTABILIDADE MONETÁRIA: PLANO REAL, TRIPÉ MACROECONÔMICO E LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL

Em sua primeira fase, entre 1994 e 1998, o Plano Real pautou-se em política de juros altos, moeda nacional valorizada frente ao dólar, abertura econômica ao exterior, diminuição de despesas primárias e aumento da arrecadação via tributação e endividamento.

Uma das alterações que mais impactaram o relacionamento entre TN e o BCB foi a redução da composição do CMN, após a Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995. Desde então, o CMN passou a ser composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o presidente do Banco Central.⁴⁷ A mudança foi recebida de modo positivo pelos defensores de maior autonomia à autoridade monetária (FRANCO, 2016). No entanto, foi criticada por defensores de uma suposta legitimidade social na elaboração e execução da política monetária.⁴⁸

Em razão de mudanças como a redução do CMN e da participação do Ministro da Fazenda, Secretário do Tesouro Nacional e os presidentes do BCB e do BNDES, pode-se afirmar que, no período inicial do Plano Real, houve maior segregação das atividades fiscais e monetárias:

Buscando dar mais um passo na direção da separação entre as atividades fiscais e monetárias iniciada na década anterior, em 1993 foram propostas algumas medidas, conhecidas como “Operação Caixa-Preta”. Tais medidas buscavam propiciar maior transparência no relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, efetuando, entre outras mudanças, a reestruturação da carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no Banco Central, dotando a autoridade monetária de instrumentos mais adequados à condução da política monetária. Outra medida foi o resgate antecipado de títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, com recursos obtidos via emissão de títulos do Tesouro em mercado,

⁴⁷ Com a extinção do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, em 2019, o Conselho Monetário Nacional passou a ser composto pelo Ministro da Economia, o presidente do Banco Central do Brasil e pelo “Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia”, nos termos do artigo 8º, da Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995, com redação determinada pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019.

⁴⁸ “Observa-se, facilmente, que a composição do Conselho Monetário Nacional instituído em plena ditadura militar brasileira albergava maior representatividade social, incorporando representantes da sociedade civil e do setor produtivo. Dessa forma, sem dúvida, em total antinomia ao projeto constitucional, houve um nítido esvaziamento da participação e controle social que, porventura, pudesse ser exercida pelo órgão sobre a condução da política monetária” (AMARAL, 2018, p. 715).

sendo um dos fatores responsáveis pela queda de 24% no estoque da carteira de títulos em poder do Banco Central naquele ano (PEDRAS, 2009, p. 65).

Por outro lado, em razão de diversos fatores internos e externos, incluindo crises internacionais (México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998), a manutenção dos pilares originais do Plano Real acarretou elevado custo fiscal, diante do fim do “imposto inflacionário”, da manutenção do câmbio valorizado em relação ao dólar, da deterioração da relação dívida pública/PIB e do consequente aumento do serviço da dívida (PINTO, 2006). O Brasil submeteu-se, em 1998, a um novo acordo com o FMI.⁴⁹

As alterações macroeconômicas do período, no contexto da estabilização inflacionária (a incluir restrições monetárias, fiscais, bancárias e na relação da União com os entes subnacionais), podem ser resumidas da seguinte passagem:

Os aperfeiçoamentos institucionais na regulação da moeda no âmbito do Plano Real compreenderam as **mudanças que esvaziaram o CMN**, através da criação da Comoc e do Copom; os **programas de saneamento, extinção e privatização de bancos públicos**; o tratamento regulatório dos bancos remanescentes com base nos **princípios da Basileia**; a posterior implantação do **regime de metas de inflação**; novos processos e limitações fiscais, com destaque para a consolidação dessas diretrizes na **Lei de Responsabilidade Fiscal** (LC 101/00) e a política de **flutuação cambial**, configurando o chamado “tripé” (FRANCO, 2017, p. 709. Grifado).

O resultado foi que, a partir de 1999, a condução da economia (com reflexos diretos no Direito Financeiro) adotou uma nova configuração, cuja matriz ficou conhecida como “tripé macroeconômico”: superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação. Note-se:

⁴⁹ “Faltando poucas semanas para as eleições presidenciais de 1998, o governo brasileiro começou a negociar um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que lhe permitisse enfrentar um quadro externo extremamente adverso, caracterizado pelo esgotamento da disposição do resto do mundo em continuar a financiar déficits em conta-corrente da ordem de US\$ 30 bilhões. Isso, por sua vez, estava gerando uma fuga de capitais, porque o temor de uma desvalorização vista como iminente estava estimulando a troca de R\$ por US\$ antes que ocorresse a mudança cambial e/ou a adoção de algum tipo de controle de capitais. O Fundo coordenou os esforços de apoio ao Brasil, mediante a organização de um pacote de ajuda externa, somando US\$ 42 bilhões. Desses, US\$ 18 bilhões seriam do FMI e o restante de outros organismos multilaterais e de diversos governos, entre eles os do Estados Unidos, a Grã-Bretanha, a Itália, a Alemanha, a França, o Japão e a Espanha. Esse primeiro acordo contemplava um importante aperto fiscal, com o superávit primário passando de 0,0% do PIB em 1998 para 2,6% do PIB em 1999, e 2,8% e 3,0% do PIB em 2000 e 2001, respectivamente. É importante registrar que o acordo não contemplava mudanças na política cambial, que seria mantida inalterada” (GIAMBIAGI, 2016, p. 1175-176).

Em 1999, o Brasil passou por um ponto de inflexão importante. Foram adotadas, simultaneamente, três mudanças que provavelmente ainda moldarão o país por muitos anos. **Primeiro**, a política fiscal passou a ser baseada na definição de metas de superávit primário relativamente rigorosas. **Segundo**, a taxa de câmbio tornou-se flutuante. E **terceiro**, a política monetária passou a ser fixada em função do objeto de cumprir formalmente as metas de inflação.

Esse tripé composto por austeridade fiscal-câmbio flutuante-metas de inflação permite enfrentar os principais desequilíbrios que em épocas anteriores tinham interrompido o crescimento da economia brasileira e gerado crises econômicas importantes, algumas vezes acompanhadas por crises políticas. **Com efeito, se a dívida pública ameaçasse aumentar de forma muito intensa, o governo reagiria aumentando o superávit primário; se houvesse problemas no Balanço de Pagamento, o câmbio se ajustaria à nova situação; e, se a inflação excedesse a meta, o Banco Central teria que elevar a taxa de juros.** O sistema teria então mecanismos de retorno ao equilíbrio que permitiria pavimentar o terreno para uma economia mais ordenada que a das décadas anteriores (ALÉM; GIAMBIAGI, 2016, p. 193-194).

Como é possível presumir, tal configuração, no contexto dessa nova fase do Plano Real, passou a exigir ainda mais sintonia e harmonia entre as atividades de *central banking* e as do Tesouro Nacional.

Nesse contexto, foi aprovada a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), no ano 2000, que estabeleceu novos parâmetros acerca de tal relacionamento. No conjunto da LRF, uma “das preocupações centrais nesse relacionamento é a de que o Banco Central, de qualquer forma e por qualquer meio, não seja utilizado para financiar o Tesouro Nacional” (OLIVEIRA, 2013, p. 720).

Devem ser destacadas as regras de planejamento e elaboração orçamentária (artigo 4º), passando a ser exigido um anexo de metas fiscais (artigo 4, § 1º)⁵⁰ a incluir metas de receita, despesa, resultado nominal, resultado primário e montante da dívida pública e um anexo específico (artigo 4, § 4º)⁵¹ para metas de política monetária, cambial, creditícia e de inflação.

⁵⁰ § 1º Integrará o projeto de lei de diretrizes orçamentárias Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes.

⁵¹ § 4º A mensagem que encaminhar o projeto da União apresentará, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente.

A leitura de tais anexos anuais possibilita o conhecimento das perspectivas da política econômica (dados como meta de inflação, superávit primário, câmbio de juros) e sua divulgação na Lei de Diretrizes Orçamentárias costuma ser esperada pelos agentes de mercado e tem ampla divulgação nos meios de comunicação. Sua elaboração demanda trabalho conjunto e sincronizado entre o Banco Central do Brasil e a Secretaria do Tesouro Nacional.

A LRF estabelece que o custeio administrativo (incluindo despesas com pessoal) e os investimentos do BCB deverão estar previstos na Lei Orçamentária Anual (artigo 5º, § 6º)⁵² e não sendo descontados dos resultados de suas operações ou de seu patrimônio líquido. Por sua vez, passaram a ser objeto da mencionada lei complementar o resultado do BCB e sua relação com o Tesouro Nacional (artigo 7º),⁵³ como também a exigência de avaliação de seu desempenho (artigo 9º, § 5º).⁵⁴ No que tange à execução da política monetária, a LRF proibiu o BC de emitir títulos próprios (artigo 34)⁵⁵ e estabeleceu restrições à atuação do BC com o Tesouro Nacional e com demais entes da federação (artigo 39).⁵⁶

⁵² § 6º Integrarão as despesas da União, e serão incluídas na lei orçamentária, as do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos.

⁵³ Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

§ 1º O resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento.

§ 2º O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil serão demonstrados trimestralmente, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União.

§ 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.

⁵⁴ Art. 9º (...)

§ 5º No prazo de noventa dias após o encerramento de cada semestre, o Banco Central do Brasil apresentará, em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços.

⁵⁵ Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.

Art. 35. É vedada a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente.

⁵⁶ Art. 39. Nas suas relações com ente da Federação, o Banco Central do Brasil está sujeito às vedações constantes do art. 35 e mais às seguintes:

I - compra de título da dívida, na data de sua colocação no mercado, ressalvado o disposto no § 2º deste artigo;

1.6 CRISE DE 2008: AUMENTO DO BALANÇO DOS BANCOS CENTRAIS E A EQUALIZAÇÃO CAMBIAL

Entre 1985 e 2007, nos Estados Unidos e na zona do Euro, a volatilidade do crescimento real da economia e as taxas de inflação foram significativamente baixas, quando comparadas às décadas anteriores (PAPADIA; VÄLIMÄK, 2018, p. 76). Em tais economias, foi o período conhecido como a “grande moderação”:

The twentieth-century experience of depression, hyperinflation and war changed both the world and the way economists thought about it. Before the Great Depression of the early 1930s, central banks and governments saw their role as stabilising the financial system and balancing the budget. After the Great Depression, attention turned to policies aimed at maintaining full employment. But post-war confidence that Keynesian ideas – the use of public spending to expand total demand in the economy – would prevent us from repeating the errors of the past was to prove touchingly naive. The use of expansionary policies during the 1960s, exacerbated by the Vietnam War, led to the Great Inflation of the 1970s, accompanied by slow growth and rising unemployment – the combination known as ‘stagflation’. The direct consequence was that central banks were reborn as independent institutions committed to price stability. So successful was this that in the 1990s not only did inflation fall to levels unseen for a generation, but central banks and their governors were hailed for inaugurating an era of economic growth with low inflation – the Great Stability or Great Moderation. Politicians worshipped at the altar of finance, bringing gifts in the form of lax regulation and receiving support, and sometimes campaign contributions, in return. Then came the fall: the initial signs that some banks were losing access to markets for short-term borrowing in 2007, the collapse of the industrialised world’s banking system in 2008, the Great Recession that followed, and increasingly desperate attempts by policy-makers to engineer a recovery. Today the world economy

II - permuta, ainda que temporária, por intermédio de instituição financeira ou não, de título da dívida de ente da Federação por título da dívida pública federal, bem como a operação de compra e venda, a termo, daquele título, cujo efeito final seja semelhante à permuta;

III - concessão de garantia.

§ 1º O disposto no inciso II, *in fine*, não se aplica ao estoque de Letras do Banco Central do Brasil, Série Especial, existente na carteira das instituições financeiras, que pode ser refinanciado mediante novas operações de venda a termo.

§ 2º O Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinarciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira.

§ 3º A operação mencionada no § 2º deverá ser realizada à taxa média e condições alcançadas no dia, em leilão público.

§ 4º É vedado ao Tesouro Nacional adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central do Brasil, ainda que com cláusula de reversão, salvo para reduzir a dívida mobiliária.

remains in a depressed state. Enthusiasm for policy stimulus is back in fashion, and the wheel has turned full circle (KING, 2016, p. 05-06. Grifado).

Não obstante a “grande moderação” na Europa e Estados Unidos (reforçada pelo processo de globalização, avanços tecnológicos e de transmissão de informações, a aceleração do fluxo de capitais e a inserção de países do leste europeu na economia de mercado), o restante da economia mundial passou por momentos de crises e recessões econômicas. Para alguns, as sementes da crise de 2008 já estariam lançadas antes mesmo de ela se iniciar, principalmente em razão de sinais de desequilíbrios macroeconômicos e da frágil regulamentação do sistema financeiro.⁵⁷

Ao longo dos anos 2000, após as crises bancárias e financeiras em quase uma centena de países nas décadas anteriores, os governos e os bancos centrais passaram a incrementar seus balanços por meio do aumento de reservas em moeda estrangeira, principalmente em dólar. Os acréscimos foram da ordem de centenas de bilhões de dólares. Marichal (2016) explica o ocorrido:

O próprio Banco Mundial constatou em 2001 que se haviam produzido 112 crises bancárias em 93 países entre 1977 e o fim do século. (...) Apesar desses dados aterradores, uma revisão das propostas dos economistas ortodoxos – tanto do FMI como da academia – sobre a volatilidade sugere que fracassaram em elaborar propostas efetivas para limita-la. Quando os desastres começaram a se suceder, um após o outro, quase todos os especialistas abandonaram a ideia de que a política de conversibilidade fixa fosse apropriada e recomendaram que todos os países abraçassem a livre flutuação de suas moedas. Tampouco se pode dizer que fossem inovadoras outras ideias do FMI e das outras instituições multilaterais, que se limitaram, em geral, a propor que os países em desenvolvimento seguissem as diretrizes do antigo consenso de Washington, com respeito à gestão das contas públicas e à manutenção da estabilidade macroeconômica do mundo, diante da enorme volatilidade. Em essência, estavam pedindo um virtuosismo extraordinário, como se cada governo fosse um artista do trapézio financeiro global. Os governos e os bancos centrais dos países em vias de desenvolvimento aprenderam uma lição sobre as crises, muito

⁵⁷ “A única surpresa a respeito da crise econômica de 2008 foi que sua chegada pegou muita gente desprevenida. Para uns poucos observadores, ela seguia exatamente o figurino: não só previsível, mas também prevista. Um mercado desregulado, inundado de liquidez e com taxas de juros baixas, uma bolha imobiliária global e uma escalada de empréstimos *subprime* formavam uma combinação tóxica. Acrescentem-se a os déficit fiscal e comercial dos Estados Unidos e a correspondente acumulação de enormes reservas de dólares na China – ou seja, uma economia global desequilibrada – e era claro que as coisas estavam terrivelmente mal” (STIGLITZ, 2010, p. 35).

diferente da que propunham os economistas neoliberais e do FMI. **Qual era a solução? Na América Latina e nos países asiáticos, assim como em grande parte do mundo em desenvolvimento, a resposta foi evidente e pragmática: era necessário que cada nação se assegurasse da acumulação de volumosas reservas internacionais em dólares, com um complemento de euros (desde 2000) e de algumas moedas fortes. Contar com reservas lhes permitiria minorar problemas potenciais nas balanças de pagamento e defender-se de ataques especulativos maciços.**

A partir de 1999, o auge do comércio internacional e das exportações dos países periféricos permitiu-lhes pôr em prática esse ‘remédio’ preventivo. Entre 2000 e 2007, a China aumentou suas reservas internacionais em mais de 1.200 bilhões de dólares; a Coreia do Sul, a Índia e Taiwan, em cerca de 200 bilhões de dólares (cada qual em adição ao que já tinham); enquanto a Rússia e os demais países exportadores de petróleo lograram um aumento de quase 800 bilhões de dólares. Na América Latina, tanto Brasil quanto México se aproximaram, cada qual, do patamar dos 100 bilhões de dólares em reservas em 2007 (MARICHAL, 2016, p. 223-224. Grifado).

Por sua vez, após 2008, os bancos centrais dos países de economias mais fortes passaram a seguir a mesma tendência. Nesse contexto, *Federal Reserve*, o Banco da Inglaterra e o Banco Central Europeu expandiram seus balanços. Na verdade, “expansão de balanços” ou *quantitative easing* seriam formas eufemísticas para se referir à emissão monetária destinada a financiar a adoção de medidas anticíclicas, no contexto da Grande Recessão.⁵⁸

O resultado foi que os bancos centrais em geral expandiram seus balanços e aumentaram seus ativos. A taxa de juros caiu e se gerou moeda, como uma das respostas estatais à crise econômica iniciada em 2008.⁵⁹

⁵⁸ “Para começar, convém esquematizar como se define uma **crise** econômica, pergunta que admite múltiplas respostas. Em princípio, uma explicação ortodoxa indica que se refere a um severo ajuste nas tendências de crescimento de uma economia, o qual pode ser de curta ou de média duração. Se dura mais de um ano e implica queda do Produto Interno Bruto (PIB) de vários pontos percentuais, é frequente que se classifique como uma **recessão**. Se se aprofunda ainda mais, com efeitos realmente devastadores, pode-se considerar que se converteu em uma **depressão**. Ao longo do último século, quase todos os países sofreram múltiplas crises e algumas recessões, porém as depressões costumam ser infrequentes. Qualquer desses desequilíbrios costuma ter uma manifestação local e, adicionalmente, em determinadas circunstâncias, também podem apresentar réplicas em outros mercados e nações, até converter-se em um fenômeno internacional. **Evitar uma depressão global tem sido a meta principal dos dirigentes políticos e dos bancos centrais no período que se seguiu à deflagração da crise em setembro de 2008**” (MARICHAL, 2016, p. 25. Grifado).

⁵⁹ “*Central bank action during the Great Recession can be seen under two dimensions: first, the price, or **interest rate**, dimension; second, the quantity, or **balance sheet**, dimension. The two dimensions ceased, during the crisis, to be one the dual of the other. In fact, **balance sheet management** went well beyond regulating the amount of liquidity the central bank provided to the market to steer the interest rate in the desired position within the interest rate corridor. Balance*

Inclusive o Banco Central do Brasil acentuou o movimento anterior de incremento de reservas internacionais (CARVALHO JUNIOR, 2016; CARVALHO JUNIOR, 2018). A depender da forma e da periodicidade como é apurado o resultado do respectivo banco central, bem como a destinação dos lucros e a cobertura dos prejuízos, tais operações apresentam resultados voláteis que geram impactos relevantes nas finanças públicas, influenciando direta e simultaneamente os indicadores de arrecadação e de endividamento público.

Com efeito, os “eventos de 2008 claramente interrompem uma tendência de separação entre assuntos monetários e fiscais e redefinem o distanciamento entre autoridade fiscal e monetária” (FRANCO, 2017, p. 91). No âmbito do Direito Financeiro, passou a demandar o estabelecimento (ou a revisão) dos marcos jurídicos do relacionamento entre os bancos centrais (responsáveis pela gestão das reservas em moeda estrangeira) e os respectivos tesouros nacionais.⁶⁰

Com aumento dos balanços e, no caso brasileiro, com a elevação das reservas em moeda estrangeira, o resultado do BCB (que deveria ser repassado ao Tesouro Nacional periodicamente) passou a ficar exposto à variação cambial. Nesse sentido, mudança de centavos no valor do dólar poderia impactar patrimônio líquido do BCB, gerando lucros ou prejuízos que chegam a dezenas de bilhões de dólares e acarretando considerável fluxo de recursos, em espécie e sob a forma de títulos da dívida pública, entre BCB e o Tesouro Nacional.

Em razão disso, foi editada a Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008 (convertida na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008), que criou o mecanismo de “equalização cambial”.

sheet management still aimed at influencing interest rate conditions, but in a much more complex way than before the Great Recession. It became the tool through which central banks tried to regain control of the short-term rate, to bring order in the spreads between that rate and more macro-economically relevant interest rates and to further ease monetary policy even when the lower bound had been reached” (PAPADIA; VÄLIMÄK, 2018, p. 126. Grifado).

⁶⁰ *“Governments are, in most cases, the sole shareholders to whom central banks distribute their profits, although for historical reasons some central banks have private shareholders that usually receive predefined dividends. The extent to which current net income is used to build reserves against future losses is, in principle, only a matter of timing of distribution, given that such reserves are also used to smooth the future impact of potential losses and so reduce the need for the government to recapitalize the central bank when losses are incurred. On the other hand, any distribution of profit increases the spending power of the government and also reduces its borrowing costs. Therefore, any loss suffered by the central bank or any retention of profit in reserves or other buffers implies reductions in public revenue or even additional expenses. This situation has occasionally caused the issue of profit distribution to be highly controversial” (BUNEA; KARAKITSOS; MERRIMAN; STUDENER, 2016, p. 04).*

O novo marco legal estabeleceu apuração em separado do resultado das operações com moeda estrangeira, mediante marcação a mercado feita diariamente. Assim como as demais parcelas do resultado do BCB, esse mecanismo determinava a transferência (em dinheiro) dos resultados positivos para o Tesouro Nacional e a cobertura, em favor do BCB, dos resultados negativos (mediante títulos da dívida pública).

A princípio, a equalização cambial seria procedimento unicamente contábil, não afetaria os fluxos financeiros e não acarretaria custos adicionais. No entanto, não foi isso o que a sua execução demonstrou. Com efeito, a equalização cambial e a ausência de reservas de resultados foram objeto de críticas, que indicavam inconstitucionalidades formal (ter sido veiculada por meio de lei complementar) e material (possibilitar financiamento indevido do Tesouro pelo BCB, mediante a transferência de resultados positivos, a impactar os indicadores da dívida pública e sem passar pelo processo orçamentário). Conforme Carvalho Junior (2018):

A conclusão que se pode extrair de toda a explanação acima é a de que a implementação da “operação de equalização cambial” materializou sistemática na qual, de um lado, o BCB transfere Reais para a Conta Única do Tesouro Nacional e, no mesmo semestre e no mesmo montante, o Tesouro Nacional efetua a emissão de títulos públicos ao Banco Central do Brasil.

Ou seja, a situação gerada pela “operação de equalização cambial”, quando comparada com o regime de apuração anterior, pode ser enquadrada como uma espécie de financiamento do BCB ao TN, uma vez que representa, para o Tesouro Nacional, a emissão de um passivo e a obtenção imediata de disponibilidades financeiras junto à autoridade monetária.

Tal espécie de operação – vedada, a meu ver, pelo art. 164 da Constituição da República – gerou, desde o ano de 2008, mais de R\$ 77 bilhões para o Tesouro Nacional (CARVALHO JUNIOR, 2018, p. 37-38).

O tema chegou a ser analisado pelo Tribunal de Contas da União, por meio de relatório de acompanhamento, materializado no Acórdão n. 1.259/2011 (BRASIL, 2011). Na ocasião, a corte entendeu não haver inconstitucionalidade formal, nem irregularidades na interação das políticas fiscal, monetária e cambial, entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

Finalmente, entrou em vigor a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019. Com ela, houve relevante alteração no marco legislativo da relação entre Tesouro Nacional e Banco Central (CONTI, 2019).

Conforme relatório elaborado pela STN sobre o tema, a expectativa é que a nova lei traga mais transparência e ganhos para o gerenciamento da dívida pública e para a política monetária:

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 (BRASIL, 2019a, p. 05. Grifado).

A principal modificação está na alteração do tratamento dos resultados do BCB oriundos das variações (em Real) das reservas em moeda estrangeira e das operações com derivativos de câmbio. Ao invés de repassar semestralmente os resultados positivos ou ter os resultados negativos cobertos pelo Tesouro Nacional, o BCB terá agora uma conta reserva,⁶¹ na qual acumulará as perdas e ganhos em tais operações para a devida compensação ao longo do tempo.

Esse é o panorama jurídico do relacionamento entre Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, de sua criação ao Século XXI.

⁶¹ “Art. 3º A parcela do resultado positivo apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil que corresponder ao resultado financeiro positivo de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, será destinada à constituição de reserva de resultado.”

2 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO NACIONAL: A CONTA ÚNICA DO TESOURO NACIONAL

2.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo aborda o primeiro aspecto do relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional: a Conta Única da União (CTU). Está dividido em duas partes, além desta introdução.

A primeira se inicia com a descrição do impacto do Estado na economia, quando do cumprimento de suas funções alocativa, distributiva e estabilizadora. Busca-se reforçar que, em razão dos valores que movimenta, é necessário haver coordenação na atividade financeira do Estado, quanto ao registro de entradas e de saídas, preferencialmente no menor número possível de contas bancárias.

Após, apresenta-se aspectos conceituais, características e a abrangência do regime de conta única para o gerenciamento de receitas e despesas públicas.

Na segunda parte, trata-se especificamente da Conta Única do Tesouro Nacional, sob a custódia do Banco Central. Apresenta-se seus fundamentos jurídicos e sua evolução normativa, desde sua criação, no ano de 1986 (não obstante a previsão do princípio da unidade de caixa, desde pelo menos a entrada em vigor da Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964).

Após, são expostas a operacionalização dos registros dos fluxos, realizados no âmbito do sistema SIAFI. Aponta-se que, embora a conta seja única, existem divisões e segregação interna dos recursos nela depositados. São apresentados valores, tanto dos saldos, quanto da remuneração que BCB pagou ao Tesouro Nacional, nos últimos anos, pela manutenção dos saldos na Conta Única e a destinação de tais recursos. Constata-se que são valores elevados e que constituem receitas relevantes no orçamento do Tesouro Nacional.

Por fim, aborda-se o Sistema de Pagamentos Brasileiro, gerenciado pelo BCB e que tem o Tesouro Nacional, por meio dos valores movimentados a partir da Conta Única, como o maior individual *player* do sistema bancário brasileiro.

2.2 CONTA ÚNICA (*TREASURY SINGLE ACCOUNT*): DEFINIÇÃO, JUSTIFICATIVA E ABRANGÊNCIA

Considerando o volume de recursos que movimenta, a diversidade das atividades e o alcance de sua atuação, a ação financeira do Estado⁶² exerce relevante impacto nas atividades econômicas de um país (MUSGRAVE, MUSGRAVE, 1989, p. 15-20; STIGLITZ, ROSENGARD, 2015, p. 36).

Mesmo em economias de livre mercado⁶³ o Estado sempre é chamado a atuar (em maior ou menor medida, a depender da evolução das instituições e da conjuntura política, econômica e social) com vistas a dar cumprimento às funções alocativa, distributiva e estabilizadora.⁶⁴ O orçamento público, portanto, deve ser ponto de convergência, o instrumento unificador e mecanismo harmonizador das funções estatais em sentido amplo.⁶⁵ Nesse sentido:

⁶² “A **atividade financeira do Estado** pode definir-se como o conjunto de atos que o Estado pratica visando a **obtenção, a gestão e a aplicação dos recursos financeiros** para atingir **fins considerados socialmente relevantes**. Ela tem, inevitavelmente, uma **dimensão finalista** clara, estruturada, qual seja a de servir a comunidade em termos tais que da utilização dos recursos comuns possa inequivocamente resultar, a todos os níveis, uma tão ampla quanto possível **satisfação das necessidades comuns**, visando a plena e integral realização do homem em comunidade” (CATARINO, 2014, p. 18. Grifado).

⁶³ ***Modern capitalism is a mixed economic system. The larger part of the national output is purchased by private consumers and investor, and the larger part of the product is produced and supplied by private firms. The distribution of income is determined largely by the ownership of factors of production and by their earnings in the market. At the same time, a substantial share of the nation's product goes to satisfy public wants, a substantial part of private income originates in the public budget, and public tax and transfers payments significantly influence the state of private distribution. Moreover, budget policy affects the level of employment and private sector. Thus ours is a mixed system, including a sizable and vitally important sphere of public economy along with the market sector*** (MUSGRAVE, 1959, p. 03. Grifado).

⁶⁴ “Richard Musgrave, one of the great public finance economists of the twentieth century, thought of the government as having three economic branches. (...) Today, we recognize that government activities in all three branches are intertwined and cannot be neatly compartmentalized in the way Musgrave envisaged. Still, his ‘three branches’ provide a convenient way of looking at the myriad of activities in which the government is engaged” (STIGLITZ, ROSENGARD, 2015, p. 18).

⁶⁵ Além das três funções governamentais clássicas, Toshihiro Ihori apresenta uma quarta função, a responsável pela “otimização dinâmica” (*dynamic optimization*) do crescimento econômico. Segundo o autor: “**The attainment of optimal economic growth is also an important objective of government. The market economy does not necessarily achieve optimal growth. This is because private decisions on consumption, saving, and investment do not consider the interest of future generations appropriately. If the current generation only considers its own interest, optimal growth is not realized from the viewpoint of generational equity. Thus, it becomes the government's responsibility to consider the interest of future generations. The dynamic optimization problem of fiscal policy encompasses fiscal deficits, the burden of debt, and the productivity of public investment**” (IHORI, 2017, p. 04. Grifado).

*It is generally agreed among economists that there are **basic responsibilities and functions of government** in a free market economy. These functions are:*

- **The allocation function**
- **The distribution function**
- **The stabilization function**

*We begin with a brief discussion of market failure and its implications for determining which **allocation functions** are appropriate for the public sector through the budget process. The budget process of the federal, state, and local governments is, of course, the vehicle by which allocation policy decisions are established. While market failure analysis may provide guidance regarding which goods and services or “programs” should be provided by the public sector, decisions regarding which goods and services will be provided by government involves policy decisions. The **distribution function** of government has grown both as an absolute and as a relative percentage of the federal budget (...). Policy makers use the expenditure budget, the “tax expenditure” budget, and revenue policy to achieve redistribution policy goals (...). Again, policy decisions will dictate the nature and level of redistribution expenditures in public budgets. The final function of government, in a free market economy, is the **stabilization function** or the achievement of defined macroeconomic goals through budget policy including both expenditure and revenue initiatives (HACKBART, RAMSEY, 2002, p. 174. Grifado).*

Como dito, a atuação estatal deve se concretizar por meio do planejamento e da execução dos orçamentos públicos, cuja concepção está em constante evolução. Saiu-se de uma ideia de “lei em sentido formal” ou “ato administrativo sob a forma de lei”, a veicular meras planilhas, projeções e autorizações condicionadas⁶⁶ para o reconhecimento da natureza de lei em todos os seus efeitos, não obstante suas peculiaridades.

Atualmente, embora não de modo pleno, reconhece-se que a lei orçamentária é lei, deve ser vinculante (DUARTE, 2007; MENDONÇA, 2010) e concretiza o planejamento governamental. Trata-se, pois, do instrumento

⁶⁶ *“Vista así las cosas, es de meridiana claridade que el Presupuesto no contiene, por lo regular, principios jurídicos y que, por tanto, no es una ley en sentido material de la palabra. El Presupuesto es una cuenta y, por cierto, una cuenta que no se refiere a gastos e ingresos ya realizados, sino a los gastos e ingresos que se esperan en el futuro, constituyendo por tanto lo que se llama una estimación previa. Tiene su correspondencia plena con la cuenta que se ha de presentar anualmente, una vez concluido el ejercicio anual administrativo, sobre los ingresos y gastos efectivos. Una cuenta, sin embargo, no continentes reglas – y mucho menos reglas de Derecho –, sino hechos; una cuenta registra, por medios de breves indicaciones, los gastos y ingresos ya producidos o los que son de prever. Por lo general, el Presupuesto no fundamenta la obligación jurídica para obtener ingresos o realizar gastos, sino que, más bien, la presupone y se limita a recoger sus resultados financieros” (LABAND, 2012, p. 28).*

normativo “materialmente mais importante do ordenamento jurídico após a Constituição” (CONTI, 2017, 40). Em suma:

Uma evolução que o fez passar de um documento estático, que previa apenas receitas e autorizava despesas, em sua concepção tradicional, para ser um instrumento de gestão de planejamento. Deixa de ter prioritariamente essa função de instrumento de controle das despesas, que motivou sua criação, para ser uma ferramenta por meio do qual o Estado passa a conduzir-se, direcionando sua ação e a dos demais agentes econômicos. (...) Atualmente, não há como deixar de reconhecer ser o planejamento a função por excelência dos orçamentos públicos, que não podem mais ser vistos de forma isolada, apenas como sinônimos da Lei Orçamentária Anual. Esta passa a se contextualizar em um sistema mais amplo de planejamento governamental, mais especificamente no que ora denominamos planejamento orçamentário da Administração Pública, que, no Brasil, abrange as demais leis de natureza orçamentárias já citadas, Plano Plurianual e a Lei de Diretrizes Orçamentárias (CONTI, 2017, p. 40;44).

Com efeito, o conteúdo e o modo como a despesa pública é realizada interagem diretamente com os indicadores macroeconômicos, como juros, moeda, emprego e preços (GAYER, ROSEN, 2008, p. 02). Principalmente, em razão dos efeitos (externalidades) dos mecanismos utilizados para atingir as finalidades públicas: tributação, despesa pública, renúncia de receitas, política monetária e dívida pública.⁶⁷

Pode-se afirmar que a ação estatal funciona como motor das atividades produtivas, principalmente nos momentos de desaceleração da economia, mesmo que, conforme conhecido exemplo de matriz keynesiana, seja para construir pirâmides e catedrais, cavar buracos no chão ou financiar esforços de guerra.⁶⁸

⁶⁷ “*In the United States economy of today, over 20 percent of GNP is purchased by government; total government expenditures including transfers equal 35 percent thereof and tax revenue absorbs over 30 percent of GNP. Though sizable, this government participation falls short of that other developed economies, especially those in the Western Europe, where the governmental share of economic activity is frequently over 50 percent. **Beyond the budgetary function, public policy influences the course of economic activity through monetary, regulatory, and others devices*** (MUSGRAVE, MUSGRAVE, 1989, p. 03-04. Grifado).

⁶⁸ “**A construção de pirâmides, os terremotos e até as guerras podem contribuir para aumentar a riqueza, se a educação dos nossos estadistas nos princípios da economia clássica for um empecilho a uma solução melhor.** É curioso ver como o bom senso popular, em seus esforços para fugir a conclusões absurdas, pôde chegar a preferir as formas e gastos de empréstimos totalmente “inúteis” às que apenas o são parcialmente, e que, por não serem completamente desprovidas de utilidade, tendem a ser julgadas à luz de princípios estritamente “econômicos”. Por exemplo, o auxílio aos desempregados, financiado por empréstimo, é mais facilmente aceito que financiamento de melhorias a um custo inferior à taxa de juros corrente, e a

O Poder Público movimenta a cadeia de produção, circulação e consumo e, com isso, promove a geração e o fluxo de riqueza. Sem os impulsos necessários, haveria a chamada preferência pela liquidez,⁶⁹ principalmente em momentos de desaceleração econômica (KEYNES, 1996, p. 144-146).

Portanto, o gasto governamental, ao dar cumprimento às suas funções, detém a capacidade de influenciar e dirigir comportamentos. Seja de modo direto, por meio da expansão da despesa pública (via tributação e endividamento); seja de modo indireto, como no caso das atividades de fomento, ainda que por renúncia de receitas (gasto tributário) ou pela redução das taxas de juros (os quais atualmente atingem percentuais negativos em inúmeros países com economia avançada)⁷⁰ ou mesmo com a expansão da base monetária (*QE - Quantitative Easing* ou *Balance Sheet Management*),⁷¹ por meio do que ficou

solução de abrir buracos no chão, conhecida pelo nome de mineração de ouro, que não acrescenta nada à riqueza real do mundo e ainda supõe a desutilidade do trabalho, é a mais aceitável de todas. **Se o Tesouro se dispusesse a encher garrafas usadas com papel moeda, as enterrasse a uma profundidade conveniente em minas de carvão abandonadas que logo fossem cobertas com o lixo da cidade e deixasse à iniciativa privada, de acordo com os bem experimentados princípios do *laissez-faire*, a tarefa de desenterrar novamente as notas (naturalmente obtendo o direito de fazê-lo por meio de concessões sobre o terreno onde estão enterradas as notas), o desemprego poderia desaparecer e, com a ajuda das repercussões, é provável que a renda real da comunidade, bem como a sua riqueza em capital, fossem sensivelmente mais altas do que, na realidade, o são.** Claro está que seria mais ajuizado construir casas ou algo semelhante; mas se tanto se opõem dificuldades políticas e práticas, o recurso citado não deixa de ser preferível a nada (KEYNES, 1996, p. 144-145. Grifado).

⁶⁹ “Uma das maiores contribuições teóricas de Keynes foi compreender o capitalismo como uma economia de ativos, na qual a decisão de alocação de portfólio dos agentes é a variável-chave para a determinação do nível de renda e da dinâmica da acumulação de uma economia. Trata-se de uma decisão intrinsecamente incerta, dependente em grande parte de projeções – as chamadas expectativas condicionais. É justamente quando aumentam as incertezas e se rompem as convenções que se eleva a **preferência pela liquidez** dos agentes. **Em momentos de crise, os agentes passam a buscar cada vez mais formas líquidas de manter seus ativos, em detrimento da formação de capital fixo que de fato alimenta a demanda efetiva**” (AFONSO, 2012, p. 24-25. Grifado).

⁷⁰ “The issue first came to the forefront of debate during the Great Depression. Allowing for technical differences in money markets at the time, policy rates hit the moral equivalent of zero in the early 1930s and stayed there throughout the Depression and into World War II. The zero bound became an issue again in Japan in the 1990s, and it certainly influenced US policy after the bursting of the late 1990s tech bubble, with the Fed eventually stopping cuts after its policy interest rate hit 1% in 2001. And it has now again become an issue around the world since 2008” (ROGOFF, 2016, p. 122)

⁷¹ “Central bank action during the Great Recession can be seen under two dimensions: first, the price, or interest rate, dimension; second, the quantity, or balance sheet, dimension. The two dimensions ceased, during the crisis, to be one the dual of the other. In fact, balance sheet management went well beyond regulating the amount of liquidity the central bank provided to the market to steer the interest rate in the desired position within the interest rate corridor. Balance sheet management still aimed at influencing interest rate conditions, but in a much more complex way than before the Great Recession. It became the tool through which central banks tried to regain control of the short-term rate, to bring order in the spreads between that rate and more macro-economically relevant interest rates and to further ease monetary policy even when the lower bound had been reached. In effect, balance sheet management, or balance sheet policy in

conhecido como política monetária não-convencional (CONTI-BROWN, 2016, p. 139-145), que foi incorporada no conjunto de ferramentas utilizadas usualmente pelos bancos centrais em situações de crise (PAPADIA, VÄLIMÄKI, 2018, p. 126).

Por outro lado, em momentos de pressão inflacionária, os governos são chamados (geralmente por orientação de organismos internacionais) a diminuir o tamanho dos orçamentos, reduzir os déficits,⁷² conter a despesa pública primária, mediante redução de aquisições, redução da oferta de serviços públicos disponibilizados à população, assim como implementar medidas restritivas de política monetária. Convencionou-se chamar esse conjunto de políticas de austeridade fiscal (AVELÃS NUNES, 2016, p. 193-210; PIKKETY, 2014).

Em situações de graves crises econômicas, os governos são chamados a atuar diretamente (normalmente com aportes de recursos públicos) para tentar evitar ou diminuir os efeitos de recessões e depressões econômicas. Ainda que isso implique em risco moral (*moral hazard*), em face do resgate de empresas e instituições financeiras protagonistas das crises, os orçamentos públicos foram e continuam a ser acionados para custear medidas anticíclicas, como no caso do período imediatamente posterior à crise financeira de 2007/2008.⁷³

A propósito da Grande Depressão dos anos 1930, o *Federal Reserve* dos Estados Unidos recebeu críticas ao longo das décadas seguintes por não ter atuado mais ativamente com emissão de dinheiro para o sistema bancário, com

Woodford's (2012a) terminology, was added during the crisis to the tools available to the central bank. Friedman and Kuttner (2011) even argue that balance sheet management will permanently remain an additional tool in the panoply of the central bank" (PAPADIA, VÄLIMÄKI, 2018, p. 126).

⁷² "Com o começo da Grande Recessão, a receita do Estado caiu, e o déficit e a dívida aumentaram. Cedo se ouviu um clamor nos Estados Unidos e na Europa para que os défices fossem controlados o mais cedo possível, habitualmente com cortes drásticos na despesa, através de programas referidos como de austeridade" (STIGLITZ, 2016, p. 290).

⁷³ **"We helped shape the American and international response to a conflagration that choked off global credit, ravaged global finance, and plunged the American economy into the most damaging recession since the breadlines and shantytowns of the 1930s.** Along with ours colleagues at the FED, Treasury, and other agencies, we fought the fire with an extraordinary barrage of emergency interventions, escalating from conventional and the unconventional loans to government rescues of major firms and government backstops for vital credit markets. When the fire kept raging, we persuaded Congress to give us even more powerful tools to fight it, including the authority to inject hundreds of billions of dollars of capital directly into private financial institutions. Working alongside an outstanding group of dedicated public officials in the United States and around the world, we eventually helped stabilize the financial system before frozen credit channels and collapsing asset values could drag the broader economy into a second Depression. **Even so, the economy suffered a major downturn, and unprecedented monetary and fiscal stimulus would be needed to help jump-start the recovery"** (BERNANKE, GEITHNER, PAULSON JUNIOR, 2019, p. 01-02. Grifado).

vistas a sanar a crise de liquidez e estabilizar o colapso monetário (AHAMED, 2010; IRWIN, 2014). Nesse sentido é a crítica de Friedman e Schwartz (1963):

The monetary collapsed, but it clearly need not have done so. The actions required to prevent monetary collapse did not call for a level of knowledge of the operation of the banking system or of the workings of monetary forces or economics fluctuations which was developed only later and was not available to Reserve System. On the contrary, as we have pointed earlier, pursuit of the policies outlined by the System itself in the 1920's, or for that matter by Bagehot in 1873, would have prevented the catastrophe (FRIEDMAN, SCHWARTZ, 1963, p. 408. Grifado).

Mesmo em países cujos governos historicamente apresentam-se refratários à presença do Estado na Economia, o orçamento público tem peso determinante nos indicadores de riqueza e produção do país, como é o caso das despesas militares.

Nesse contexto, Stiglitz (2016, p. 292) afirma que, como resposta às crises dos anos 1990 e 2000, o governo dos Estados Unidos da América, de um lado, reduziu impostos e, de outro, aumentou as despesas com as guerras do Afeganistão e do Iraque, fatos que incrementaram o déficit governamental e impactaram a dívida pública daquele país. Em análise mais ampla, Hunt e Lautzenheiser (2013, p. 408) referem-se a tais gastos como concretização de um “keyesianismo militar”, em razão da dimensão dos valores movimentados com as forças armadas desde a Segunda Guerra Mundial, incluindo as despesas realizadas durante a Guerra Fria e após os anos de 1990.⁷⁴

No Brasil, não é diferente: o impacto da atividade financeira estatal sobre a economia é igualmente relevante. Para exemplificar, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, que agrega todas as riquezas produzidas no país no período, teve o

⁷⁴ Os autores sustentam que, embora as intervenções estatais tenham reerguido as economias da Europa e dos Estados Unidos após a Grande Depressão da década de 1930, tais opções deixaram um legado de crises permanentes: 1) aumento da despesa pública com finalidades militares e 2) a expansão do endividamento. Com efeito: “Quando se enxerga além das estatísticas do PNB e do emprego, percebe-se que as políticas keynesianas só diminuíram uma forma de crise capitalista para gerar duas novas formas, ou seja, uma **mudança estrutural na direção de uma economia militar**, ou de guerra permanente, e a **criação de uma estrutura precária de endividamento**, sobre a qual se assenta toda a economia, criando, ainda, a possibilidade de um colapso econômico ainda maior e mais grave que o da década de 1930” (HUNT, LAUTZENHEISER, 2013, p. 365. Grifado).

valor estimado de aproximadamente R\$ 8 trilhões para o ano de 2020.⁷⁵ Por sua vez, a previsão orçamentária da União para o mesmo ano é de quase R\$ 4 trilhões.⁷⁶ Desse modo, é intuitiva a percepção de que a ação estatal é determinante para os agregados macroeconômicos brasileiros, como inflação, desemprego, câmbio e taxa de juros.

Sob esse aspecto, a maneira como é feito a guarda e o gerenciamento das disponibilidades de caixa governamentais (*cash management*), por si, é importante para a boa condução da economia e contribui (ou não) para o sucesso da política fiscal e da política monetária.

Assim, a centralização das receitas e despesas é item relevante no relacionamento entre o BCB e o Tesouro Nacional. A seguir, serão apresentadas a definição, justificativa, características, abrangência, evolução normativa e a execução do modelo de conta única adotado no Direito Financeiro brasileiro.

2.2.1 Definição e características

Conforme PATTANAYAK e FAINBOIM (2010), o mecanismo de conta única (*TSA - Treasury Single Account*) pode ser assim definido:

A TSA is a unified structure of government bank accounts that gives a consolidated view of government cash resources. Based on the principle of unity of cash and the unity of treasury, a TSA is a bank account or a set of linked accounts through which the government transacts all its receipts and payments. The principle of unity follows from the fungibility of all cash irrespective of its end use. While it is necessary to distinguish individual cash transactions for control and reporting purposes, this purpose is achieved through the accounting system and not by holding/depositing cash in transaction specific bank accounts. This enables the treasury to delink management of cash from control at a transaction level (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 5. Grifado).

⁷⁵ Conforme Anexo IV.1 (Anexo de Metas Fiscais Anuais) do projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias da União para 2020. Disponível em: <http://www.economia.gov.br/arquivos/anexo-iv-1-metas-fiscais-anuais.pdf>. Acesso em 30.09.2019.

⁷⁶ Conforme art. 1º, do projeto de Lei Orçamentária da União para 2020. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Projetos/PLN/2019/msg395-agosto2019.htm. Acesso em 30.09.2019.

O trecho acima indica, em um único parágrafo, a natureza, o fundamento, os mecanismos de atuação e as vantagens da adoção do modelo de conta única.

Por sua natureza, trata-se de estrutura jurídico-contábil sob a forma de conta bancária unificada (normalmente estabelecida e regulada pelas leis de um país⁷⁷ e não apenas por meio de contrato entre o governo e as instituições financeiras). Tal modelo, por sua essência, visa ao gerenciamento global do fluxo de caixa governamental (*cash management*⁷⁸). Permite com isso, a obtenção de informações mais precisas e mais ágeis, por meio da obtenção de dados consolidados acerca das transações realizadas pelo Poder Público.

A adoção do regime de *TSA* tem por fundamento o princípio contábil da unidade de caixa ou de tesouraria, segundo o qual todas as receitas e todas as despesas devem estar reunidas em uma única conta (“caixa”). Como dito, a finalidade é possibilitar a obtenção, de modo mais ágil e fidedigno possível, de informações detalhadas e globais sobre todas as operações realizadas.

Embora possa parecer paradoxal, no que tange ao mecanismo de atuação, o mais relevante não é a existência de uma única conta bancária sem qualquer subdivisão ou segregação; o que realmente caracteriza um regime de *TSA* é a possibilidade de integração entre eventuais subcontas à conta principal e o acesso imediato a todas as transações de receitas e de despesas.

É possível que a *TSA* venha a ser operacionalizada por meio de um conjunto de contas (ou subcontas) interligadas entre si (*set of linked accounts*). No caso, o peso maior deve ser dado à interconexão das subcontas, à abrangência do sistema e ao efetivo registro unificado de informações sobre as atividades do Tesouro.⁷⁹ O fato de a conta única e subcontas estarem sob a custódia do Banco Central, como no caso brasileiro, é questão que importa mais à execução da

⁷⁷ “Establishing a *TSA* usually requires a legal basis to ensure its robustness and stability. Being legally recognized is thus a precondition that is particularly important in those countries where the “presumed” autonomy of some institutions is an obstacle to the implementation of a *TSA*” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 6).

⁷⁸ “Cash management is the process of administering monies to ensure that they are available over time to meet expenditure needs and that, when temporarily not needed, they are invested at a minimum risk and a maximum yield. Cash management involves both short and long-term investments. The latter are used mainly in the case of pension funds that try to build up reserves for future years when employees retire” (LEE JUNIOR, JOHNSON, JOYCE, 2013, p. 359).

⁷⁹ “The *TSA* structure can contain ledger sub-accounts in a single banking institution (not necessarily a central bank), and can accommodate external zero-balance accounts (ZBAs) in a number of commercial banks” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 5).

política monetária do que, propriamente, ao gerenciamento das receitas e despesas públicas.

Em verdade, questões de ordem prática, de controle de operações e mesmo de transparência de dados demandam algum nível de segregação de contas bancárias.⁸⁰ Com efeito, dificilmente algum país de economia um pouco mais complexa teria condições de manter todas as movimentações financeiras do Tesouro Público em uma única planilha de entradas e saídas. É o caso brasileiro, por exemplo, em que, não obstante o regime de caixa e de conta única tenham previsão legal, a própria Conta Única da União, sob custódia do Banco Central, apresenta três subdivisões: as subcontas “Tesouro Nacional”, “Dívida Pública” e “INSS” (BRASIL, 2019, p. 21). No entanto, todas as três subcontas estão interligadas e possibilitam a geração de informações consolidadas sobre os fluxos e os estoques do caixa governamental.

Por fim, a definição acima traz a descrição da principal vantagem (em termos de transparência e de coleta de informações) da adoção do mecanismo de conta única: a possibilidade de reunir todos os dados a partir de uma única fonte, utilizando-se o próprio sistema unificado. Tal procedimento afasta a necessidade de se conferir, com todas as dificuldades, cada uma das operações realizadas em contas dispersas e sem interligação. Com isso, o Tesouro não necessita realizar o controle de caixa ao nível de cada operação de entrada e saída (*transaction level*). Em suma, com a implantação do sistema unificado, há:

- [1] eliminação do volume de depósitos correntes para fins transacionais, muitas vezes sem remuneração, em nome de órgãos governamentais em múltiplas contas;
- [2] eliminação da necessidade de manutenção de depósitos para movimentações entre órgãos governamentais;
- [3] mitigação do risco de crédito e operacional oriundo de bancos comerciais privados, uma vez que a exposição do governo a essas instituições fica limitado (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 119).

⁸⁰ “***Delineating the boundary of a TSA is an important issue, and needs to be carefully considered in light of each country’s institutional and legal/regulatory framework. In defined circumstances, there could be a case for maintaining some bank accounts that cannot be fully integrated into the TSA. For example, there are situations where geographical factors or the non-availability of banking facilities preclude the use of a TSA***” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 9. Grifado).

Desse modo, tal modelo de operação possui vantagens, pois possibilita melhor gerenciamento das disponibilidades financeiras, financiamento das despesas estatais ao menor custo possível, bem como melhor acompanhamento do fluxo de liquidez na economia, por parte das autoridades monetárias.⁸¹

O mecanismo de *TSA* deve apresentar pelo menos três características: 1) a efetiva unificação das contas bancárias, 2) a ampla abrangência quanto às unidades orçamentárias (*spending unities*) e 3) o caráter compreensivo, no que tange à totalidade de receitas e despesas governamentais, incluindo as orçamentárias, extra-orçamentárias e fundos diversos) (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 05; WILLIAMS, 2013, p. 360).

2.2.2 Justificativa para a adoção do modelo de conta única

A adoção do modelo de conta única (*Treasury Single Account - TSA*) tem respaldo em uma justificativa mais ampla e em um conjunto de motivações específicas.

O fundamento amplo está no reconhecimento de que a unificação do fluxo de caixa governamental em uma única conta, de um lado, possibilita visibilidade, controle e transparência para as finanças públicas e, de outro, elimina os efeitos da existência de saldos ociosos nas contas bancárias separadas. Note-se:

⁸¹ No sentido de que, se as disponibilidades do Tesouro estivessem depositadas em bancos comerciais, poderia haver melhor controle da liquidez na economia: “O problema decorrente da concentração dos depósitos do Tesouro no Banco Central, assim, não é de controle da Base no médio-longo prazo, mas sim da dificuldade de balizamento da evolução diária do agregado, e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes” (CYSNE, 1990, p. 02).

No mesmo sentido: “A centralização da conta única do Tesouro Nacional no Banco Central constitui significativo avanço institucional das finanças públicas. Além disso, a partir de maio de 1990 tem-se alcançado inequívoco aperfeiçoamento na execução da política monetária, em função principalmente do fim da ‘zeragem automática’ e do relançamento da LTN. Entretanto, a manutenção exclusiva das disponibilidades do Tesouro no Bacen apresenta algumas repercussões negativas na condução de operações de mercado aberto. O problema não seria de descontrole da base monetária a médio ou longo prazo, mas sim de dificuldades de balizamento diário desse agregado e das conseqüentes oscilações bruscas de taxas de juros de mercado. **Nesse sentido, propõe-se a disseminação da conta única do Tesouro também em bancos comerciais, de modo que o Tesouro, adicionalmente aos recursos estáveis mantidos no Banco Central, teria contas na rede de bancos comerciais, públicos ou privados, que exerceriam todas as tarefas pertinentes à arrecadação fiscal e pagamento de despesas governamentais**” (OGASAVARA, 1991, p. 287. Grifado).

Any cash held by spending agencies in the banking system overnight represents an opportunity cost and, from the treasury's perspective, a loss of visibility and control. The solution has been to aggregate all government cash balances in an account or set of linked accounts – termed the treasury single account (TSA). The TSA is a unified structure of government bank accounts that gives a consolidated view of government cash resources (WILLIAMS, 2013, p. 359-360. Grifado).

Em termos gerais, além de dificultar a transparência e o controle, a existência de saldos ociosos representa um triplo custo para o Tesouro, pois gera: 1) perda de receitas financeiras; 2) aumento do custo do financiamento das atividades, já que, ao lado de saldos ociosos, poderá haver contas deficitárias, cujo financiamento demandará emissão de dívida e 3) necessidade de controle de mais uma variável em termos de política monetária, visto que os saldos são “ociosos” para o Tesouro, mas não para o sistema bancário, o qual poderá coloca-los “em circulação” e, em face do efeito multiplicador, impactar o controle inflacionário (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 04; LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 129).

A adoção da conta única corrige tais efeitos:

Establishing a unified structure of government bank accounts via a treasury single account (TSA) will solve these problems, improving cash management and control. It should, therefore, receive priority in any public financial management (PFM) reform agenda. A TSA also facilitates better fiscal and monetary policy coordination as well as better reconciliation of fiscal and banking data, which in turn improves the quality of fiscal information. Finally, the establishment of an effective TSA significantly reduces the debt servicing costs (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 04. Grifado).

Ressalte-se que a adoção do modelo de conta única não restringe a autonomia dos órgãos e entidades administrativas que ordenam despesa. Tal afirmação respalda-se no fato de que a conta única é uma das modalidades possíveis de gerenciamento do caixa governamental. Assim, constitui mecanismo de cunho formal (operacional) e não interfere no mérito da execução das despesas previamente previstas na lei orçamentária. Sendo assim, as decisões políticas materializadas nas despesas autorizadas estão sempre previamente estabelecidas na lei de meios, independentemente de sua execução ocorrer em

contas mantidas em bancos comerciais ou em uma conta única sob custódia do Banco Central (TER-MINASSIAN, MARTÍNEZ-MENDEZ, PARENTE, 1995, p. 06).

Ademais, em razão de suas vantagens, reconhece-se que a adoção da TSA é uma das boas práticas internacionais relativamente à condução das finanças públicas de um país.⁸² Recentemente, em meio a uma série de reformas estruturais, a República da Nigéria implantou o regime de conta única. Kanu (2016) apresenta um relato ilustrativo dos efeitos e das vantagens da centralização das contas bancárias governamentais. Note-se:

*Since 1952, banks in Nigeria have experienced several reforms and policies. Many banks did not survive these experiences. The economic status of any nation depends on how stable their banking industry is. In other words, any issue that affects banks also has an impact on the economy of the nation. **Until the introduction of TSA in Nigeria, MDA's which generate revenue, have the multiplicity of accounts in commercial banks, use part of the revenue generated to fund their operations and then remit the surplus to the federation account.** As a result, agencies pay into government account what they deem fit. Under this situation, some ministries became richer than a government. **The result of this situation includes leakages of funds, embezzlement of public funds, the inability of a government to know the exact amount in its account. Budgets were therefore prepared using false projection leading to poor implementation. However, the greatest beneficiaries of this situation were the banks that relied on the deposits from the ministries (public money) and government borrowings from banks with high- interest rate.** Above all, banks no longer care to mobilize money from other sectors of the economy. The balances of account of the government with the banks lay idle in the banks. All these stunted the growth of the economy. **The above background resulted in the recent demand by the Presidency that all agencies and ministries should close their accounts with Commercial banks and transfer the balances into federation account with Central Bank of Nigeria** (KANU, 2016, p. 43-44. Grifado).*

Em razão do montante e do fluxo de recursos movimentados pelo Tesouro, a centralização das operações em uma única conta permite a obtenção de

⁸² *“Transparency requires routine (normally on a monthly basis) reconciliation of bank statements with government accounting data. For transparency, the minister of finance should have sole authority to open or close bank accounts so that all accounts are documented, and no transactions take place outside the purview of the ministry of finance. **A treasury single bank account, supported by a treasury general ledger, is considered best practice because any bank accounts outside the single accounts are swept on a daily basis**” (IMF, 2007, p. 55, Grifado).*

vantagens inerentes à economia de escala e a redução dos custos de transação (TER-MINASSIAN, MARTÍNEZ-MENDEZ, PARENTE, 1995, p. 05).

De um lado, há diminuição de despesas financeiras normalmente cobradas por transações bancárias comuns; na verdade, mais do que diminuição de despesas, o Tesouro passa a ser credor dos serviços bancários, ao receber receitas decorrentes da remuneração dos saldos eventualmente ociosos.⁸³ De outro lado, há ganhos indiretos, os quais seriam menores (para não dizer inexistentes) dentro de uma estrutura bancária descentralizada. É o caso da redução do atraso no recebimento das receitas (tributos e outros ingressos, coletados pelo sistema financeiro) e no pagamento aos credores do governo (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 04).

A adoção do modelo de conta única facilita a conciliação entre os dados bancários e a execução orçamentária, para fins de registro, auditoria e controle. Por “conciliação bancária”,⁸⁴ entende-se a verificação dos lançamentos e registros contábeis com o extrato da Conta Única. Segundo as normas que regem o SIAFI, essa conferência deve ser feita diariamente (BRASIL, 1996, p. 109).

Embora as vantagens da unificação possam parecer bem intuitivas, a passagem abaixo traz o panorama da execução orçamentária antes da implantação do regime de conta única no Brasil em 1986:

Para cada centavo que se paga [pagava] a terceiros no governo, três centavos transitam [transitavam] internamente. O dinheiro sai [saía] da STN, vai [ia] para o ministério responsável e, então, é [era] envidado à unidade que fará [faria] o pagamento por meio de uma ordem bancária. **A Conta Única serviu para eliminar esse passeio do dinheiro, que acabava dormindo nas contas e dando prejuízo ao Tesouro.** Todas as movimentações passaram a ser eletrônicas.

A estimativa existente antes dessa unificação era de que havia 3,7 mil contas bancárias do governo. Verificou-se, na realidade, que eram cerca de 12 mil. Não se sabia ao certo também o número de gestores que movimentavam essas contas. O cálculo era da ordem de 1,8 mil. Aferiu-se, posteriormente, que eram mais de 4 mil.

⁸³ “Reducing the number of bank accounts results in lower administrative cost for the government for maintaining these accounts, including the cost associated with bank reconciliation, and reduced banking fees” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 07).

⁸⁴ Conforme o Manual do SIAFI: “A conciliação bancária da CONTA ÚNICA do Tesouro Nacional, de responsabilidade da CCONT/STN, consiste na compatibilização diária, em nível global, dos lançamentos contábeis efetuados no Sistema com a movimentação ocorrida no Sistema de Informações do Banco Central - SISBACEN, que fornece Extrato de Depósito do Governo Federal - Conta única – STN” (BRASIL, 1996, p. 109).

Embora a implantação tenha sido gradativa, a estratégia para obrigar todos a utilizar o sistema foi encerrar milhares de contas bancárias existentes e centralizá-las em apenas uma, que só poderia ser movimentada a partir do SIAFI.

Mesmo nos períodos de alta inflação, mantinham-se elevados saldos médios parados nessas diversas contas, em prejuízo do contribuinte. **Pouco antes dessa centralização, o saldo médio diário era da ordem de Us\$ 4 milhões.** A simples eliminação desses saldos médios pagou a instalação do sistema (FERREIRA, 2016, p. 104. Grifado).

Como é possível inferir, a conciliação bancária entre os dados de uma única conta é mais ágil e mais confiável do que a verificação de informações de milhares de extratos bancários. Nesse sentido, *“a TSA system helps consolidate government cash balances, gives the ministry of finance/treasury oversight of all government cash flows, and brings improvements in budget control and monitoring”* (PATTANAYAK, FAIBOIM, 2011, p. 02).

A principal função da atividade de tesouraria é assegurar o provimento de recursos orçamentário em um fluxo tempestivo e previsível e, com isso, promover o financiamento das atividades estatais ao menor custo possível. O regime de conta única permite a canalização de todos os saldos ociosos para um único local e isso permite a utilização das disponibilidades para o cumprimento de obrigações cujo vencimento é menor.

Em um sistema com diversas contas bancárias, é comum ocorrer a seguinte situação: a existência de valores disponíveis em um grupo de contas, à espera do vencimento ou mesmo da liquidação das obrigações; e, ao mesmo tempo, a existência de obrigações, cujo pagamento está a cargo de contas momentaneamente deficitárias ou com saldo insuficiente para o pagamento. O resultado é o atraso no pagamento (com o pagamento de juros e multas) ou o recurso ao endividamento, sob o custo de juros, para cumprimento de obrigações vencidas. De qualquer modo, a adoção do regime de conta única diminui a possibilidade de ocorrer esse descasamento entre disponibilidade financeira e o vencimento de despesas. Com isso, traz a vantagem de diminuir a necessidade e a quantidade de reservas de contingência para fazer frente a despesas imprevistas ou imprevisíveis.⁸⁵

⁸⁵ *“A better cash plan will allow the treasury to hold smaller cash buffers to insure against an unexpected shortage of cash”* (PESSOA, WILLIAMS, 2012, p. 08-09).

O gerenciamento de caixa em conta única possibilita uma melhor coordenação entre as políticas monetária e fiscal. A existência de multiplicidade de contas com recursos ociosos possibilita que os bancos utilizem tais recursos em suas atividades finalísticas. Com efeito, tais recursos não ficam ociosos para os bancos e, em face de seu efeito multiplicador, cria-se moeda e a base monetária é expandida por meio do crédito. Diante da necessidade de reduzir a liquidez com operações de mercado aberto, a existência de contas ociosas pode impactar os custos da política monetária, seja pelo aumento da taxa básica de juros, seja pelo aumento da dívida pública.⁸⁶

De modo geral, a efetivação do regime de conta única diminui as oscilações do fluxo de caixa do governo, pois possibilita uma melhor previsão de receitas e programação das despesas. No médio e longo prazos, possibilita um ambiente mais estável para a execução da política monetária, pois os impactos da ação do Tesouro por meio de recebimentos (diminuição da liquidez) e dos pagamentos (aumento da liquidez) tornam-se mais previsíveis e controláveis e, nesse sentido, melhora o trabalho do banco central (PESSOA, WILLIAMS, 2012, p. 08).

Ademais, a adoção do modelo de conta única gera forte impacto no sistema bancário. Com efeito, com a centralização dos depósitos do Tesouro no Banco Central, os bancos comerciais deixam de ter, em um primeiro momento, uma relevante e barata fonte de recursos.⁸⁷ Valores que transitam (muitas vezes ficam ociosos) em seus balanços, muitas vezes sem a remuneração compatível com os valores de mercado ou então em situações em que não havia remuneração alguma. Tal situação acentua-se principalmente em ambientes econômicos inflacionários, em que a ociosidade de depósitos bancários (mantidos sem a remuneração ou correção devidas) pode gerar perdas relevantes para os depositantes.

Nesse sentido, como o Tesouro mantém seus saldos em bancos comerciais sem receber remuneração em patamar equivalente a qualquer outro cliente bancário, está-se diante de um verdadeiro subsídio governamental ao setor

⁸⁶ *“Initially, as the TSA develops and cash is repatriated from MDAs’ balances in commercial banks to the TSA, liquidity will move away from the banking system. This is often helpful to the central bank, since the drain of liquidity will improve its ability to control domestic monetary conditions over this period”* (PESSOA, WILLIAMS, 2012, p. 08).

⁸⁷ *“As a matter of fact, commercial banks stand to lose immensely from the implementation of Treasury Single Account. This cause insufficiency of available cash in the banking system, resulting in a surge in money market rates during the period as banks source for funds to cover their poor liquidity positions”* (KANU, 2016, p. 46).

financeiro. Um subsídio implícito, o qual é eliminado com a implementação da conta única (PESSOA, WILLIAMS, 2012, p. 08).

Muito embora a adoção de conta única esteja entre as boas práticas recomendadas por entidades financeiras internacionais e esteja presente na grande maioria dos países de economia avançada, existem argumentos contrários ao modelo centralizado de gestão do caixa do Tesouro.

A exigência constitucional do Tesouro só ter conta no BC causa sérios problemas de controle monetário. Dado o grande tamanho das operações conduzidas pelo Tesouro, estas causam grandes impactos diretamente sobre a base monetária. Caso o Tesouro fosse obrigado a manter contas fora do BC (não importa aqui se em bancos públicos ou privados, o importante é que seja fora do BC) tais impactos sobre a base monetária não ocorreriam (GARCIA, 1994, p. 18).

O principal e mais mencionado aspecto diz respeito ao controle da liquidez na economia. Afirma-se que se o caixa do Tesouro estivesse pulverizado no sistema bancário, os pagamentos e os recebimentos governamentais gerariam impacto reduzido no aumento ou diminuição da liquidez, cujo acompanhamento e controle é realizado por meio de operações de mercado aberto ou pelo aumento (ou diminuição) de depósitos compulsórios, ambos a cargo do Banco Central.

A razão da crítica está no fato de que o próprio sistema bancário compensaria por si a flutuação do volume de dinheiro na economia, ocorrida em razão da atuação do Tesouro.⁸⁸ Conseqüentemente, reduzir-se-ia o custo fiscal da política monetária. Nesse sentido, cita-se o caso dos Estados Unidos da América (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 133), em que o Tesouro daquele país deposita uma parte de suas disponibilidades na rede do *Federal Reserve* e outra parte no sistema bancário comercial.⁸⁹ Note-se:

A centralização da conta do Tesouro Nacional, apesar de configurar enorme avanço no esquema institucional e operacional das finanças públicas, apresenta algumas inconveniências. **O**

⁸⁸ “O crédito num banco seria o crédito em outro banco, facilitando muito o controle do BC sobre a base monetária. O argumento aqui é que a CUT [Conta Única do Tesouro] causa muito ruído na política monetária, dificultando sobremaneira o controle monetário” (GARCIA, 1994, p. 19).

⁸⁹ “O Tesouro Nacional centraliza no Banco Central o depósito de suas disponibilidades na chamada ‘conta única’. A instituição dessa conta foi um passo importante na separação de funções entre as duas instituições no Brasil e sua existência facilita a gestão financeira do Tesouro. **A experiência internacional em geral alinha-se com esse tipo de arranjo, embora existam casos, como nos Estados Unidos, em que o Tesouro mantém contas no sistema bancário**” (LOYOLA, 2016, p. 231. Grifado).

principal efeito refere-se à repercussão provocada pela execução financeira do Tesouro sobre a política monetária, na medida em que qualquer movimentação financeira do Tesouro com o mercado repercute em variações líquidas nas reservas do sistema financeiro e, em consequência, do sistema econômico. Por exemplo, no caso da arrecadação de impostos, taxas e outras contribuições pela rede bancária e correspondente repasse de recursos para a conta do Tesouro no Banco Central. Considerando-se que o Tesouro não recicla os recursos instantaneamente, o Bacen, imediatamente, é condicionado a restaurar as reservas do sistema através de operações com títulos no mercado secundário. Efeito semelhante se observa em operações da dívida pública, realizada no mercado primário pelo Banco Central, como agente do Tesouro. Na colocação primária líquida de títulos, recursos coletados do mercado são creditados na conta 'Operações de Crédito da União', no Bacen, pela qual transita toda movimentação de títulos no mercado primário, ou seja, o relacionamento do Tesouro com o Bacen, com o mercado e com o extramercado. Verificando-se a perda líquida de reservas no sistema, torna-se necessária a intervenção do Banco Central por meio de operação defensiva no mercado secundário, no sentido de compensar a perda de reservas. No caso inverso, de gasto do Governo ou de resgate de títulos, o efeito é o de aumento de reservas, o que suscita a consequente necessidade de operação defensiva de mercado para enxugar a liquidez" (OGASAVARA, 1991, p. 290-291. Grifado)

No mesmo sentido, conforme Cysne (1990, p. 2), a concentração dos depósitos do Tesouro no Banco Central gera pressão para a autoridade monetária fazer o controle de curto prazo da liquidez na economia, de modo a trazer "dificuldade de balizamento da evolução diária deste agregado, e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes". Para tal problema (pressão sobre a liquidez decorrente dos pagamentos e recebimentos do Tesouro), propõe as seguintes soluções:

Uma primeira medida no sentido de contornar-se o problema levantado estaria em restringir-se a liquidez dos depósitos do Tesouro no BACEN, permitindo-se saque diário máximo X% da Base [monetária]. Quanto aos depósitos nesta rubrica, a redução da Base seria endogenamente limitada pela fixação de uma adequada taxa de redesconto de liquidez. Concomitantemente, os bancos comerciais dividiriam com o BACEN a função de depositários dos recursos do Tesouro, distribuindo estes recursos em (uma ou mais) diferentes contas com diferentes remunerações e graus de liquidez.

Uma segunda alternativa radicalizaria a alternativa I acima mencionada, deixando os bancos como depositários exclusivos dos Depósitos do Tesouro.

Finalmente, uma terceira alternativa consistiria em abrir-se mão da política de sintonia fina de controle de Base no dia-a-dia, tentando-se impedir oscilações bruscas das taxas de juros pela fixação de uma faixa de variação para esta variável. Quando ela atingisse certo patamar máximo o Banco Central entraria aumentando suas operações ativas (no caso, os Redescontos). Da mesma forma estabelecer-se-ia um piso abaixo do qual o Banco Central operaria como vendedor no mercado aberto (CYSNE, 1990, p. 04-05).

Conforme Nunes (1999, p. 130) as operações do Tesouro geram impactos monetários, pois a “manutenção da Conta Única do Tesouro, além de constituir um fator explicativo do endividamento governamental, desempenha um papel também importante na determinação do grau de (in)eficiência no controle dos agregados monetários”.

De acordo ainda com sua exposição, os avanços dos serviços bancários e da tecnologia da informação permitiriam obter as vantagens do sistema de conta única sem as desvantagens do impacto monetário da centralização. Entre as vantagens, estariam as receitas que passariam a ser auferidas pela aplicação dos valores, as quais “passariam a ser computadas como receita patrimonial do Tesouro, tornando livre e legítima a sua utilização para qualquer despesa” (NUNES, 1999, p. 131). Contudo, haveria ressalvas quanto ao risco de crédito diante de crises bancárias⁹⁰ e quanto ao fluxo de informações confidenciais no que diz respeito à ação do Tesouro Nacional como “sinalizador de política econômica”. Ao final, conclui:

Assim, é razoável supor que a solução desta questão no Brasil poderia passar pelo gerenciamento da conta do Tesouro Nacional pelo próprio Tesouro. Com a retirada da conta única do Banco Central, a execução financeira do Tesouro deixaria de impactar a liquidez do sistema já que o fluxo se daria em mercado, eliminando a necessidade de atuação compensatória para neutralizar a ação do Tesouro Nacional. O resultado, por essa via, seria um menor nível de endividamento (NUNES, 1999, p. 132).

Loyola (2016), por fim, resume bem a questão. Segundo aponta, a divergência entre os defensores do sistema de conta única e os que defendem a descentralização dos depósitos no sistema bancário decorre de uma diferença de

⁹⁰ “Contudo, a experiência mostra que, nesses casos, os custos são usualmente assumidos pelo Banco Central e, portanto, indiretamente pertencem ao Tesouro de qualquer forma” (NUNES, 1999, p. 130).

foco: na execução da política monetária pelo Banco Central ou no gerenciamento do caixa pelo Tesouro. Note-se:

Não é pacífica a discussão sobre a centralização das disponibilidades do Tesouro no Banco Central. Em geral, os autores mais preocupados com a eficiência e transparência na gestão do caixa do Governo são favoráveis a ela, enquanto os mais focados nos aspectos operacionais da política monetária tendem a favorecer um arranjo mais descentralizado, em que o Tesouro mantém suas disponibilidades nos bancos comerciais. Entre as vantagens associadas à conta única no Bacen, destaca-se a eliminação dos riscos operacional e de crédito para o Tesouro, que decorreriam da manutenção de conta nos bancos comerciais, além da eliminação dos problemas de agencia que poderiam emergir no relacionamento com o sistema bancário (LOYOLA, 2016, p. 231).

No fim, conclui que, não obstante as preocupações monetárias, a opção pela conta única é a mais recomendável, não obstante as pressões sobre os níveis de liquidez da economia:

A opção pela centralização no Bacen é de fato a mais recomendada, ainda mais se for considerado o risco de envolvimento direto e involuntário do Tesouro em situações em que o supervisor bancário (no caso brasileiro, o próprio Bacen) tiver de recorrer a medidas extremas em relação a determinada instituição. Por outro lado, no Brasil, dado o arcabouço institucional e legal em vigor, muito provavelmente a alternativa seria a manutenção de recursos do Tesouro nos bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), com o risco de se criar um mecanismo similar à extinta “conta-movimento” (uma espécie de cheque especial sem limites que o Banco do Brasil tinha no Banco Central).

A opção pela conta única do Tesouro no Bacen, contudo, implica que, no dia a dia, a gestão do caixa do Governo tenha reflexos diretos sobre o nível de reservas bancárias, o que exige do Banco Central operar defensivamente, para evitar que as taxas de juros de curto prazo sejam afetadas pelo excesso ou falta de reservas. Uma das consequências desse arranjo institucional é o elevado volume de operações compromissadas do Banco Central do Brasil quando comparado com o dos bancos centrais de outros países (...) (LOYOLA, 2016, p. 232).

Assim, embora exija uma atuação defensiva por parte da autoridade monetária ante as movimentações financeiras do Tesouro, a adoção do modelo de conta única para a gestão das disponibilidades de caixa do governo se justifica pelo reforço à transparência, pela melhoria no gerenciamento dos valores, pela extinção de saldos ociosos e sem remuneração em contas dispersas, pela

redução do custo do financiamento do governo e pela prevenção de risco de crédito em caso de crises bancárias. Desse modo, a implementação do mecanismo de *Treasury Single Account* está incluída entre as boas práticas internacionais de *Public Financial Management*,⁹¹ tendo sido efetivamente posta em prática no Brasil desde a segunda metade dos anos 1980.

2.2.3 Abrangência

A completa unificação das contas bancárias mostra-se necessária, tendo em vista a assegurar a possibilidade de a autoridade fiscal poder, de modo efetivo e em tempo hábil, acompanhar todo o fluxo de caixa governamental. Fala-se em fungibilidade das fontes de recursos (*fungibility of all cash resources*), o que não seria possível em um ambiente de pulverização de contas bancárias. Em um modelo ideal, não poderia haver contas bancárias “paralelas” ou “contas secretas”, a partir das quais os recursos do governo nacional seriam movimentados. Entretanto, caso as demandas práticas assim o exigirem, é possível haver algum nível de descentralização de contas, desde que haja um sistema em que todas as contas menores (subcontas) estejam necessariamente vinculadas à TSA.

Além disso, todas as unidades arrecadoras e todas as unidades gestoras (ordenadoras de despesa) devem estar abrangidas pelo sistema de conta única. Com efeito, em sendo adotado este modelo, nenhuma unidade governamental poderia executar o orçamento sem a supervisão e o acompanhamento do órgão central do Tesouro. Sem essa abrangência, poderia haver situações de falta de transparência e mesmo de descontrole, em que despesas públicas relevantes poderiam ser realizadas fora dos limites dos orçamentos, agravando o risco de retorno à situação que se busca evitar: a existência de recursos ociosos em contas bancárias dispersas, sem remuneração bancária, simultaneamente a

⁹¹ “A TSA is a prerequisite for modern cash management and is an effective tool for the ministry of finance/treasury to establish oversight and centralized control over government’s cash resources. It provides a number of other benefits and thereby enhances the overall effectiveness of a public financial management (PFM) system. The establishment of a TSA should, therefore, receive priority in any PFM reform agenda” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2011, p. 01).

necessidades de financiamento do governo, oriundas de contas bancárias deficitárias, necessidades estas supridas com emissão de dívida.

Além das duas características anteriores (a efetiva centralização das transações e a abrangência a todos os órgãos governamentais que realizam despesa), o modelo demanda que, a princípio, todos os ingressos e saídas governamentais, em algum momento, transitem pela conta única. Inclusive as receitas “próprias” obtidas por unidades descentralizadas.⁹² E tal exigência inclui tanto recursos orçamentários e extra-orçamentários quanto as operações realizadas por fundos especiais.⁹³

Conforme exposto, o mecanismo de conta única deve ser o mais abrangente possível. No entanto, por uma série de razões, pode ocorrer (a depender das condições de cada país que se proponha a unificar seu caixa) de a cobertura não atingir todas as movimentações de todos os órgãos e entes públicos.

A situação ideal é que a TSA englobe pelo menos as transações do governo central.⁹⁴ Nesse sentido, mostra-se como boa prática internacional a inclusão de fundos controlados pelo governo central e fundos extra-orçamentários no âmbito de abrangência da conta única.⁹⁵ No entanto, a operacionalização pode ser dificultada em razão de impedimentos legais de naturezas diversas (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 10).

⁹² “[A comprehensive TSA] consolidates all government cash balances into a single account, usually and preferably at the central bank. **All government revenues are transferred immediately upon receipt to the TSA, including so-called own-revenues that are received by MDAs [Ministries, Departments and Agencies]**” (PESSOA, WILLIAMS, 2012, p. 06. Grifado).

⁹³ “This means that all public monies irrespective of whether the corresponding cash flows are subject to budgetary control or not (e.g., in the case of reserve funds, earmarked funds and other off-budget/extrabudgetary funds) should be brought under the control of the TSA” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 5).

⁹⁴ Por “governo central”, de acordo com o Fundo Monetário Internacional, entende-se os poderes da União, todos seus órgãos e entidades, incluindo eventuais a unidades extra-orçamentárias e os fundos de seguridade social (IMF, 2013, p. 4). “Governo geral” abrange o “governo central” e os “governos subnacionais”, no caso: estados, Distrito Federal e municípios). Por fim, o conceito mais abrangente de todos é o de “setor público”, o qual inclui: o “setor público não financeiro” (“governo geral” e as empresas estatais não financeiras) e o “setor público financeiro” (“empresas estatais financeiras” e o Banco Central) (IMF, 2013, p. 5).

⁹⁵ “The main argument is that the government is—or should be—considered to have the highest creditworthiness in the country, and that an alternative place to hold trust fund assets is thus sub-optimal. Indeed, many countries have laws which insist that certain trust assets can only be invested in government obligations. As long as the government can clearly demonstrate that its accounting systems are fully reliable, and capable of accurately distinguishing trust assets in the ledger accounts, there should be no compelling reason to exclude trust funds from the TSA” (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 10).

Nesse contexto, três pontos merecem alguma atenção em relação a abrangência da TSA no Direito Comparado: de estados e municípios, empresas estatais e fundos de doação ou ajuda internacional.

Quanto aos entes subnacionais, dada sua autonomia em muitos países, principalmente naqueles que adotam forma federativa, é imprescindível um acordo mútuo entre eles e o governo central. No entanto, tal opção deve ser cercada de cautela, para não agravar o risco de haver cobertura de fluxo de caixa (*short-term liquidity needs of subnational governments*) tanto por parte do governo central quanto pelos governos locais, muito embora seja possível diminuir o custo do financiamento do governo geral (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 10).

Não é considerada boa prática incluir as empresas estatais na abrangência da conta única. Dada sua natureza e atuação, há risco de haver limitação da autonomia operacional e tornar menos nítidas as fronteiras entre o governo central e setor público em sentido amplo, com risco de prejuízos às atividades exercidas pelas empresas em seu segmento de atuação no mercado.⁹⁶

Por fim, deve ser abordada a situação de fundos compostos por doações e oriundas do exterior. De modo a assegurar a correta aplicação dos recursos canalizados para as mais diversas finalidades, os doadores (incluindo países estrangeiros) condicionam o repasse dos valores à segregação em contas bancárias específicas.

Trata-se de situação muito comum quando os beneficiários são países de economia mais frágil que a dos doadores. O objetivo seria evitar que os repasses, ao ingressarem na conta única, venham a se confundir com as demais receitas orçamentárias e se dirijam ao pagamento de outras despesas.

Embora fragmente o gerenciamento do caixa local, tal exigência tende a diminuir a insegurança dos doadores em relação a desvios de finalidade. Na perspectiva de quem doa, a segregação traz mais transparência na aplicação dos recursos. No entanto, *“in line with the donors’ commitment under the Paris Declaration to use country PFM⁹⁷ [Public Finance Management] systems, the*

⁹⁶ *“Public corporations provide market-based goods and services and including them in the TSA could hamper their autonomy to implement commercially oriented strategies”* (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 10).

⁹⁷ *“In particular, the PFM system should address the following concerns of donors to convince them to bring their funds under a TSA arrangement: (i) **assurance for use of donor aid on specific projects** (or non-diversion of funds); (ii) **some ring-fencing to avoid liquidity problems** (and ensure timely payments during execution of donor-funded projects); (iii) **minimizing exposure to***

government should encourage donors to integrate their resources into the TSA to extent possible". Ou, pelo menos, "*donors should be encouraged to route final payments through the TSA*" (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 11-12).

Em suma, conta única é uma estrutura bancária que visa a reunir e a consolidar o fluxo de caixa governamental em um só local. Geralmente, é mantida pelo Tesouro no respectivo banco central, onde todas as operações financeiras do governo são realizadas e registradas, incluindo também a manutenção de possíveis disponibilidades de recursos. Em razão da unificação, a princípio, nenhuma unidade orçamentária do governo central poderá estar desvinculada da conta única,⁹⁸ por meio de contas individuais, seja em bancos comerciais, seja no próprio Banco Central (TER-MINASSIAN, MARTÍNEZ-MENDEZ, PARENTE, 1995, p. 06).

2.3 CONTA ÚNICA DO TESOURO NACIONAL

No gerenciamento das receitas e despesas federais, incluindo as operações relativas à dívida pública, o Direito Financeiro brasileiro estabelece a centralização de tais atividades em uma conta única. Por determinação constitucional, as disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional devem ficar sob a custódia do Banco Central do Brasil.

Em um contexto hipotético de valores monetários exclusivamente sob a forma objetos físicos, apareceria a imagem de todas as receitas públicas, sob a forma de cédulas, moedas metálicas e barras de ouro, literalmente entesouradas em um cofre forte, cujas entradas e saídas de valores estariam sob a segurança do banqueiro central.⁹⁹

exchange related fluctuations/losses in the value of donor aid (particularly when the currency exchange rate regime is volatile); and (iv) reliability of controls (in managing donors' funds) and information produced by the national PFM system" (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 11. Grifado).

⁹⁸ É possível, em situações pontuais e devidamente autorizadas, a existência de contas individuais no sistema bancário comercial. No caso, por exemplo, de dificuldades técnico-operacionais, incluindo a realização de despesa em locais de difícil acesso, conforme Ter-Minassian, Martínez-Mendez e Parente (1995, p. 07).

⁹⁹ "Durante minha infância, em Nova York, ouvia muitos rumores da existência de cofres secretos de ouro embaixo das torres gêmeas de Manhattan. Supostamente, esses cofres conteriam não só as reservas de ouro dos Estados Unidos, mas sim das principais potências econômicas. **Dizia-se**

Desse modo, ao contrário do que ocorre em outros países, o Tesouro Nacional, como regra, não pode manter seus saldos depositados junto à rede de bancos comerciais, ainda que estatais. O modelo vigora e é efetivamente aplicado há mais trinta anos no Brasil, ressalvadas algumas críticas quanto ao impacto da centralização na execução da política monetária e na possibilidade de financiamento implícito do BCB ao Tesouro Nacional (CYSNE, 1990; OGASAVARA, 1991, GARCIA, 1994; NUNES, 1999).

Por meio da Conta Única do Tesouro Nacional (CTU), o BCB exerce sua atribuição de banqueiro da União. Em regra, todos os poderes, todas as entidades e todos os órgãos da administração direta e indireta da União devem realizar suas operações por meio do caixa único custodiado no BCB. Estão excluídas, no entanto, as empresas estatais e, em razão de sua natureza jurídica e da sua dimensão, fundos como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), cuja gestão fica a cargo da Caixa Econômica Federal,¹⁰⁰ e o Fundo da Amazônia,¹⁰¹

que o ouro era mantido na forma de barras, empilhadas em cofres separados, um para cada país, e todo ano, quando era feito o balanço, homens usavam empilhadeiras para reorganizar os estoques, transferindo, por exemplo, alguns milhões em ouro de um cofre chamado ‘Brasil’ para outro chamado ‘Alemanha’, e assim por diante. Aparentemente, muitas pessoas ouviram histórias desse tipo. Logo depois que as torres gêmeas foram destruídas em 11 de setembro de 2001, uma das primeiras perguntas que muitos nova-iorquinos fizeram foi: ‘O que aconteceu com o dinheiro?’. Ele estava seguro? Os cofres foram destruídos? Talvez o ouro tenha se derretido. Seria esse o verdadeiro objetivo dos terroristas? Teorias da conspiração surgiram de todos os cantos. Houve boatos de que legiões de trabalhadores emergenciais teriam sido convocados em segredo para percorrer quilômetros de tuneis superaquecidos, recolhendo desesperadamente toneladas de lingotes, enquanto equipes de resgate ainda trabalhavam acima deles. Uma teoria da conspiração particularmente exuberante sugeria que todo o ataque havia sido programado por especuladores que, como Nixon, queriam ver o valor do dólar despencar e o do ouro subir em disparada – ou porque as reservas tinham sido destruídas, ou porque os especuladores haviam tramado planos de rouba-las. O mais impressionante nessa história é que, depois de acreditar nela durante anos, e então, depois do 11 de Setembro, ter sido convencido por alguns amigos mais instruídos de que tudo não passava de um grande mito (‘Não’, disse um deles, obstinado, como se eu fosse uma criança, ‘os Estados Unidos mantêm suas reservas de ouro em Fort Knox’), fiz uma pesquisa rápida e descobri que a história é, sim, verdadeira. **As reservas de ouro do Tesouro dos Estados Unidos são mantidas em Fort Knox, mas o ouro do Federal Reserve (o Banco Central americano) e de mais de uma centena de outros bancos centrais, governos e organizações é armazenado em cofres embaixo do prédio do Federal Reserve, na Liberty Street, 33, em Manhattan, a dois quarteirões das Torres Gêmeas**” (GRAEBER, 2016, p. 456-457. Grifado).

¹⁰⁰ “Uma importante característica do nosso arranjo institucional diz respeito à abrangência do OGU [Orçamento Geral da União] e dos recursos que transitam pela Conta Única. A reorganização do OGU decorrente da constituição de 1988 ampliou significativamente a abrangência do orçamento federal, de forma que todas as despesas e receitas dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social transitam pelo orçamento e também pela Conta Única, que contempla não apenas os recursos da administração direta (ministérios e secretarias) como também das autarquias, fundações, fundos e programas especiais e das empresas dependentes. Em outras palavras, a execução financeira do Tesouro Nacional vai muito além das receitas e despesas tradicionais do governo federal. **O único orçamento relevante (excluídas as**

composto em boa parte por recursos de origem externa, sob a custódia do BNDES (CONTI, 2019c).

Pelo lado da receita, todos os ingressos da União são canalizados para a CTU. Pelo lado do gasto, mediante autorização nas leis de orçamento, são estabelecidos limites de saques, para cada item, em nome de cada unidade ordenadora de despesa. Estas, mediante ordem bancária (OB) e cumpridas as formalidades necessárias, determinam os pagamentos, a débito na Conta Única. Todas as operações são realizadas no sistema informatizado SIAFI, de modo que, ao final de cada exercício, as informações sobre a execução financeira e orçamentária federal podem ser rapidamente consolidadas e disponibilizadas para as mais diversas finalidades.

Na gestão da CTU, o BCB é banco de um único cliente, o Tesouro Nacional. De acordo com sua lei de criação, a autoridade monetária não deve manter relacionamento bancário com qualquer agente estranho ao sistema financeiro nacional. Desse modo, não pode, por exemplo, receber diretamente disponibilidades de caixa dos estados, do Distrito Federal ou dos municípios.¹⁰² Como será visto adiante, ao executar as operações a partir da CTU, o BCB o faz por meio do Banco do Brasil, o qual atua como seu agente financeiro executor.

Os governos subnacionais, por sua vez, devem manter seus valores disponíveis sob os cuidados de instituições financeiras oficiais, com exceção dos casos previstos em lei (artigo 164, § 3º, CF/88).¹⁰³ Desse modo, o monitoramento

empresas não dependentes) que não transita pelo OGU e pela Conta Única é o do FGTS” (GUARDIA, 2016, p. 198. Grifado).

¹⁰¹ “O Fundo da Amazônia, criado pelo Decreto 6.527/2008, constitui-se em um conta específica para a qual o BNDES destina doações de recursos recebidas para a “realização de aplicações não reembolsáveis em ações de prevenção, monitoramento e combate ao desmatamento e de promoção da conservação e do uso sustentável da Amazônia Legal” (art. 1º), que devem observar as diretrizes do Plano de Prevenção e Controle do Desmatamento na Amazônia Legal – PPCDAM. Sua gestão e representação é de responsabilidade do BNDES, e conta com um Comitê Técnico (CTFA), composto por notórios especialistas indicados pelo Ministério do Meio Ambiente, e um Comitê Orientador (COFA), presidido pelo representante do Ministério do Meio Ambiente (MMA) formado por representantes de vários outros Ministérios, dos Estados da Amazônia Legal e da sociedade civil. Até o final de 2018, com dez anos de existência, o Fundo da Amazônia registrou o recebimento de aproximadamente R\$ 3,4 bilhões em doações, o que mostra a elevada quantidade de recursos sob sua administração” (CONTI, 2019c).

¹⁰² “Art. 12. O Banco Central da República do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por lei” (Artigo 12 da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964).

¹⁰³ “As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei.”

e o controle dos efeitos expansionistas ou contracionistas da gestão dos recursos dos entes federativos são realizados pelo BCB, pelos instrumentos de política monetária no âmbito do sistema bancário (operações de mercado aberto, reservas compulsórias e redesconto), e não de modo direto, pela gestão de contas únicas estaduais e municipais.

Nesse ponto, reforça-se no BCB o modelo de um banco central clássico.¹⁰⁴ Como tal, atua como emissor de moeda, executor da política monetária, prestador de última instância, supervisor da higidez do sistema financeiro nacional e banqueiro do governo.¹⁰⁵

A execução de tais atribuições poderia ser comprometida caso houvesse acúmulo com uma atuação do tipo “banco da federação”, contexto em que o BCB passaria a gerir um fluxo muito grande de operações bancárias realizadas no cotidiano da gestão financeira de todos os estados e municípios brasileiros. Tal situação, contudo, geraria risco fiscal para o Governo Central, diante da possibilidade de este terminar por financiar necessidades de liquidez de curto prazo (fluxo de caixa) dos governos locais por meio de recursos eventualmente disponíveis na CTU (PATTANAYAK, FAINBOIM, 2010, p. 10).

2.3.1 Caracterização e evolução normativa

Mesmo antes da promulgação da Constituição brasileira de 1988, já havia previsão legal para a unidade de caixa no Direito Financeiro pátrio. Desde pelo menos a década de 1960.¹⁰⁶

¹⁰⁴ “Em livros-textos de economia usualmente se encontram as seguintes funções: **autoridade emissora da moeda, banqueiro do governo, banco dos bancos e executor da política monetária**” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 120).

¹⁰⁵ “*Nowadays, central bankers agree in acknowledging that they are entrusted two main (possibly conflicting) tasks: securing **financial stability** and **monetary stability**. The former task consists of the provision of the microeconomic central banking functions: the **management of the payment system, lending of last resort, and banking supervision**. The latter task consists of the provision of the macroeconomic central banking functions: the **issuance of money and the conduct of monetary policy***” (UGOLINI, 2017, p. 13. Grifado). Na classificação acima, as atividades de banqueiro do governo, a incluir a gestão da conta única, inserem-se no contexto da garantia da estabilidade monetária.

¹⁰⁶ Em verdade, desde pelo menos a década de 1920, havia a previsão normativa (por ato infralegal) de reunião de receitas na “conta do Tesouro Nacional”, conforme estabelecido no Decreto n. 4.356, de 28.01.1922, que, na ocasião, passou a organizar o Código de Contabilidade

A Lei n. 4.320, de 17.03.1964, estabelece, desde sua redação original, a obrigação de que o “recolhimento de tôdas as receitas far-se-á em estrita observância ao princípio de unidade de tesouraria” e a vedação de “qualquer fragmentação para criação de caixas especiais” (artigo 56). Com essa redação, cujo comando tem natureza de “norma geral de Direito Financeiro”, aplicável à União, aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios:

A lei estabelece a **unidade de tesouraria**, isto é, o **recolhimento** de todas as receitas das entidades governamentais sujeitas a estas normas será centralizado em uma só caixa, formando um todo e vedando a utilização de caixa especial para cada espécie de receita e, conseqüentemente, a sua vinculação a uma despesa, com exclusão, evidentemente, das que originalmente já fluem vinculadas a objetivos específicos como os convênios e as transferências voluntárias [para estados, Distrito Federal e municípios], que, nesse caso, constituem as chamadas caixas especiais, como se conceituam também os fundos especiais, de que tratam os artigos 71 a 74 desta lei [Lei n. 4.320, de 31 de março de 1964]. (...)

Desta forma, está clara a exigência da lei, que não se prende à organização administrativa interna da tesouraria da instituição, mas, exclusivamente, a **uma forma de gestão financeira**, ou seja, a caixa única. A Tesouraria poderá ser organizada da forma como melhor achar a administração da entidade. Por exemplo: a **arrecadação** poderá ser efetuada através da rende bancária credenciada. Os pagamentos poderão estar centralizados no setor da tesouraria ou descentralizados pelas unidades ou setores da administração da entidade. A organização depende, pois, da administração (MACHADO JUNIOR, REIS, 2012, p. 39).

Segundo tal regra, o recolhimento das receitas deve ocorrer pelo sistema de caixa único, com vistas a obter ganhos operacionais, racionalizar a gestão financeira e viabilizar a execução da programação orçamentária (GIACOMONI, 2017, p. 338). Note-se que a lei utiliza o termo “recolhimento”. Com efeito, são etapas distintas da execução de receitas: o planejamento (previsão) e a execução (lançamento, arrecadação e recolhimento) (BRASIL, 2019b, p. 17). Assim:

O **recolhimento** é o último estágio de execução da receita orçamentária e representa a disponibilização dos recursos arrecadados pelos agentes arrecadadores ao tesouro público. **É nesta fase da receita orçamentária que se verifica a gestão financeira por conta única prevista no artigo 56 da lei 4.320/64, segundo a qual o recolhimento de todas as receitas**

da União. Conforme seu art. 34: “As importâncias entradas, a qualquer título, nos cofres das repartições publicas, serão levadas á conta do Thesouro Nacional e devidamente escrituradas na sua contabilidade.”

far-se-á em estrita observância ao princípio da unidade de tesouraria, isto é, a arrecadação será integralmente canalizada para uma conta única, sem qualquer fragmentação para caixas especiais. O objetivo da unidade de tesouraria racionalizar a administração financeira governamental e proporcionar a programação financeira de desembolso” (LIMA, DINIZ, 2016, p. 112. Grifado).

O Decreto-Lei 200, de 27.02.1967, reforçou a regra da unidade de tesouraria. Seu artigo 92 estabelece o dever de o Ministério da Economia unificar os “recursos movimentados pelo Tesouro Nacional através de sua Caixa junto ao agente financeiro da União”, com “o objetivo de obter maior economia operacional e racionalizar a execução da programação financeira de desembolso”.

No parágrafo único do mesmo artigo, estabeleceu-se o que no futuro viria a ser o cerne do sistema de administração financeira do governo federal (SIAFI), qual seja, a execução do orçamento por meio de pagamentos (“saques”) realizados até o limite das disponibilidades das dotações autorizadas para cada unidade ordenadora de despesa: “Os saques contra a Caixa do Tesouro só poderão ser efetuados dentro dos limites autorizados pelo Ministro da Fazenda ou autoridade delegada” (artigo 92, parágrafo único). Apesar da previsão de 1967, o SIAFI somente viria a ser implantado e executado, junto com a STN, no exercício financeiro de 1987. Ou seja, após vinte anos da mencionada previsão normativa.

Até os anos 1980, o caixa da União não estava sob a gestão do Banco Central. Era atribuição do Banco do Brasil S.A.. Por lei, o BB atuava “na qualidade de agente financeiro do Tesouro Nacional” e como “principal executor dos serviços bancários de interesse do Governo Federal, inclusive suas autarquias”, conforme a redação original da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.¹⁰⁷

Art. 19. Ao **Banco do Brasil S. A.** competirá precipuamente, sob a supervisão do Conselho Monetário Nacional e como instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal I - na qualidade de **Agente Financeiro do Tesouro Nacional**, sem prejuízo de outras funções que lhe venham a ser atribuídas e

¹⁰⁷ “É interessante observar o modelo inicial da Lei nº 4.595/1964, que admitia a duplicidade de autoridades monetárias na condução da política monetária, pois os poderes inerentes a esta estavam divididos entre o Banco Central – então recém-criado – e o Banco do Brasil – que era visto como um desmembramento das atividades do primeiro. Isso porque, na versão da Lei da Reforma Bancária, tal como originalmente promulgada, o Banco Central não dispunha de autonomia operacional, nem do monopólio do recebimento dos recolhimentos compulsórios e depósitos à vista das instituições financeiras. **Essas atividades, embora típicas de banco central, ficaram originalmente a cargo do Banco do Brasil**” (OLIVEIRA, 2009, p. 79).

ressalvado o disposto no art. 8º, da Lei nº 1628, de 20 de junho de 1952:

a) **receber, a crédito do Tesouro Nacional, as importâncias provenientes da arrecadação de tributos ou rendas federais** e ainda o produto das operações de que trata o art. 49, desta lei;

b) **realizar os pagamentos e suprimentos necessários à execução do Orçamento Geral da União e leis complementares**, de acordo com as autorizações que lhe forem transmitidas pelo Ministério da Fazenda, as quais não poderão exceder o montante global dos recursos a que se refere a letra anterior, vedada a concessão, pelo Banco, de créditos de qualquer natureza ao Tesouro Nacional;

(...)

II - como principal executor dos serviços bancários de interesse do Governo Federal, inclusive suas autarquias, **receber em depósito, com exclusividade, as disponibilidades de quaisquer entidades federais**, compreendendo as repartições de todos os ministérios civis e militares, instituições de previdência e outras autarquias, comissões, departamentos, entidades em regime especial de administração e quaisquer pessoas físicas ou jurídicas responsáveis por adiantamentos, ressalvados o disposto no § 5º deste artigo, as exceções previstas em lei ou casos especiais, expressamente autorizados pelo Conselho Monetário Nacional, por proposta do Banco Central da República do Brasil; (Grifado)

Conforme relatado anteriormente, somente a partir do exercício de 1987, no contexto de mudanças estruturais no âmbito do relacionamento entre o Tesouro Nacional (representado pela recém-criada STN), BCB e BB, houve a efetiva implantação da unidade de tesouraria e da conta única, com fundamento no Decreto 93.872, de 23.12.1986, conforme os dispositivos abaixo transcritos:

Art. 1º A **realização da receita e da despesa da União** far-se-á por via bancária, em estrita observância ao **princípio de unidade de caixa** (Lei nº 4.320/64, art. 56 e Decreto-lei nº 200/67, art. 74).

Art. 2º A **arrecadação** de todas as receitas da União far-se-á na forma disciplinada pelo Ministério da Fazenda, devendo o seu produto ser obrigatoriamente recolhido à **conta do Tesouro Nacional no Banco do Brasil S.A.** (Decreto-lei nº 1.755/79, art. 1º).

§ 1º Para os fins deste decreto, entende-se por receita da União todo e qualquer ingresso de caráter originário ou derivado, ordinário ou extraordinário e de natureza orçamentária ou extra-orçamentária, seja geral ou vinculado, que tenha sido decorrente, produzido ou realizado direta ou indiretamente pelos órgãos competentes.

§ 2º Caberá ao Ministério da Fazenda a apuração e a classificação da receita arrecadada, com vistas à sua destinação constitucional.

§ 3º A posição líquida dos recursos do Tesouro Nacional no Banco do Brasil S.A. será depositada no Banco Central do Brasil, à ordem do Tesouro Nacional.

Art. 3º Os recursos de caixa do Tesouro Nacional compreendem o produto das receitas da União, deduzidas as parcelas ou cotas-partes dos recursos tributários e de contribuições, destinadas aos Estados, ao Distrito Federal, aos Territórios e aos Municípios, na forma das disposições constitucionais vigentes.

Parágrafo único. O Banco do Brasil S.A. fará o crédito em conta dos beneficiários mencionados neste artigo tendo em vista a apuração e a classificação da receita arrecadada, bem assim os percentuais de distribuição ou índices de rateio definidos pelos órgãos federais competentes, observados os prazos e condições estabelecidos na legislação específica (Decreto-lei nº 1.805/80, § 1º, do art. 2º).

Art. 4º Os recursos de caixa do Tesouro Nacional serão mantidos no Banco do Brasil S.A., somente sendo permitidos saques para o pagamento de despesas formalmente processadas e dentro dos limites estabelecidos na programação financeira.

§ 1º As opções para incentivos fiscais e as contribuições destinadas ao Programa de Integração Nacional - PIN, e ao Programa de Distribuição de Terras e de Estímulo à Agroindústria do Norte e Nordeste - PROTERRA, constarão de saques contra os recursos de caixa do Tesouro Nacional, autorizados pela Secretaria do Tesouro Nacional, tendo em vista a programação financeira aprovada e o efetivo recolhimento das parcelas correspondentes (Decreto-lei nº 200/67, art. 92).

§ 2º Os recursos correspondentes às parcelas de receita do salário-educação, de que trata o artigo 2º, do Decreto-lei nº 1.422, de 23 de outubro de 1975, serão entregues às entidades credoras mediante saques previstos na programação financeira (Decreto-lei nº 200/67, art. 92).

§ 3º Em casos excepcionais e para fins específicos, o Ministro da Fazenda poderá autorizar o levantamento da restrição estabelecida no *caput* deste artigo.

Art. 5º O pagamento da despesa, obedecidas as normas reguladas neste decreto, será feito mediante saques contra a conta do Tesouro Nacional (Decreto-lei nº 200/67, parágrafo único do art. 92).

Como se pode verificar, o decreto acima determinou em 1986 a unificação do caixa da União, mas estabeleceu que conta única ficaria sob custódia do Banco do Brasil S.A., conforme artigos 2º e 4º, acima transcritos. Naquele contexto, o BCB atuaria de forma residual, como depositário de eventual posição líquida superavitária do Tesouro Nacional no BB, nos termos do artigo 2º, § 3º.

Tal distribuição de competências realça o fato de que, na época, não havia separação clara entre as funções de banco comercial, banco de fomento

(agrícola), autoridade monetária e banqueiro do governo, no âmbito do próprio Banco do Brasil. Muito menos havia separação clara e precisa entre suas atribuições e as do Banco Central, que era uma instituição criada há menos tempo para ser “o guardião da moeda” (CAMPOS, 1994, p. 669). O próprio nome “Banco do Brasil” contribuía para tal confusão, pois é igual ao de bancos centrais de países com relevante participação na economia mundial, como *Bank of England*,¹⁰⁸ *Bank of Japan*, *Banque de France*, *Banco de España* e *Banca d'Italia* (esses últimos atualmente integrados ao Banco Central Europeu).

De todo modo, até meados dos anos 1980, tanto o BB e quanto o BCB executavam funções típicas de autoridade monetária. Contudo, na época havia preponderância do BB, pois, além de sua força institucional e política,¹⁰⁹ a este cabia a gestão das disponibilidades de caixa de todos os órgãos e entidades da administração federal. Inclusive, o próprio BCB, pois

... a lei não permitia que o Banco Central ficasse como depositário das suas próprias disponibilidades de caixa, que tinham de ficar no Banco do Brasil. Essa situação durou até meados dos anos 80, quando novos passos relevantes no sentido da especialização das funções de autoridade monetária no Banco Central foram dados (OLIVEIRA, 2009, p. 79. Grifado).

Após a unificação do caixa da União, sua migração para o BCB somente se efetivou após a Constituição de 1988. Contudo, durante os trabalhos nas subcomissões e comissões constituintes, a proposta inicial estabelecia que tal atribuição ficaria a cargo não do Banco Central, mas de “instituições financeiras sob o controle da União”. E, no caso de operações de câmbio, a atribuição seria dos “respectivos bancos estatais”. Conforme o relatório final da Subcomissão do Sistema Financeiro da Assembleia Nacional Constituinte de 87/88, a proposta tinha a seguinte redação:

¹⁰⁸ “(...) when the term ‘central bank’ started to be used in the early nineteenth century, it was originally employed to designate the headquarters of a multi-branched bank; only some decades later was it applied, by extension, to describe the position of the Bank of England” (UGOLINI, 2017, p. 09).

¹⁰⁹ “A instituição de um Banco Central como autoridade monetária fora objeto de antiga e acirrada controvérsia suscitada principalmente pelo Banco do Brasil. Este era politicamente poderoso, representando uma estranha mistura de banco comercial, autoridade monetária, banco rural, banco de investimento e *mont-de-piété*. Algumas estatais brasileiras, como o Banco do Brasil e a Petrobrás, que têm ex-funcionários eleitos para o Congresso, foram sempre agressivas na defesa de privilégios corporativos e bem mais fortes que vários partidos políticos”(CAMPOS, 1994, p. 661).

Art. 10. As **disponibilidades de caixa** da União e de todas as entidades sob seu controle ou a ela vinculada, bem como as dos fundos de pensão de todos os seus servidores públicos e empregados, **serão depositadas em instituições financeiras sob o controle da União**, a fim de prover recursos para aplicações prioritárias.

Parágrafo único. As operações de câmbio das empresas, autarquias e fundações, pertencentes ou controladas, direta ou indiretamente pela União, pelos Estados, Distrito Federal, Territórios Federais e os Municípios serão feitos pelos respectivos **bancos estatais** (Grifado).

Ao longo da tramitação, no entanto, o dispositivo foi alterado e chegou à Comissão de Sistematização da Assembleia Constituinte com a seguinte proposta de texto:

Art. 218 (...)

§ 3º As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central. As dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei.

E essa foi a redação que terminou sendo aprovada e promulgada, materializada na versão final do § 3º do artigo 164 da Constituição brasileira de 1988. Desse modo, por determinação constitucional, as disponibilidades de caixa da União passariam a ser depositadas no BCB e não mais no BB. Por seu turno, os recursos dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, deveriam ficar sob a custódia de instituições financeiras oficiais.¹¹⁰

Sobre o dispositivo, há uma curiosidade cuja menção se tornou frequente ao longo da vigência do texto constitucional: utilizou-se, no artigo 164, da CF/88, a expressão “banco central” grafada sob letras minúsculas. A princípio, o objetivo seria o de não constitucionalizar a autarquia BCB, tendo em vista que a as

¹¹⁰ A gestão financeira de estados e municípios requer um foco específico acerca da guarda das disponibilidades financeiras, não sendo possível simplesmente transplantar as regras da União (facilmente aplicáveis aos Estados e municípios de grande e médio porte) para as menores municipalidades, onde muitas vezes não há agência de banco oficial. Nesse sentido, “discutindo a matéria, o Tribunal de Contas do Estado de São Paulo firmou entendimento segundo o qual os Municípios e controladas, nos exatos termos do disposto no parágrafo 3º do artigo 164 da Constituição Federal, deverão manter suas disponibilidades de caixa depositadas em instituições financeiras oficiais – sejam federais ou estaduais –, a seu critério, ressalvados os casos previstos em lei. Entretanto, se não houver no Município entidade oficial, o depósito deverá ser efetuado em qualquer banco da rede bancária privada, localizado no próprio município” (FURTADO, 2013, p. 504).

funções de banco central poderiam ser exercidas por outra entidade. Nesse sentido:

A novidade [da CF/88] estava em dispor diretamente sobre o relacionamento entre o Tesouro e o banco central, em contraste com outras Constituições. É interessante notar que o artigo 164 dispunha que a competência da União para emitir moeda seria exercida pelo banco central, **assim descrito, com letras minúsculas** – com isso se referindo, presumivelmente, a um conceito ou função, e não a uma instituição específica. **As letras minúsculas foram introduzidas na fase final da redação da nova Carta pela Comissão de Redação, com um propósito expresso de ‘não transformar aquela autarquia federal em um ente constitucional’, tendo em vista o tratamento dado aos órgãos do Poder Legislativo (Câmara e Senado).** Esse era um argumento tão ridículo quanto preconceituoso, como se o país não pudesse ter o seu banco central, ou talvez ainda se cogitasse a possibilidade de o Banco do Brasil exercer essa função. O mesmo cuidado não foi observado com relação ao BNDES, que foi ‘constitucionalizado’ no artigo 239, § 1, com a graça concedida pelas letras maiúsculas. Mais estranho, dentro da mesma lógica, é o disposto no artigo 34 § 10 dos Atos das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), onde estão citados em maiúsculas o Basa e o Banco do Nordeste do Brasil, e mesmo, no § 11, o Bando de Desenvolvimento do Centro-Oeste, que nem sequer existe (FRANCO, 2017, p. 448-449. Grifado).

De todo modo, em razão de previsão constitucional, passaram a coexistir duas determinações para a gestão de disponibilidades de caixa do Governo Federal: 1) a primeira, de natureza legal e regulamentar: a centralização dos recursos em conta única e 2) a segunda, com fundamento constitucional: administração das disponibilidades financeiras da União pelo Banco Central.

Não há menção a “unidade de caixa” nem a “conta única” no texto em vigor da CF/88. Está-se, portanto, a tratar de duas opções distintas para gestão de ativos e para a realização de despesas: de um lado, a centralização dos recursos em uma conta única (exigência legal); de outro, em existindo a conta única, esta deveria estar sob a custódia do BCB (exigência constitucional).

Sendo assim, para a adoção de multiplicidade de contas bancárias, a alteração pode ser feita mediante lei. Para a alteração ou revogação do monopólio do BCB na gestão das disponibilidades de caixa da União, com a consequente distribuição dos depósitos dos recursos entre bancos comerciais, demanda-se aprovação de emenda à Constituição (artigo 164, § 3º, da CF/88).

Em verdade, a dinâmica da execução orçamentária requer atividades que muitas vezes escapam a uma demasiada rigidez. Daí a previsão de exceções à regra da conta única. Note-se que a própria Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, prevê a possibilidade de o BCB delegar parte de suas atividades:

Art. 13 Os encargos e serviços de competência do Banco Central, quando por ele não executados diretamente, serão contratados de preferência com o Banco do Brasil S. A., exceto nos casos especialmente autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

Ainda nos anos 1980, o BB passou a ser autorizado a receber em depósito “disponibilidades de caixa da União destinadas a atender as necessidades de órgãos ou entidades as quais, em virtude de características operacionais específicas, não possam integrar o sistema de caixa único do Tesouro Nacional” (artigo 5º, da Medida Provisória n. 87, de 22 de setembro de 1989, convertida na Lei n. 7.862, de 30.10.1989). Posteriormente, tal possibilidade foi estendida à Caixa Econômica Federal, nos termos do artigo 5º, § 2º, da mencionada lei, com redação dada pela Lei n. 8.177, de 01.03.1991. Os dispositivos que estabelecem tal ressalva à regra da conta única no Banco Central ainda continuam em vigor.

Relevante registrar que a regra foi reafirmada, por meio da Medida Provisória n. 1.782, de 14 de dezembro de 1998. Após sucessivas reedições, seu texto está contido na Medida Provisória n. 2.170-36, de 23 de agosto de 2001, em pleno vigor, em face da Emenda à Constituição n. 32, de 11 de setembro de 2001. Consta do artigo 1º da mencionada MP:

Art. 1º Os **recursos financeiros de todas as fontes de receitas da União** e de suas autarquias e fundações públicas, inclusive fundos por elas administrados, **serão depositados e movimentados exclusivamente por intermédio dos mecanismos da conta única do Tesouro Nacional**, na forma regulamentada pelo Poder Executivo.

Parágrafo único. Nos casos em que características operacionais específicas não permitam a movimentação financeira pelo sistema de caixa único do Tesouro Nacional, os recursos poderão, excepcionalmente, a critério do Ministro de Estado da Fazenda, ser depositados no **Banco do Brasil S.A.** ou na **Caixa Econômica Federal**.

A Lei Complementar n. 101, de 04 de maio de 2000, ao tratar da gestão patrimonial, determinou que as “disponibilidades de caixa dos entes da Federação

serão depositadas conforme estabelece o § 3º do art. 164 da Constituição Federal” (artigo 43). No entanto, não exigiu que os depósitos fossem feitos em conta única.

Com efeito, a LRF ressalva que as disponibilidades de caixa dos regimes de previdência (regimes próprios e regime geral) “ficarão depositadas em conta separada das demais disponibilidades de cada ente e aplicadas nas condições de mercado, com observância dos limites e condições de proteção e prudência financeira” (artigo 43, § 1º).¹¹¹ Como será abordado posteriormente, a conta única da União traz essa segregação, havendo uma “subconta INSS, destinada aos pagamentos e recebimentos do INSS” (BRASIL, 2019, p. 21).

Convém ressaltar que as disponibilidades de caixa da União, uma vez depositadas na conta única, são remuneradas e geram receitas financeiras.¹¹²

Já nos anos 1980, após a implementação da CTU, a mencionada Medida Provisória n. 87, de 22 de setembro de 1989, convertida na Lei n. 7.862, de 30.10.1989, estabeleceu que os saldos dos depósitos do Tesouro deveriam ser remunerados. A redação original estabelecia que a remuneração deveria ser calculada sobre os saldos diários e equivalente a, pelo menos, a variação diária do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTN-F).¹¹³ Em 1991, a Lei n. 8.177, de 1º de março, determinou a troca do BTN-F pela Taxa Referencial Diária (TRD) como

¹¹¹ “Por sua vez, seus parágrafos determinam que os recursos destinados ao custeio da previdência social, geral ou própria dos servidores públicos, deverão ser segregados e depositados dos demais recursos, não podendo ser utilizados para aplicação em títulos da dívida pública estadual ou municipal, ou valores mobiliários emitidos por empresas controladas pelo respectivo ente, e nem para a concessão de empréstimos aos próprios segurados ou ao Poder Público. Por esse motivo, o STJ já teve a oportunidade de asseverar que o financiamento para aquisição de moradia própria de servidor público municipal, com uso de recursos do sistema próprio de previdência, viola o art. 43, § 2º, II, da LRF, criado exatamente para vedar essas operações subsidiadas que podem prejudicar a higidez do sistema previdenciário” (ABRAHAM, 2017, p. 237).

¹¹² “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.**” (BRASIL, 2019Aa, p. 07.Grifado).

¹¹³ Art. 5º O Banco Central do Brasil e as instituições financeiras a que se refere o parágrafo único deste artigo recolherão ao Tesouro Nacional, no último dia útil de cada decêndio, remuneração equivalente, no mínimo, **à variação diária do valor nominal do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTN-F)** incidente sobre o saldo diário dos depósitos da União existentes no decêndio imediatamente anterior. (Grifado)

Parágrafo único. No caso em que órgãos e entidades da União, em virtude de características operacionais específicas, não possam integrar o sistema de caixa único do Tesouro Nacional, os recursos destinados a atender suas necessidades poderão, excepcionalmente, ser depositados no Banco do Brasil S.A ou na Caixa Econômica Federal.

parâmetro da remuneração.¹¹⁴ Por fim, a Lei n. 9.027, de 12 de abril de 1995, determinou a mudança da TRD para “a taxa média referencial” do sistema SELIC e estabeleceu a destinação dos recursos para os exercícios de 1994 e 1995. No caso, obrigações da dívida pública (interna, externa, mobiliária e contratual).¹¹⁵

Conforme a Medida Provisória n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001, as disponibilidades depositadas serão remuneradas pelo valor médio da rentabilidade dos títulos da Dívida Pública Federal interna da carteira do Banco Central (artigo 1º).¹¹⁶ Trata-se da última reedição da Medida Provisória n. 1.789, de 27 de dezembro de 1998. Desde então, os recursos da conta única são remunerados em parâmetros compatíveis com valores de mercado.

De modo quase simétrico, os demais entes subnacionais podem investir suas disponibilidades em produtos financeiros que tenham segurança e liquidez imediata, de modo a não comprometer a execução das despesas públicas. No entanto, somente podem fazer aplicações por meio de instituições financeiras oficiais, ressalvadas os casos previstos em lei. De acordo com o STF, tal lei autorizadora deve advir do Congresso Nacional e ter caráter nacional, conforme

¹¹⁴ Art. 5º O Banco Central do Brasil e as instituições financeiras a que se refere o § 2º deste artigo recolherão ao Tesouro Nacional, no último dia útil de cada decênio, remuneração incidente sobre os saldos diários dos depósitos da União existentes no decênio imediatamente anterior.

§ 1º Os saldos de que trata este artigo, a partir de 4 fevereiro de 1991, serão remunerados pela Taxa Referencial Diária (TRD), divulgada pelo Banco Central do Brasil. (Grifado)

§ 2º No caso em que órgãos e entidades da União, em virtude de características operacionais específicas, não possam integrar o sistema de caixa único do Tesouro Nacional, os recursos destinados a atender suas necessidades poderão, excepcionalmente, ser depositados no Banco do Brasil S.A. ou na Caixa Econômica Federal.

¹¹⁵ Art. 5º O Banco Central do Brasil (Bacen) e as instituições financeiras a que se refere o § 2º deste artigo recolherão ao Tesouro Nacional, no último dia útil de cada decênio, o valor da remuneração incidente sobre os saldos diários dos depósitos da União existentes no decênio imediatamente anterior.

§ 1º Os saldos de que trata este artigo, a partir da vigência desta lei, serão remunerados pela taxa média referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). (Grifado)

§ 2º No caso em que órgãos e entidades da União, em virtude de características operacionais específicas, não possam integrar o sistema de caixa único do Tesouro Nacional, os recursos destinados a atender suas necessidades poderão, excepcionalmente, ser depositados no Banco do Brasil S.A. ou na Caixa Econômica Federal.

§ 3º Nos exercícios de 1994 e 1995, o valor da remuneração dos saldos diários dos depósitos da União será destinado exclusivamente às despesas com a dívida mobiliária, interna e externa, e dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional e com a aquisição de garantias da dívida mobiliária externa. (Grifado)

¹¹⁶ Art. 1º 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.** (Grifado)

juízo proferido na ADI n. 2.661-5 MA (sob a relatoria do Ministro Celso de Mello),¹¹⁷ cujo trecho da ementa segue abaixo:

AS DISPONIBILIDADES DE CAIXA DOS ESTADOS-MEMBROS SERÃO DEPOSITADAS EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS OFICIAIS, RESSALVADAS AS HIPÓTESES PREVISTAS EM LEI NACIONAL.

- As disponibilidades de caixa dos Estados-membros, dos órgãos ou entidades que os integram e das empresas por eles controladas **deverão ser depositadas** em instituições financeiras **oficiais**, cabendo, **unicamente**, à União Federal, mediante lei **de caráter nacional**, definir as **exceções autorizadas** pelo art. 164, § 3º da Constituição da República.

- O Estado-membro **não possui** competência normativa, **para**, mediante ato legislativo próprio, estabelecer ressalvas à incidência da cláusula geral que lhe impõe a **compulsória** utilização de instituições financeiras **oficiais**, para os fins referidos no art. 164, §3º da Carta Política.

O **desrespeito**, pelo Estado-membro, **dessa reserva de competência legislativa**, instituída **em favor** da União Federal, **faz instaurar** situação de inconstitucionalidade formal, **que compromete** a validade e a eficácia jurídicas **da lei local**, que, **desviando-se** do modelo normativo inscrito no art. 164 da Lei Fundamental, **vem a permitir** que as disponibilidades de caixa do Poder Público **estadual** sejam depositadas **em entidades privadas** integrantes do Sistema Financeiro Nacional. **Precedente: ADI 2.600-ES**, Rel. Min. Ellen Gracie (Grifos originais).

A Lei n. 12.833, de 20 de 06 de junho de 2013, acrescentou dispositivo à Medida Provisória n. 2.170-36, de 23.08.2001, segundo o qual “Ficam as empresas públicas federais, exceto as instituições financeiras, autorizadas a aplicar os seus recursos financeiros na Conta Única do Tesouro Nacional.” (artigo 5º-A).

Trata-se, pois, de investimento atrativo para as empresas públicas federais, tendo em vista que a conta única é remunerada em valores compatíveis com os praticados no mercado de renda fixa.¹¹⁸ Na prática, próximos à taxa de juros SELIC, a qual traz retornos inversamente proporcionais aos riscos de mercado e

¹¹⁷ Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=387196>. Acesso em: 01.07.2019.

¹¹⁸ “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” (BRASIL, 2019a, p. 24).

afasta o custo de oportunidade de manter valores fora do sistema bancário comercial.

Por fim, os atos operacionais de “movimentação e aplicação dos recursos financeiros da Conta Única do Tesouro Nacional, a abertura e manutenção de contas correntes bancárias e outras normas afetas à administração financeira dos órgãos e entidades da Administração Pública Federal” estão consolidados pela STN, por meio da Instrução Normativa STN n. 04, de 30 de agosto de 2004.

Unificando diversos comandos legais e regulamentares, a IN/STN n. 04, de 30 de agosto de 2004: 1) reafirma a regra da conta única, 2) indica a instituição bancária executora (agente financeiro), 3) estabelece os documentos de movimentação, por meio do SIAFI, e 4) reconhece as exceções à unidade de caixa para a Administração Pública Federal.

Dado o quadro normativo acima exposto, o modelo de conta única e o sistema eletrônico operacionalizador (SIAFI), desde o início de sua implantação na segunda metade dos anos 1980, passaram por constantes e necessários aperfeiçoamentos, que se fizeram necessários em face dos avanços da tecnologia da informação (bem como o crescente avanço dos riscos quanto à segurança das operações e do fluxo de dados), tendo igualmente em consideração, o tamanho, a complexidade e o volume dos recursos movimentados diariamente pela Administração Pública Federal.

2.3.2 Operacionalização das entradas, saídas, saldos e remuneração

Conforme informado pela STN, em sua página na *Internet*:¹¹⁹

A Conta Única do Tesouro Nacional, mantida no Banco Central do Brasil, acolhe todas as disponibilidades financeiras da União, inclusive fundos, de suas autarquias e fundações. Constitui importante instrumento de controle das finanças públicas, uma vez que permite a racionalização da administração dos recursos financeiros, reduzindo a pressão sobre a caixa do Tesouro, além de agilizar os processos de transferência e descentralização financeira e os pagamentos a terceiros.

¹¹⁹ Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/modelo-artigo-tesouro-nacional/-/asset_publisher/8oEpbfolahSe/content/gestao-da-conta-unica. Acesso em 31.08.2019.

O Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, que promoveu a organização da Administração Federal e estabeleceu as diretrizes para Reforma Administrativa, determinou ao Ministério da Fazenda que implementasse a unificação dos recursos movimentados pelo Tesouro Nacional, através de sua Caixa junto ao agente financeiro da União, de forma a garantir **maior economia operacional** e a **racionalização dos procedimentos** relativos a execução da programação financeira de desembolso. Tal determinação legal só foi integralmente cumprida com a promulgação da Constituição de 1988, quando todas as disponibilidades do Tesouro Nacional, existentes nos diversos agentes financeiros, foram transferidas para o Banco Central do Brasil, em Conta Única centralizada, exercendo o Banco do Brasil a função de agente financeiro do Tesouro (Grifado).

Segundo ainda a STN, a custódia da conta única no Banco Central “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 de liquidez no sistema financeiro” (BRASIL, 2019a, p. 21). No entanto, como já demonstrado anteriormente, nem todas as disponibilidades da União são depositadas na CTU.

A execução da receita e da despesa públicas realizadas por meio da conta única é regulada pela Instrução Normativa STN n. 04, de 30 de agosto de 2004. De acordo com suas regras, a Conta Única permite o acesso das Unidades Gestoras na modalidade “on-line” (artigo 1º).¹²⁰

Como o BCB não se relaciona com qualquer entidade estranha ao sistema financeiro, as operações por meio da Conta Única são executadas por meio do

¹²⁰ A Instrução Normativa n. 03, de 23 de maio de 2001, estabelece as formas de acesso das Unidades Gestoras (UG's) ao SIAFI: “on line” ou “off line”. Segundo a norma:

“8. A forma de acesso on-line caracteriza-se pelo fato de:

8.1. Todos os documentos orçamentários e financeiros das UG serem emitidos diretamente pelo sistema;

8.2. A própria UG atualizar os arquivos do sistema, digitando por meio de terminais conectados ao SIAFI, dados relativos aos atos e fatos de gestão; e

8.3. As disponibilidades financeiras da UG serem individualizadas em contas contábeis no SIAFI, compondo o saldo da Conta Única e de outras contas de arrecadação ou devolução de recursos.

9. A forma de acesso off-line caracteriza-se pelo fato de:

9.1. As disponibilidades financeiras da Unidade serem individualizadas em conta corrente bancária e não comporem a Conta Única;

9.2. A UG emitir seus documentos orçamentários, financeiros e contábeis previamente à introdução dos respectivos dados no sistema; e

9.3. A UG não introduzir os dados relativos a seus documentos no sistema, o que é feito por meio de outra unidade, denominada Pólo de Digitação.

10. Cabe à Secretaria do Tesouro Nacional definir qual a forma de acesso de cada UG, ouvindo o respectivo Ministério ou Órgão.”

(Disponível

em:

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/392868/inst_norma_03_01.pdf. Acesso em: 31.07.2019. Grifado)

Banco do Brasil, o qual atua como agente financeiro do Tesouro Nacional. No entanto, há a ressalva de que outros agentes financeiros poderão ser autorizados pelo Ministério da Economia (artigo 2º).

A execução da receita e da despesa ocorre em ambiente integralmente informatizado, mediante o processamento de créditos (ingressos) e débitos (pagamentos ou transferências) em nome do Tesouro Nacional, repassados pelo sistema bancário ou por ordens bancárias geradas a partir do sistema SIAFI.

As operações são liquidadas e compensadas por meio do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), pela infraestrutura Sistema de Transferência de Reservas (STR). Conforme exposto anteriormente, as operações cujos valores transitam pela Conta Única são segregadas das demais operações. Nesse sentido, o Tesouro Nacional compõe o STR como um participante autônomo, tal como as infraestruturas do mercado financeiro (Bolsa de Valores e CIP) e as demais instituições bancárias e financeiras.¹²¹ Desse modo, dispensa-se a intermediação financeira, o que diminui os prazos de recebimentos e pagamentos, nos termos do art. 2º, § 2º, da IN/STN n. 04, de 30 de agosto de 2004 (“A Secretaria do Tesouro Nacional poderá optar por fazer movimentações financeiras diretamente por meio do Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB, sem intermediação do agente financeiro”).

A movimentação de recursos na CTU é feita por meio dos seguintes documentos de entrada e de saída: Ordem Bancária (OB); Guia de Recolhimento da União (GRU), Documento de Arrecadação de Receitas Federais (DARF), Guia da Previdência Social (GPS), Documento de Receitas dos Estados e Municípios (DAR), Guia do Salário-Educação (GSE), Guia do Recolhimento do FGTS, Informações da Previdência Social (GFIP), Notas de Sistema (NS) e Notas de Lançamento (NL) (artigo 3º, IN/STN n. 04, de 30 de agosto de 2004).

¹²¹ “A implantação do Sistema de Transferência de Reservas - STR, a partir de 22/04/2002, proporcionou ao Tesouro Nacional, como entidade integrante desse Sistema, ganhos consideráveis no que se refere às rotinas de movimentação financeira da conta única do Tesouro Nacional. Em várias operações o prazo de ingresso de recursos na conta única foi reduzido. Por outro lado, nas saídas de recursos da conta única, o Tesouro Nacional passou a creditar o beneficiário do pagamento diretamente por meio do STR, eliminando a intermediação do agente financeiro, reduzindo o tempo entre a data de saída dos recursos da conta única e a data de crédito ao beneficiário. Desse modo os recursos permanecem mais tempo à disposição do Tesouro, sendo remunerado durante esse período.” Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/in/sobre-o-spb>. Acesso em 31.082019.

A GRU é movimentada pelo Banco do Brasil e, no que tange aos depósitos judiciais, a movimentação é feita diretamente pela Caixa Econômica Federal.

Por fim, a IN/STN n. 04, de 30 de agosto de 2004, reúne os casos em que as Unidades Gestoras estão autorizadas a movimentar recursos fora da CTU : “em contas bancárias mantidas junto ao Banco do Brasil S/A, ou outros agentes financeiros autorizados pelo Ministério da Fazenda”, nos “casos em que os recursos não possam ser sacados diretamente da Conta Única”. Exemplificativamente, o artigo 9º elenca as situações:

Art. 9º Para atender aos **casos em que os recursos não possam ser sacados diretamente da Conta Única**, os órgãos e entidades da Administração Pública Federal integrantes do orçamento fiscal e da seguridade social excepcionalmente poderão movimentar recursos financeiros em contas correntes bancárias mantidas junto ao Banco do Brasil S/A, ou outros agentes financeiros autorizados pelo Ministério da Fazenda.

§ 1º Poderão ser abertas contas nas seguintes situações:

I - **Contas das unidades gestoras “off line”**: utilizadas para movimentação das disponibilidades financeiras das Unidades Gestoras que operam com o SIAFI na modalidade "off-line";

II - **Contas em moeda estrangeira**: utilizadas por Unidades Gestoras autorizadas a abrigar as disponibilidades financeiras em moeda estrangeira para pagamento de despesas no exterior, nos termos do Decreto no 94.007, de 9 de janeiro de 1987;

III - **Contas especiais**: utilizadas para a movimentação dos recursos vinculados a empréstimos concedidos por organismos internacionais e agências governamentais estrangeiras, nos termos do Decreto no 890, de 9 de agosto de 1993, e em consonância com esta Instrução Normativa;

IV - **Contas de fomento**: utilizadas por unidades gestoras para movimentação de recursos vinculados a operações oficiais de crédito;

V - **Contas de Suprimento de Fundos**: utilizadas em caráter excepcional para movimentação de suprimento de fundos, onde comprovadamente não seja possível utilizar o Cartão Corporativo do Governo Federal, sendo vedada a utilização destas contas para quaisquer outras finalidades;

VI - **Contas de Execução de Programas Sociais** – utilizadas exclusivamente para movimentação de recursos destinados à execução de programas sociais do Governo Federal;

VII - **Contas de Recursos de Apoio a Pesquisa**: utilizadas em caráter excepcional, exclusivamente para movimentação, por meio de cartão, de recursos concedidos a pessoas físicas para realização de pesquisas.

(...)

Art.10. Os casos de **abertura de contas correntes** não previstos no art. 9º serão analisados pelo Órgão Central do Sistema de Administração Financeira que, mediante fundamentação técnica, poderá, em caráter excepcional, autorizar a abertura de conta corrente.

Além disso, a mencionada instrução normativa estabelece que os casos não elencados no artigo 9º, “serão analisadas pelo Órgão Central do Sistema de Administração Financeira que, mediante fundamentação técnica, poderá, em caráter excepcional, autorizar a abertura de conta corrente” (artigo 10).

Conforme informações do Banco Central do Brasil, entre os anos 2001 e 2018, o saldo da conta única em 31 de dezembro apresentou trajetória sempre crescente saiu de R\$ 82 bilhões para quase R\$ 1,3 trilhão, conforme tabela abaixo:

Tabela 01: Saldo da conta única em 31 de dezembro (R\$)

ANO	SALDO	ANO	SALDO
2001	82.205.875.000	2010	404.516.398.000
2002	88.526.786.000	2011	475.622.276.000
2003	120.189.562.000	2012	620.401.291.000
2004	158.231.716.000	2013	655.965.327.000
2005	208.476.268.000	2014	605.920.552.000
2006	226.047.319.000	2015	881.932.081.000
2007	275.843.164.000	2016	1.039.821.680.000
2008	255.216.723.000	2017	1.081.166.080.000
2009	406.354.420.000	2018	1.274.915.134.000

Fonte: Relatórios de Demonstrações Financeiras do Banco Central. Elaboração própria.

Embora seja comumente chamada de “conta única”, CTU divide-se em três subcontas: a subconta Tesouro Nacional; a subconta Dívida Pública e a subconta FRGPS. A primeira é “destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral”; a segunda “registra as disponibilidades oriundas das receitas com os leilões de títulos públicos” e a terceira é segrega os “pagamentos e recebimentos do INSS” (BRASIL, 2019).

Conforme o Balanço Geral da União relativo ao ano de 2018, com informações retiradas do SISBACEN, em 31 de dezembro daquele ano,¹²² o saldo de da Conta Única apresentou o valor de R\$ 1.274.915.134.589,10. Assim distribuídos:

¹²² Disponível em:

<http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/29534:930746:inline>. Acesso em: 31.08.2019.

Tabela 02: Saldo da Conta Única em 31 de dezembro de 2018 (R\$)

CONTA ÚNICA	SUBCONTAS	
1.274.915.134.589,10	Tesouro Nacional	583.313.881.265,64
	Dívida Pública	658.106.248.492,42
	INSS	33.495.001.831,04

Fonte: Balanço Geral da União (2018) e SISBACEN. Elaboração própria.

A análise dos valores movimentados na Conta Única (e registrados no saldo de fechamentos) demanda algumas observações sobre: 1) a extensão da centralização; 2) as vinculações da subconta “Tesouro Nacional”; 3) o detalhamento da subconta “Dívida Pública” e 4) a remuneração das disponibilidades.

Primeiramente, nos balanços apresentados pela União, a rubrica “Caixa e equivalentes de caixa” (que abrange todas as disponibilidades de dinheiro, em bancos ou fora deles) apresenta saldo maior que o da Conta Única. Tal situação demonstra haver valores depositados e movimentados fora da centralização no Banco Central. No entanto, em 2018 (assim como nos anos anteriores) o saldo é proporcionalmente baixo (2,7%) quando comparado ao montante da Conta Única. Segundo o Balanço Geral da União de 2018:

Verifica-se que a CTU representa 97,31% do saldo da rubrica “Bancos”. O saldo restante (R\$ 35,3 bilhões) está principalmente contabilizado na conta onde são registradas as movimentações financeiras dos fundos constitucionais (R\$ 31,3 bilhões).¹²³

Em segundo lugar, o fato de a subconta “Tesouro Nacional” apresentar um saldo de aproximadamente R\$ 584 bilhões, em 31 de dezembro de 2018, não quer dizer necessariamente que tivesse havido um superávit financeiro e/ou que tais recursos estivessem integralmente disponíveis para despesas de qualquer natureza. Em verdade, grande parcela deste montante é vinculado a despesas específicas e não podem ser manejados com ampla liberdade pelo Poder Executivo da União. Os valores estão distribuídos conforme as destinações abaixo:

¹²³ Disponível em:

<http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/29534:930746:inline>. Acesso em:31.08.2019.

**Tabela 03: Vinculação de recursos da subconta
“Tesouro Nacional” em 31 de dezembro de 2018 (R\$)**

RECURSOS	SALDO EM 31.12.2018
Recursos Ordinários	111.886.000.000,00
Recursos Vinculados	470.624.000.000,00
Educação	15.933.000.000,00
Seguridade Social (Exceto Previdência)	20.869.000.000,00
Previdência Social (RPPS)	1.328.000.000,00
Previdência Social (RGPS)	4.115.000.000,00
Recursos de Receitas Financeiras	156.814.000.000,00
Operação de Crédito	362.000.000,00
Alienação de Bens e Direitos	1.005.000.000,00
Transferências Constitucionais e Legais	15.066.000.000,00
Doações	175.000.000,00
Outros Recursos Vinculados a Órgãos e Programas	184.258.000.000,00
Outros Recursos Vinculados a Fundos	59.184.000.000,00
Demais Recursos	11.515.000.000,00
Recursos em Trânsito da Dívida Pública a Classificar	1.330.000.000,00
TOTAL	583.841.000.000,00

Fonte: Balanço Geral da União (2018), com dados do SIAFI.

Dos R\$ 584 bilhões de reais que se encontravam depositados na subconta “Tesouro Nacional”, aproximadamente R\$ 470 bilhões (80%) correspondiam a recursos de aplicação vinculada. E aproximadamente R\$ 112 bilhões correspondiam a valores de aplicação “ordinária”, oriundos da “Fonte 100”.

Conforme dito, muito embora ainda se reconheça uma natureza autorizativa para as leis orçamentárias, o Direito Financeiro brasileiro possui regras que estabelecem a obrigatoriedade do cumprimento de determinadas despesas e a vinculações de receitas a despesas específicas. Com efeito

Quando se fala de alocação discricionária de recursos, de pronto, retoma-se a definição normativa de que o orçamento, no Brasil, é peça autorizativa, ou seja, em regra, comporta margem de liberdade alocativa no curso da sua execução. **A natureza autorizativa (ou seja, discricionária) da consecução geral dos gastos públicos no ordenamento nacional decorre tanto do reconhecimento de que as políticas públicas podem ser remanejadas ao longo do exercício financeiro, conforme melhor convier aos planos de ação governamental, como também das imperfeições do sistema de planejamento diante da memória recente do período inflacionário.** O remanejamento advém da permanente competição por verbas a que estão sujeitas todas as ações governamentais nas mais diversas situações concretas de atendimento ao interesse público construída discursivamente. Exemplo mais objetivo disso é a concorrência de situação de calamidade ou estado de emergência

que leva a um redesenho das dotações disponíveis para todas as demais ações: senão como seria possível absorver famílias afetadas por grandes intempéries ou mesmo promover ações de vacinação em larga escala se houver iminência de uma epidemia? (...)

Não obstante esse regime autorizativo de orçamentação, algumas despesas notadamente obrigatórias para o Estado impõem-se à revelia das oscilações no curso da arrecadação ou dos remanejamentos promovidos em nome da revisão dos planos de ação governamental. (...) Isso ocorre porque tais despesas – lastreadas em comandos legais e constitucionais específicos – não podem ser constrangidas ou restar inexecutadas (PINTO, 2010, p. 202-204. Grifado).

Tais regras têm fundamento constitucional e legal e visam a garantir o cumprimento de obrigações com direitos sociais (despesas com saúde, educação e previdência social), federativas (transferências para estados e municípios) e financeiras (como é o caso do serviço da dívida pública).

Em termos gerais, eventual economia em um exercício financeiro poderá ser aplicada no exercício seguinte. No entanto, as vinculações devem ser cumpridas. Assim, somente haverá efetiva liberdade alocativa após o cumprimento das vinculações, salvo autorizações legais (no caso de obrigatoriedade fundamentada em lei). Note-se:

A parcela de cada fonte de recursos não empenhada e liquidada a cada exercício financeiro (deduzidos os restos a pagar) passa a compor o superávit financeiro do exercício seguinte. Mais precisamente, o superávit financeiro corresponde à diferença entre o ativo e o passivo financeiro, podendo, de acordo com o art. 43 da lei 4.320, ser utilizado para a abertura de crédito suplementar ou especial no exercício seguinte. No entanto, sua utilização deve observar as restrições impostas pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Em seu art. 8º, essa lei determina que “os recursos legalmente vinculados à finalidade específica serão utilizados exclusivamente para atender ao objeto de sua vinculação, ainda que em exercício diverso daquele em que ocorrer o ingresso”. Adicionalmente, o art. 50 determina que “a disponibilidade de caixa constará de registro próprio, de modo que os recursos vinculados a órgão, fundo ou despesa obrigatória fiquem identificados e escriturados de forma individualizada”.

Dessa forma, por ocasião da apuração do resultado financeiro deve-se levar em conta a respectiva fonte de recurso. Caso se verifique que houve superávit financeiro em determinada fonte, tal saldo poderá ser utilizado como fonte para a abertura de créditos suplementares ou especiais, nos termos da lei. **Em suma, as fontes vinculadas que compõem o superávit financeiro só podem ser utilizadas para cobertura das despesas que atendam as respectivas vinculações legais.** (...) a cada ano, as

fontes vinculadas não gastas têm aumentado o saldo da Conta Única, **deixando o Tesouro Nacional sem autorização legal para utilização desses recursos na cobertura de despesa obrigatórias. O excesso de vinculações representa um sério obstáculo não apenas para a elaboração e execução do orçamento, como também para a utilização do saldo de caixa transferido de um ano para outro** (GUARDIA, 2016, p. 303-304. Grifado).

Ao mesmo tempo que restringe a discricionariedade, mediante despesas obrigatórias e receitas vinculadas, o Direito brasileiro atenua as vinculações, igualmente por meio de regras constitucionais e legais. Nesse sentido, uma regra constitucional geral (embora transitória) respalda a desvinculação das receitas da União (DRU) e regras específicas e pontuais permitem a utilização de recursos oriundos de superávits registrados na Conta Única para aplicações distintas das inicialmente previstas.

Em suma, esse mecanismo de “discricionariedade / vinculação / desvinculação” que existe no sistema orçamentário brasileiro, não proporciona maior transparência entre as receitas, despesas e as escolhas alocativas. Isso porque aumenta, de modo desnecessário e prejudicial, a complexidade da atividade financeira da União, pois: 1) reconhece-se a lei orçamentária como autorizativa de despesas, o que daria ampla liberdade para o governo alterar a destinação de recursos ao longo do exercício; 2) prevêm-se vinculações que abrangem a maior parte das disponibilidades de receitas da União e restringe a liberdade orçamentária e o debate legislativo e democrático da alocação de recursos e 3) por fim, o ordenamento que estabelece as vinculações é o mesmo que as afasta em um momento seguinte, por meio de desvinculações legais e constitucionais (sucessivamente: “Fundo Social de Emergência”, “Fundo de Estabilização Fiscal”, “Desvinculação de Receitas da União”) que, não obstante serem chamadas “transitórias”, estão em vigor desde o ano de 1993 são renovadas e ampliadas periodicamente, embora haja questionamentos quanto à sua legitimidade, justiça e constitucionalidade.¹²⁴

¹²⁴ Conforme Pinto (2010, p. 233), as “vinculações constitucionais são garantias instrumentais de consecução de políticas públicas que tanto viabilizam que o Estado cumpra seus deveres constitucionais (explicitamente assim denominados) com educação (art. 205), saúde (art. 196) e seguridade social (art. 194, parágrafo único), como também asseguram que os cidadãos – do ponto de vista de suas posições jurídicas subjetivas individuais – possam exercer seus direitos fundamentais”. E, sendo “garantias instrumentais”, seriam cláusulas pétreas e estariam protegidas contra emendas constitucionais tendentes a as abolir.

Embora a CTU mantenha elevado saldo, tais recursos não podem ser aplicados com ampla liberdade. Em verdade, “como não há um prazo para que essa parcela tenha o destino especificado, esses recursos podem ficar presos na conta única por tempo indeterminado” (PELLEGRINI, 2018, p. 04).

Acerca da subconta “Dívida Pública”, a reserva de liquidez para cumprimento do serviço da dívida (também chamada de “colchão da dívida” ou “colchão de reserva” ou “colchão de liquidez”) demanda algum esclarecimento. O Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2018, elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional, traz a seguinte informação:

O Tesouro Nacional mantém uma “reserva de liquidez” (colchão da dívida), disponibilidade de recursos depositados em reais na Conta Única, para antecipar-se aos períodos de maior concentração de vencimentos, reduzir seu risco de refinanciamento e honrar eventuais passivos contingentes. **A política adotada procura manter esse caixa em montante equivalente a pelo menos três meses do serviço dessa dívida em mercado. Entretanto, atualmente as disponibilidades seriam suficientes para honrar período superior a 6 meses de vencimentos da dívida doméstica em mercado.** Isso garante ao Tesouro Nacional, em eventuais condições adversas, manter-se sem a necessidade de captar recursos para refinarciar a DPF pelo período permitido pela reserva, sem pressionar o custo da dívida. Uma reserva de liquidez também é mantida em moeda estrangeira. (BRASIL, 2018a, p. 07. Grifado).

A reserva de segurança proporcionada pelo colchão de liquidez é maior que os valores constantes na subconta “Dívida Pública” da Conta Única. Tal situação decorre do fato de que existem disponibilidades mantidas na subconta “Tesouro Nacional” que não são originadas das operações da dívida pública, mas que são vinculadas ao seu pagamento. É o caso, por exemplo, das receitas oriundas do resultado do Banco Central (Fonte 188), as quais, embora ingressem na CTU pela subconta “Tesouro Nacional”, estão vinculadas ao pagamento da dívida pública. Desse modo, compõem a reserva de liquidez. Nesse sentido, informa a STN:

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* (BRASIL, 2019a, p. 22. Grifado).

A utilidade de uma reserva para o cumprimento das obrigações da dívida torna-se patente em momentos de instabilidade e incerteza. Sendo assim:

O objetivo [do colchão de liquidez] 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 a adquirir títulos públicos ou o MF não se sente confortável em corroborar as taxas apresentadas nos leilões. Outra utilidade é criar condições para que os gestores da dívida pública trabalhem como agentes estabilizadores do mercado secundário em momentos de elevada volatilidade (...) (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 134-135).

Em tais ocasiões, é recomendável ao Tesouro suspender a colocação de títulos em mercado, pois a tendência dos investidores é precificar os riscos e buscar aumento de ganhos, fato que aumenta do custo da dívida. Passada a conjuntura adversa, os juros de mercado tendem a voltar aos patamares normais.¹²⁵ Daí a necessidade de haver reserva suficiente a permitir a suspensão temporária da emissão de dívida sem prejudicar o cumprimento das obrigações (PELLEGRINI, 2018).

O desafio é estabelecer o montante ótimo para a reserva de liquidez. Não pode ser demasiadamente curto, de maneira a comprometer a solvabilidade da dívida a vencer ao longo do exercício, como também não pode ser excessivamente superior ao ponto ótimo, de modo a tornar desnecessariamente mais o custo do financiamento da dívida pública.

De acordo com Pellegrini (2018), em trabalho publicado pela Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal, o montante equivalente a quatro meses de serviço da dívida seria suficiente para uma segura reserva de liquidez:

Qual o tamanho necessário do colchão de liquidez? Trata-se de questão em aberto. Uma possível regra de bolso seria a manutenção de um colchão equivalente ao valor dos títulos

¹²⁵ “O colchão de liquidez, que são os próprios recursos depositados na conta única, possibilita ao Tesouro pagar os títulos que vencem com o uso dos recursos da conta única (à exceção da parcela vinculada a outros destinos), e não com a emissão de novos títulos. Não fosse o colchão, em momentos de maior incerteza, o Tesouro teria que emitir títulos a um custo elevado para pagar os títulos vencidos (além de financiar o déficit primário). Portanto, é uma espécie de reserva que confere ao Tesouro margem de manobra na gestão da dívida pública” (PELLEGRINI, 2018, p. 04).

públicos em poder do mercado que vencem nos quatro meses seguintes. A média mensal da soma da dívida mobiliária interna que vence a cada quatro meses, considerando-se o período de outubro de 2018 a outubro de 2023, é de R\$ 188 bilhões. **Incluindo-se uma pequena margem prudencial, um colchão de cerca de R\$ 200 bilhões parece uma boa referência para prosseguir com o exercício** (PELLEGRINI, 2018, p. 04. Grifado).

Entretanto, o TN indica em seus relatórios que o colchão de liquidez está a garantir o cumprimento do serviço da dívida por mais de seis meses. É o que consta do Relatório Anual da Dívida (RAD) relativo ao exercício de 2018:

Esse colchão vem se mantendo acima do equivalente a seis meses dos vencimentos de principal e juros da dívida interna em mercado. Isso permite ao Tesouro, em momentos de alta volatilidade do mercado, como os vivenciados em maio e junho de 2018, não captar recursos pelo período permitido pela reserva, o que evita pressionar o custo da dívida em períodos de condições adversas de mercado (BRASIL, 2018b, p. 22. Grifado).

Em todo caso, mesmo que se considere o patamar de R\$ 200 bilhões (quatro meses do serviço da dívida) insuficiente, mostra-se demasiadamente prudente a decisão de deixar em reserva o montante equivalente a mais de 50% (mais de seis meses) do serviço da dívida anual. A opção fiscalmente mais prudente seria reduzir o “colchão de liquidez” e resgatar o equivalente da dívida em mercado. Tal redução e resgate resultaria na diminuição da dívida pública em proporção ao PIB (PELLEGRINI, 2018, p. 05).

Por fim, a remuneração das disponibilidades de caixa depositadas na CTU. Embora não seja uma prática adotada em todas as economias mais relevantes,¹²⁶ a remuneração das disponibilidades da CTU apresenta vantagens que devem ser levadas em consideração.

Agreement is also needed on the rates of interest paid on the TSA balance and any other government's deposits at the central bank. Although international experience varies, it is best practice to pay a market-related interest rate:

- *It improves accounting transparency and avoids the implicit cross-subsidy associated with administered rates.*

¹²⁶ “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 é remunerada; já nos Estados Unidos, Índia, Japão e Alemanha não há remuneração da conta do MF no BC” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 134).

- *It removes the incentive for the MoF to take economically inappropriate decisions in relation to its balances, such as placing funds in commercial banks with low credit ratings. Similarly, in the interests of transparency and proper financial incentives the MoF should pay transaction-related fees. The main benefit of such reciprocal arrangements between the MoF and the central bank is the avoidance of potential distortion to incentives* (WILLIAMS, 2010, p. 17).

Ou seja, a remuneração paga pelos bancos centrais pela custódia dos valores dos respectivos tesouros: 1) aumenta a transparência e evita subsídio cruzado aos bancos comerciais e 2) reduz o incentivo para o Tesouro tomar decisões equivocadas quanto à aplicação de seus saldos no mercado financeiro em geral, com os inerentes riscos de liquidez e de crédito dos bancos em geral. No Brasil, só excepcionalmente, conforme exposto anteriormente, as disponibilidades do Tesouro Nacional estão fora da CTU. Por sua vez, conforme transcrito acima, o Tesouro igualmente deveria pagar pelos serviços bancários que utiliza, pois proporciona mais transparência no relacionamento entre os governos e os bancos e agentes financeiros.¹²⁷

Em termos de controle da gestão pública, o não pagamento de remuneração por parte do Banco Central configuraria renúncia de receitas, tendo em vista que se estivessem depositadas no sistema bancário, as disponibilidades de caixa da União seriam remuneradas em valores compatíveis com os praticados no mercado bancário. Note-se:

Outra possível justificativa para a remuneração da conta do MF no BC é evitar 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 (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 134).

Outra justificativa para o pagamento de remuneração pela custódia das disponibilidades do Tesouro diz respeito ao melhor manejo da dinâmica dos resultados do Banco Central transferidos ao Governo. Argumenta-se que tal

¹²⁷ *“The principle that the government should earn interest on all its deposits and that it should, in turn, pay for all the banking services it receives should be seriously explored. Moreover, bank remuneration through fees instead of allowing banks to benefit through floats is more transparent and promotes competitive bidding”* (PESSOA, WILLIAMS, 2010, p. 31).

remuneração dos saldos não seria necessária porque, em termos práticos, seria mera antecipação de resultado positivo da autoridade monetária. Como os bancos centrais tendem a ser sempre lucrativos (pois são os únicos agentes econômicos que emitem moeda por seu valor de face e não pagam juros por isso), não haveria necessidade de remunerarem os saldos de seu correntista e controlador; bastaria transferir os resultados periodicamente.¹²⁸

No entanto, por diversos motivos, não há garantia que ao final de cada período de apuração (que, no Brasil, é semestral), o Tesouro receberá o mesmo valor em dinheiro. Principalmente, nos casos em que o banco central desconta seus custos administrativos do resultado a ser encaminhado ao Tesouro.¹²⁹ Não é esse o caso do Brasil, pois, conforme a LRF, o custeio administrativo (atividades-meio) do BCB são integralmente arcados pelo orçamento fiscal (artigo 5º, § 6º).¹³⁰

Em verdade:

Apesar da possível interpretação de que a remuneração da conta do MF no BC é anda 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 esse setor, seja porque o BC se torna mais leniente no controle de seus próprios gastos. [Dessa forma], 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 (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 135).

Como exposto anteriormente, as disponibilidades do Tesouro no Banco Central recebem remuneração. Os parâmetros estão estabelecidos na Lei n. 9.027, de 12 de abril de 1995 (artigo 5º), quanto à periodicidade decenal, e na Medida Provisória n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001 (artigo 1º), quanto ao

¹²⁸ “A remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional pode, simplificarmente, se entendida como uma antecipação do lucro do Banco Central. Vale dizer, se a Conta Única não fosse remunerada, o lucro do Banco Central e, conseqüentemente, a transferência de recursos ao Tesouro Nacional seriam maiores” (GUARDIA, 2016, p. 311).

¹²⁹ “*The payment of interest on government deposits will affect the central bank’s profits. For a profitable central bank that is arguably an advantage: it reduces the risk that some part of the extra “profits” generated by the central bank would be lost through leakage to higher administrative or other expenses, that is, it keeps the central bank lean and efficient*” (WILLIAMS, 2010, p. 17).

¹³⁰ “§ 6º Integrarão as despesas da União, e serão incluídas na lei orçamentária, as do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos.”

parâmetro de remuneração. No caso, a “taxa média ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil”.

A cada dez dias, é apurado o valor das disponibilidades e aplicado o fator de remuneração. Durante os dez dias seguintes, os valores ficam à disposição para conferência, entre o BCB e o Tesouro Nacional, e devem ser recolhidos à Conta Única até o décimo dia útil após o período de apuração, nos termos das regras operacionais do SIAFI (BRASIL, 1996).

A tabela abaixo aponta os valores que o BCB pagou ao Tesouro Nacional a título de remuneração das disponibilidades depositadas na CTU, sob custódia da autoridade monetária. Ressalte-se que tais valores dizem respeito apenas à remuneração da Conta Única e não à remuneração de todas as disponibilidades eventualmente depositadas em outros bancos.

Tabela 04: Remuneração dos saldos a Conta Única (R\$)

ANO	REMUNERAÇÃO	ANO	REMUNERAÇÃO
2001	12.137.672.000	2010	34.994.177.000
2002	34.707.753.000	2011	43.210.071.000
2003	18.585.214.000	2012	49.835.287.000
2004	17.864.755.000	2013	50.884.652.000
2005	28.581.593.000	2014	55.328.686.000
2006	25.865.649.000	2015	87.048.866.000
2007	27.760.956.000	2016	105.416.244.000
2008	28.317.110.000	2017	95.212.972.000
2009	32.675.811.000	2018	96.488.143.000

Fonte: Relatórios de Demonstrações Financeiras do Banco Central. Elaboração própria.

Como se pode verificar na Tabela 04, são valores elevados e em trajetória de crescimento, entre 2001 (R\$ 12,137 bilhões) e 2018 (R\$ 95,5 bilhões).

A dimensão de tal fonte de recursos pode ser verificada pela análise feita pelo TCU no Balanço Geral da União de 2018, para emissão de Parecer Prévio às contas do Presidente da República (BRASIL, 2019c). Na ocasião, verificou-se que, no último decêndio do exercício (entre 21 e 31 de dezembro de 2018), o valor da remuneração foi de aproximadamente R\$ 213 milhões.

Na auditoria, o TCU detectou que houve descumprimento do regime de competência, pois os registros contábeis estavam sendo feitos somente após o efetivo recolhimento, no exercício seguinte. Note-se:

A auditoria financeira do Balanço Geral da União de 2018 identificou que parcela da variação patrimonial aumentativa (VPA) dos rendimentos de aplicações de recursos da Conta Única do Tesouro Nacional (CTU) não foi reconhecida de acordo com o regime de competência.

Conforme se constata no histórico de diversas Notas de Lançamento do Sistema (NS) registradas no SIAFI, na UG emitente 170500, houve reconhecimento, na conta de VPA 445210100 – Remuneração de Depósitos Bancários, de rendimentos de aplicações de recursos da CTU relacionados ao último decêndio de dezembro de 2018 somente em 9/1/2019. Assim, não houve o pertinente reconhecimento no exercício de 2018.

Instada a se posicionar sobre a questão, por meio do Ofício de Requisição 77-385/2018, a STN informou que os registros da remuneração da CTU são realizados conforme o art. 1º da Lei 9.027/1995 e que, após o fechamento de cada decêndio, é realizada a apuração dos valores referentes à remuneração e realizada a transferência desses recursos com os devidos registros no SIAFI.

O mencionado art. 1º da Lei 9.027/1995 dispõe que o Banco Central do Brasil e as instituições financeiras recolherão ao Tesouro Nacional, no último dia útil de cada decêndio, o valor da remuneração incidente sobre os saldos diários dos depósitos da União existentes no decêndio imediatamente anterior.

Nesse ponto, convém destacar que, caso os registros contábeis aguardem o recolhimento (no sentido de crédito em conta ou depósito) ao Tesouro Nacional para que haja o reconhecimento da remuneração, estar-se-á diante da adoção do regime de caixa e, na verdade, a contabilidade pública brasileira deve observar o regime de competência, consoante o disposto no subitem 1.1 da NBC TSP Estrutura Conceitual e no MCASP (BRASIL, 2019c, p. 336).

Ao final, o TCU expediu a seguinte recomendação:

À Casa Civil da Presidência da República, em conjunto com o Ministério da Economia, que proceda aos ajustes nas rotinas contábeis pertinentes, a fim de que as variações patrimoniais aumentativas (VPA) decorrentes da remuneração da aplicação de recursos da Conta Única do Tesouro Nacional sejam reconhecidas em observância ao regime de competência, consoante o disposto no subitem 1.1 da NBC TSP Estrutura Conceitual e no MCASP (BRASIL, 2019c, p. 337).

Os valores oriundos da remuneração da Conta Única são receitas financeiras e, como tal, são receitas de capital.¹³¹ No entanto, ao contrário das

¹³¹ “Por fim, como **outras receitas de capital** devem ser registradas as receitas provenientes das seguintes operações, consoante dispõe o já referido Ementário de classificações de receitas orçamentárias: a) integralização de capital social (recursos recebidos pelas empresas públicas ou sociedades de economia mista, como participação em seu capital social); b) integralização com recursos de outras fontes (recebidos pelas empresas públicas ou sociedades de economia mista,

receitas oriundas do resultado do BCB, não estão dirigidas a despesa específica. Sendo assim, sua destinação não é vinculada, muito embora a aplicação de receitas de capital (de origem financeira) em despesas correntes possa comprometer o equilíbrio entre receitas e despesas primárias, prejudicar o cumprimento da regra de ouro e afetar negativamente a condução da política monetária.¹³²

2.3.3 A Conta Única e o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)

“Sistema de pagamentos”, no jargão da atividade financeira, é a estrutura que permite a interligação dos participantes do sistema bancário/financeiro, de modo a possibilitar a liquidação e a compensação de ordens de pagamentos, transferências, créditos e de débitos, sob a forma de registros monetários.¹³³

Segundo o BCB:

como participação no capital social); c) **resultado positivo do Banco Central do Brasil** (transferido ao Tesouro Nacional, após a constituição e reversão de reservas, até o 10º dia útil subsequente à aprovação das demonstrações financeiras semestrais pelo Conselho Monetário Nacional); d) integralização de recursos do Tesouro Nacional (recursos do Tesouro recebidos pelas empresas públicas ou sociedades de economia mista como participação em seu capital social); e) **remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional** (receita proveniente da remuneração das disponibilidades da Conta Única do Tesouro Nacional, no Banco Central); f) os saldos de exercícios anteriores (recursos oriundos de incorporações do superávit financeiro de entidade da Administração Pública); e g) as 'outras receitas' (classificação das receitas de capital que não atendem às especificações anteriores, e que deve ser empregada somente e no caso de impossibilidade de utilização dos demais títulos” (RUBINSTEIN, 2019, p. 73-74. Grifado).

¹³² “Sendo uma receita de capital, é preferível que se destinem 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 o MF e o BC, o pagamento da dívida pública, preferencialmente aquela existente no 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 dívidas que vencem junto à autoridade monetária” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 135).

¹³³ “(...) com a inserção da tecnologia ‘banco’ como instituição para depósito de valores, a tecnologia ‘moeda’ passou por uma importante inovação: deixou de ter unicamente a forma de papel-moeda (aí incluída a moeda metálica) para assumir também a forma de um simples registro em uma instituição financeira (que evoluiu das anotações nos ‘caderninhos’ dos banqueiros de séculos atrás até os atuais registros em grandes bases de dados computadorizadas). **Assim, grande parte do estoque de moedas nas sociedades ‘desmaterializou-se’, passando do ‘meio físico’ ao ‘meio eletrônico, e, para que as pessoas tivessem confiança tanto na aceitação pública quanto na inviolabilidade dos registros nas instituições financeiras, vinculadores dos valores depositados a seus respectivos depositantes, tornaram-se**

O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com o processamento e a liquidação de operações de transferência de fundos, de operações com moeda estrangeira ou com ativos financeiros e valores mobiliários, chamados, coletivamente, de entidades operadoras de Infraestruturas do Mercado Financeiro (IMF). Além das IMF, os arranjos e as instituições de pagamento também integram o SPB. Zelar pelo funcionamento normal, seguro e eficiente do sistema de pagamentos é função essencial de um banco central. Tal função tem como objetivo primordial garantir a eficiência e a segurança no uso de instrumentos de pagamento por meio dos quais a moeda é movimentada.

Como forma de atingir esses objetivos, o BC tem as competências de regulamentar e exercer a vigilância e a supervisão sobre os sistemas de compensação e de liquidação, os arranjos e as instituições de pagamento.¹³⁴

Trata-se, portanto, de sistema informatizado e interligado de mecanismos (públicos e privados) de liquidação e custódia, que agrega instrumentos de pagamento, instituições financeiras e agentes econômicos, de modo a permitir a eficácia na transferência de dinheiro e outros valores mobiliários. Nesse sentido:

*The **payment system** may be defined as the set of arrangements for the discharge of the obligations assumed by economic agents whenever they acquire real or financial resources. In non-barter economies such obligations are discharged through the transfer of title of ownership of a narrow set of claims which, by virtue of their wide acceptability, are known as 'money' (the 'settlement medium'). **The payment system, therefore, is a set of mechanisms for the transfer of money among agents.** Its constituent elements comprise the institutions providing payment services, the various forms of money, the means of transferring them, including message instruction and communication channels, and the contractual relationships linking the parties concerned (BORIO, VAN DEN BERG, 1993, p. 08. Grifado).*

Os sistemas de pagamentos são gerenciados e operacionalizados pelos bancos centrais. Trata-se de uma das mais relevantes funções a cargo das autoridades monetárias e que estão na sua origem e na justificativa de sua própria existência. É competência, portanto, dos bancos centrais organizar o sistema de transações interbancárias, com o objetivo de reduzir os riscos de crédito e de liquidez, de modo a proporcionar credibilidade e estabilidade ao sistema financeiro. Conforme Friedman (2015, p. 124), o “*Federal Reserve*

necessários arranjos tanto institucionais quanto tecnológicos que fomentassem essa confiança” (SOUZA, 2011, 156. Grifado).

¹³⁴ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/spb>. Acesso em 30.09.2019.

System foi concebido inicialmente como um meio de evitar o pânico bancário e de facilitar o comércio; secundariamente para servir como banqueiro do governo”.

A execução de um abrangente, integrado e confiável sistema de pagamentos é serviço essencial, cuja ausência ou mau funcionamento acarreta crises financeiras sistêmicas e quebra de confiança.¹³⁵ Com efeito:

O aprimoramento de sistemas de pagamentos evoluiu internacionalmente de forma significativa nos últimos anos, como consequência do crescimento dos riscos associados à sofisticação dos mercados, à expansão das negociações envolvendo múltiplas moedas ou segmentos financeiros e à intercomunicação instantânea, que aumenta a volatilidade dos capitais na interligação do sistema financeiro internacional.

Mais especificamente, a discussão sobre o papel dos sistemas de pagamentos e de liquidação de ativos na economia dos países ganhou importância em razão da ocorrência de alguns eventos na história recente, tais como a falha na liquidação de contratos de câmbio ocasionada pela insolvência do *Bankhaus Herstatt* em 1974, a falha nos computadores do *Bank of New York* em 1985 e o colapso nos preços das ações verificado em 1987. **Esses eventos mostraram aos bancos centrais do mundo os riscos envolvidos nos processos de liquidação de transações financeiras e o potencial de que eventuais distúrbios nestes processos venham contaminar e desestabilizar os mercados financeiros e as economias em geral** (BESSADA, BIASOTTO, 2004, p. 07).

Mais do que um serviço essencial, constitui um tipo de monopólio natural, o qual deve ser prestado por estruturas estatais ou, pelo menos, por agentes privados sob a supervisão estatal.¹³⁶

No Brasil a matéria é regulada pela Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001, a qual trata da "atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro" (art. 1º). Conforme seu art. 2º:

¹³⁵ “As a increasing share of payment become cashless, any disruption in the payment system affects business, international trade, and confidence in the currency” (CHAUDHURI, 2108, p. 91).

¹³⁶ “To sum up, the payment system is a **particular type of natural monopoly** that (probably more than any other natural monopoly) calls for a very specific treatment by regulators. There are four main reasons why this is the case. **First**, on the demand side, direct network externalities encourage concentration, and the demand for finality imposes interconnection with the system providing the legal standard. **Second**, on the supply side, economies of scale also encourage concentration. **Third**, from the point of view of the social planner (i.e. the policymaker aiming to maximize social welfare), the services provided by it are strategic and essential to the population. And **fourth**, its management implies the collection and treatment of sensible information, whose provision by the private sector may be problematic” (UGOLINI, 2017, p. 29. Grifado).

Art. 2º O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.

Parágrafo único. Integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência:

I - de compensação e liquidação de **ordens eletrônicas de débito e de crédito**;

II - de **transferência de fundos e de outros ativos financeiros**;

III - de compensação e de liquidação de **operações com títulos e valores mobiliários**;

IV - de compensação e de liquidação de **operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros**; e

V - outros, inclusive envolvendo **operações com derivativos financeiros**, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo.

Os bancos centrais, como prestadores e/ou reguladores desse serviço, exercem protagonismo e os tesouros nacionais, dada a dimensão de suas movimentações financeiras, exercem papel relevante no sistema de pagamentos. Como será descrito abaixo, a conta única do Tesouro Nacional, em razão do volume dos recursos que movimenta, constitui uma unidade separada no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). No Brasil,

Todo o Sistema de Pagamentos Brasileiro funciona por delegação do Banco Central, a quem compete conceder autorização para funcionar e supervisionar a operação dos sistemas e câmaras de compensação que integram o SPB. No desempenho dessas funções, o Banco Central atua no sentido de promover a solidez o normal funcionamento e o contínuo aperfeiçoamento do sistema de pagamentos. Além disso, o Banco Central do Brasil também é provedor de serviços de transferência de fundos de liquidação de obrigações em todos os sistemas.

Finalmente, o Banco Central do Brasil também é o operador de dois sistemas de pagamentos (STR e SELIC), sendo que pela operação do STR ele é capaz de controlar o funcionamento do SPB em praticamente todas as suas dimensões relevantes (OLIVEIRA, 2008, p. 209. Grifado).

Dado o caráter dinâmico da matéria, a constante evolução tecnológica e os constantes riscos, há um relevante espaço para regulação infralegal do SPB, a cargo principalmente do BCB e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

De toda sorte, a operação do Sistema de Pagamentos Brasileiro possui caráter misto. Uma parte é executada por meio de sistemas públicos, a cargo do BCB, e outra parte, sob a responsabilidade de sistemas privadas, operados por empresas ou consórcios de empresas de serviços financeiros. É o caso, por exemplo, da Bolsa de Valores de São Paulo (atualmente “B3 – Brasil, Bolsa, Balcão”), que faz a custódia e liquidação no mercado acionário, e da CIELO, uma das empresas que atua no recolhimento e liquidação de operações com cartão de crédito no Brasil. Ambas sociedades empresárias de capital aberto.

No que pertine a este trabalho, o BCB opera dois sistemas: o SELIC, “sistema especial de liquidação e custódia” e o STR, “sistema de transferência de reservas”.

O SELIC (que não se confunde com a popularmente chamada “taxa SELIC”¹³⁷) é o sistema de custódia e liquidação de operações com títulos públicos no Brasil. Segundo o BCB, atualmente o SELIC conta com cerca de 500 participantes institucionais e cerca de 160 mil clientes individualizados.

Em face da dimensão e do alcance das operações com títulos públicos no Brasil, o SELIC mostra-se “fundamental em possíveis casos de falência ou insolvência de instituições financeiras”, pois a “liquidação em tempo real e o registro das transações com títulos públicos federais em seu banco de dados pode coibir fraudes e prevenir o contágio em outras instituições.”¹³⁸

O sistema Selic foi criado em 1979, por meio de uma parceria entre a Andima e o BC, para promover a liquidação financeira das operações com títulos públicos ao final de cada dia, pelo resultado líquido, diretamente na conta de reservas bancárias. A partir de 1996, todos os procedimentos, inclusive a realização de leilões, passaram a ser realizados eletronicamente. Desde abril de 2002, pela implementação do novo SPB, a forma de liquidação foi alterada e passou a ser realizada pelo valor bruto em tempo real (LBTR), onde existem várias janelas de liquidação ao longo do dia. Com essa nova modalidade de liquidação, o vendedor do

¹³⁷ Conforme o BCB: “A Selic é a taxa básica de juros da economia. É o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras. A taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. O BC opera no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da Selic definida na reunião do Comitê de Política Monetária do BC (Copom)”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em 31.08.2019.

¹³⁸ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemaselic>. Acesso em: 31.08.2019.

título tem sua posição automaticamente bloqueada, e na ponta compradora a conta é debitada.

Essa forma de liquidação surgiu com o advento do Sistema de Transferência de Reservas (STR), que está vinculado ao Selic. Tal sistema compreende os bancos comerciais e as casas de *Clearing*, que têm contas especiais de liquidação no Banco Central, assim como o Tesouro Nacional. Todas as transferências de recursos são liquidadas e finalizadas no *intraday*. Cabe destacar que as liquidações no Selic ou no STR, quando não honradas por uma das partes, têm registro cancelado, e a operação não é concluída (PEDRAS, VENCESLAU, 2009, p. 350).

A inserção das operações com títulos do Tesouro Nacional no sistema de pagamentos brasileiro, por meio do SELIC, o qual é operado pelo Banco Central, contribui para o fortalecimento do mercado doméstico de títulos públicos e, segundo a STN, um mercado de títulos ágil e seguro é fator determinante para a redução do custo do financiamento das ações estatais por meio da dívida pública. Cabe ao BCB operacionalizar essa infraestrutura.

Por sua vez, o outro sistema operado pelo BCB no âmbito do SPB é o “sistema de transferência de reservas” (STR). Este opera no ambiente de transações entre bancos, mediante transferências de valores, mediante ordens bancárias (DOCs, TEDs, TEAs e bloqu岸tos de cobrança). Segundo o BCB:¹³⁹

O Sistema de Transferência de Reservas (STR) é o coração do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), onde ocorre a liquidação final de todas as obrigações financeiras no Brasil.

A transferência de fundos no STR é irrevogável, isto é, só é possível ‘desfazer’ uma transação por meio de outra transação no sentido contrário. Além disso, para garantir a solidez do sistema, no STR não há possibilidade de lançamentos a descoberto (não se admite saldo negativo).

O STR, instituído pela Circular nº 3.100/2002, é um sistema que faz liquidação bruta em tempo real (LBTR), ou seja, que processa e liquida transação por transação.

Em linhas gerais, o BCB mantém a custódia de uma central (“Reservas bancárias e contas de liquidação”), a qual é alimentada por reservas bancárias de cada um dos participantes do sistema financeiro.

Ao longo do dia, clientes bancários realizam ordens de pagamentos e transferências, ordenando créditos e débitos entre contas bancárias de diferentes instituições. Tais ordens são processadas, operadas e os valores registrados, no

¹³⁹ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/str>. Acesso em: 31.08.2019.

ambiente da STR, de modo que durante o dia sejam feitas operações de crédito e débito nas contas de reservas e feitos os repasses aos destinatários finais. Desse modo, uma transferência (TED) realizada por um cliente “x”, com conta-corrente no banco “A”, para um cliente “y”, com conta-corrente no banco “B” é processada e liquidada na STR, de modo que seja feita compensação entre os bancos mediante débito e crédito nas respectivas contas bancárias dos clientes.

A regra é que ao final do dia nenhuma instituição bancária tenha saldo negativo em suas contas de reserva no Banco Central. Se tal possibilidade ocorrer, devem ser realizadas operações de empréstimos no mercado interbancário (conforme a “taxa” CDI). Não sendo suficiente, a instituição deve realizar operações de curto prazo com o Banco Central, a taxas punitivas. Caso haja risco de crédito (e não apenas de liquidez), a instituição bancária estará sujeita a intervenção por parte do BCB, com o objetivo de evitar a propagação de riscos sistêmicos.¹⁴⁰

O Tesouro Nacional, atuando por meio de sua Conta Única sob custódia do BCB, tem posição de destaque dentro do SPB. Especialmente no âmbito da STR. Nesse contexto, a Conta Única é uma unidade destacada nas demais contas de reserva. As operações de pagamento a débito do Tesouro são realizadas mediante ordem de pagamento (OB) realizadas pelas unidades gestores (via SIAFI). Tais OBs geram débito à Conta Única do Tesouro e crédito na conta do respectivo beneficiário. Feita a liquidação, via STR, o valor é creditado, de modo irreversível, ao seu destinatário.

Conforme o Relatório Anual, publicado pelo BCB referente ao ano de 2018, houve, naquele exercício, um total de 78,9 milhões de operações liquidadas no

¹⁴⁰ Conforme Relatório de Estabilidade Financeira, relativo ao segundo semestre de 2018, publicado pelo Banco Central do Brasil: “No segundo semestre de 2018, as infraestruturas do mercado financeiro (IMF) sistemicamente importantes apresentaram funcionamento eficiente e seguro. No único sistema de transferência de fundos sistemicamente importante, Sistema de Transferência de Reservas (STR), a liquidez intradia – saldo agregado dos recursos disponíveis para pagamentos e transferências interbancárias – permaneceu acima das necessidades das instituições financeiras participantes, garantindo que as liquidações ocorressem com tranquilidade. Ao longo do semestre, em média, a Necessidade Efetiva de Liquidez (NEL) – necessidade de recursos para pagamentos – do sistema foi 1,9% da liquidez disponível, sendo 12,6% o percentual máximo observado no período.” Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201904>. Acesso em: 31.08.2019.

âmbito do STR, com o valor de R\$ 431 trilhões de reais em transações bancárias.¹⁴¹

Dada a dimensão e os valores movimentados e sua proporção em relação ao PIB, é intuitiva a dimensão da relevância da participação dos valores movimentados na Conta Única do Tesouro no âmbito dos canais de operação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, especialmente o SELIC e o STR.

¹⁴¹ Relatório do Sistema de Transferência de Reservas (2018). Publicação do BCB. Disponível em https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/relatorios_STR/Relatório%20Anual%20do%20STR%20-%202018.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

3 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO NACIONAL: A CARTEIRA DE TÍTULOS PÚBLICOS PARA EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

3.1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo tem como objeto a carteira de títulos públicos à disposição do BCB. Trata-se de tema sensível e de grande relevância para a avaliação do grau de autonomia operacional das autoridades monetárias. No Brasil, por determinação legal, cabe ao Tesouro Nacional manter um volume mínimo de títulos públicos à disposição do BCB para a execução de suas atribuições.

A exposição está dividida em quatro seções, além desta introdução. Na segunda, serão expostos os vínculos entre política monetária e a dívida pública, principalmente no que tange à constatação de que as operações com títulos públicos são o principal instrumento de atuação dos bancos centrais. Serão lembrados os efeitos da Grande Recessão, iniciada em 2008: a necessidade, cada vez maior, de atuação coordenada entre bancos centrais e tesouros nacionais e a consolidação da mudança de paradigma da política monetária. Quanto a este ponto, serão expostos alguns fundamentos da *Modern Money Theory* e da chamada Teoria Quantitativa da Moeda.

Na terceira parte, serão apresentadas as justificativas para que os bancos centrais não emitam títulos próprios e utilizem os dos respectivos tesouros. Será detalhada a composição da carteira do BCB. Nela, predomina o título denominado “Letra Financeira do Tesouro” (LFT), o qual é indexado à taxa básica de juros SELIC. A essa opção, são dirigidas críticas no sentido de que este papel não seria o melhor instrumento para execução de política monetária. Além disso, será abordada a predominância de realização de operações compromissadas em face de operações definitivas com títulos públicos.

Por fim, na última seção, serão abordados os efeitos da carteira de títulos do BCB nos vários indicadores da dívida pública brasileira, com ênfase na distinção das metodologias de mensuração adotadas pelo FMI e pelo BCB.

3.2 BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL: POLÍTICA MONETÁRIA E OPERAÇÕES COM TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA

Os bancos centrais, para implementar as decisões de política monetária,¹⁴² têm à sua disposição instrumentos diretos e indiretos de atuação, com destaque para: 1) o estabelecimento dos níveis e o recolhimento de depósitos compulsórios de bancos; 2) a realização de operações de desconto para instituições financeiras e 3) a realização de operações de compra e venda de títulos públicos, emitidos pelos governos ou pelos próprios bancos centrais (UGOLINI, 2017, p. 220-221; BINDSEIL, 2004, p. 08; BUZENECA, MAINO, 2007).

Tais mecanismos compõem o que, após a crise financeira de 2007-2008, ficou conhecido como “política monetária convencional”.¹⁴³ Tratava-se, até então, do conjunto de estratégias adotadas pelos bancos centrais, fundadas no paradigma de que haveria uma relação necessária e automática entre taxas de juros, inflação e crescimento econômico (CONTI-BROWN, 2016, p. 139).

Após os eventos econômico-financeiros de 2008, o mencionado paradigma entrou em crise. Na época, por ocasião da desaceleração da atividade econômica, os sistemas financeiros passaram a demandar cada mais liquidez, ante o risco de recessão. Para atender a essa demanda e evitar o recrudescimento dos mencionados efeitos, tesouros e bancos centrais dos países mais diretamente afetados passaram a reduzir progressivamente as taxas de juros de curto prazo.¹⁴⁴

¹⁴² “**Monetary policy implementation** consists of three elements. The **first** is the selection of an operational target of monetary policy (for example, the overnight market interest rate). The **second** is the establishment of an operational framework that permits the central bank to control the selected operational target (for example, setting up the instruments, selecting counterparts, defining a list of eligible collateral). The **third** is to use the instruments on a daily basis in order to achieve the operational target” (BINDSEIL, 2004, p. 07. Grifado).

¹⁴³ “Before 2008 financial crisis, there was a roughly universal academic consensus on what the answers were to an old question: **What is a central bank designed to do?** The answer was (...): a central bank is an institution legally separate from the head of state that it can **control inflation** through the exercise of technical expertise. How the central bank reached this goal was also universally understood. **Central bankers conduct monetary policy by raising or lowering interest rates with an aim toward price stability (and, eventually, toward maximum employment).** (...) was de rigueur. Stable economies needed independent central banks, which in turn would guide these economies toward stability by using a standard set of **conventional tools**” (CONTI-BROWN, 2016, p. 129-130. Grifado).

¹⁴⁴ Não foi o caso do Brasil, no primeiro momento. No ano de 2008, a taxa básica de juros estava em 11,18% no mês de março e subiu sucessivamente, até mês de dezembro, quando atingiu 13,66%. A partir de então, apresentou queda e atingiu o menor patamar em janeiro de 2013, com

Em pouco tempo, nos Estados Unidos, na Zona do Euro, na Inglaterra e no Japão, foram adotadas taxas de juros próximas a zero ou mesmo negativas.¹⁴⁵ No entanto, tal redução não trouxe os resultados esperados. Constatação de certa forma surpreendente, em face do precedente de redução da inflação nos Estados Unidos e no Reino Unido, nos anos 1980, mediante elevação da taxa básica de juros naqueles países (ROGOFF, 2016, p. 119).

Percebeu-se a ocorrência da chamada “armadilha da liquidez” ou “preferência por liquidez”. Nessa situação, a redução dos juros de curto prazo não tem o efeito de reaquecer a atividade econômica. Isso porque as pessoas, as empresas e as instituições financeiras preferem manter seus recursos em guarda a assumir o risco de os aplicar em atividades produtivas naquela conjuntura. Nesse contexto, o custo de oportunidade de manter dinheiro entesourado mostra-se baixo ante os riscos de investimentos em atividades produtivas ou em produtos financeiros sob um ambiente econômico em crise. Desse modo:

Enquanto perdurar a incerteza, moeda é o que o público quer. Com a taxa de juros tão próxima de zero, o custo de oportunidade de reter moeda é irrelevante. **O público prefere moeda e o sistema bancário prefere reservas no Fed a qualquer outro ativo, até mesmo aos títulos do Tesouro, que praticamente não rendem nada.** A demanda por moeda tornou-se ilimitada: toda compra de títulos por parte do Banco Central, através da emissão, aumenta a quantidade de moeda entesourada pelo público. **Configura-se o que John Maynard Keynes chamou de a armadilha da liquidez.** A política monetária perde a capacidade de estimular a demanda agregada. Incapaz de estimular a demanda, a política monetária fica também impossibilitada de reverter um processo de deflação, incapaz de provocar inflação (RESENDE, 2013, p. 133-134. Grifado).

Nesse contexto, tesouros e bancos centrais passaram a sofisticar os instrumentos de política monetária e política fiscal. Assim, além de reduzir a taxa

7,11%. Após, a taxa de juros voltou a subir, atingindo o pico entre agosto de 2015 e agosto de 2016, no valor de 14,15%. Fonte: BCB (SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais). “Série 4189 – Taxa de juros – SELIC acumulada no mês anualizada base 252”. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=getPagina>.

Acesso em 31.10.2019.

¹⁴⁵ “The zero bound has reared its ugly head globally in full force since the financial crisis of 2008. (...) As one can see, the ECB’s policy rate (the short-term main refinancing or ‘refi’ rate) reached 1% by May 2009, 0.24% by May 2013, and, as of March 2016, zero. The United States cut its policy rate (the federal funds rate) to between zero and 0.25% by the end of 2008, and it remained there for 7 years until the first slight uptick in December 2015. The UK policy rate (the Bank of England base rate) reached 0.5% in March 2009, and stayed there through 2015; the Bank of England halted at 0.5% instead of zero for technical reasons, including fear that banks were still undercapitalized after the financial crisis” (ROGOFF, 2016, p. 130).

de juros no curto prazo (que já estavam perto de zero ou mesmo negativos), passaram a reduzir a curva de juros (*yield curve*) no médio e no longo prazos. Pôs-se em execução, em níveis até então inéditos, programas de recompra de títulos de dívidas públicas e privadas.¹⁴⁶

A propensão dos bancos centrais para recomprar títulos de longa maturação teve o efeito, entre outros, de reduzir a expectativa de ganhos futuros de seus detentores, aumentando-se o custo de oportunidade do entesouramento de recursos. Embora não fosse possível controlar as expectativas de longo prazo,¹⁴⁷ conseguiu-se, com tal programa, aumentar a circulação monetária nas economias em crise. Observe-se:

*When, at the start of the crisis, the interest rate reached the **zero lower bound**, central banks found themselves unable to decrease it further, and thus lost the use of **conventional monetary policy**. (...) Central banks explored other ways to affect activity, a set of measures known as **unconventional monetary policy**. The idea was simple. While the policy rate was equal to zero, other interest rates remained positive, reflecting various risk premiums. (...) In fact, we can think of the premium on an asset as determined by supply and demand for the asset. If the demand for an asset decreases, whether because buyers become more risk averse, or because some investors just decide not to hold the asset, the premium will increase. If, instead, the demand increases, the premium will decrease. This is true whether the increased demand comes from private investors or from the central bank. **This is the logic which led central banks to buy assets other than short term bonds, with the intention of decreasing the premium on those assets, and thus decreasing the corresponding borrowing rates with the aim of stimulating economic activity. They did this by financing their purchases through money creation, leading to a large increase in the money supply. Although the increase in the money supply had no effect on the***

¹⁴⁶ Conforme exposto na página na Internet do Bank of England: “When the global recession took hold in late 2008, we quickly lowered Bank Rate from 5% to 0.5% to support the UK’s economic recovery. Lower interest rates mean it’s cheaper for households and businesses to borrow money – which encourages them to spend and invest, whether that’s a family buying a new car or a company wanting to build a new factory. But there’s a limit to how low interest rates can go. **So when we needed to act to boost the economy, we turned to another method of doing so: we introduced quantitative easing.**” (Grifado). Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>. Acesso em: 31.08.2019.

¹⁴⁷ “**For over a century, central banks (in the United States, the Federal Reserve) have exerted control over short-term rates. It is well known that these rates are easily set, at least approximately, by central banks. Long-term interest rates, however, are more speculative and more difficult to control, since, just as with the stock market, the public’s demand for them depends on comparisons with the outlook for distant future, which is depend on things central banks cannot control today. Since 2007-9 financial crisis, central banks have adopted important new policies to influence long-term interest rates, with names like ‘quantitative easing’, ‘operation twist’, and ‘forward guidance’, but they still today do not really control this market**” (SCHILLER, 2015, p. 11. Grifado).

*policy rate, the purchase of these other assets decreased their premium, leading to lower borrowing rates and higher spending. These purchase programs are known as **quantitative easing**, or credit easing, policies* (BLANCHARD, 2017, p. 488. Grifado).

No Brasil, o financiamento das medidas anticíclicas teve uma de suas origens em alteração legislativa (com fundamento na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008) que, ao inserir nova regra para apuração do resultado do BCB, permitiu o repasse da variação cambial das reservas internacionais (cujo volume em dólar havia aumentado nos anos anteriores) para o TN. Esse fluxo, da ordem de dezenas de bilhões de reais, foi associado à emissão direta de títulos em favor de bancos estatais, principalmente BNDES e, por fim, teve como contrapartida o aumento do saldo das operações compromissadas realizadas pelo BCB (PELLEGRINI, 2017; CARVALHO JUNIOR, 2018; VIANA, 2019).

Ao final dos anos 2000, os balanços dos bancos centrais expandiram-se em grande dimensão. Tanto a base monetária do lado passivo, a carteira de títulos livres do lado ativo, como também as operações compromissadas em ambos os lados do balanço. Inclusive no Brasil. Em resumo, tratava-se de um programa transnacional de emissão monetária em grande dimensão.¹⁴⁸ No entanto, mesmo com o aumento da quantidade de dinheiro disponível, os índices de inflação não cresceram de modo proporcional ao que se poderia esperar, conforme o paradigma da política monetária convencional (RESENDE, 2017, p. 87).

Esse mecanismo ficou conhecido como *Quantitative Easing* (QE) e foi utilizado pelo FED, pelo BCE e pelo Banco da Inglaterra, entre 2008 e 2014.¹⁴⁹ Foi executado por meio de operações de compra de dívidas (públicas e particulares) realizadas por bancos centrais, com respaldo dos respectivos tesouros (BERNANKE, GEITHNER, PAULSON JUNIOR, 2019). O objetivo final era disponibilizar liquidez imediata e evitar os efeitos observados por ocasião da Grande Depressão dos anos 1930.¹⁵⁰

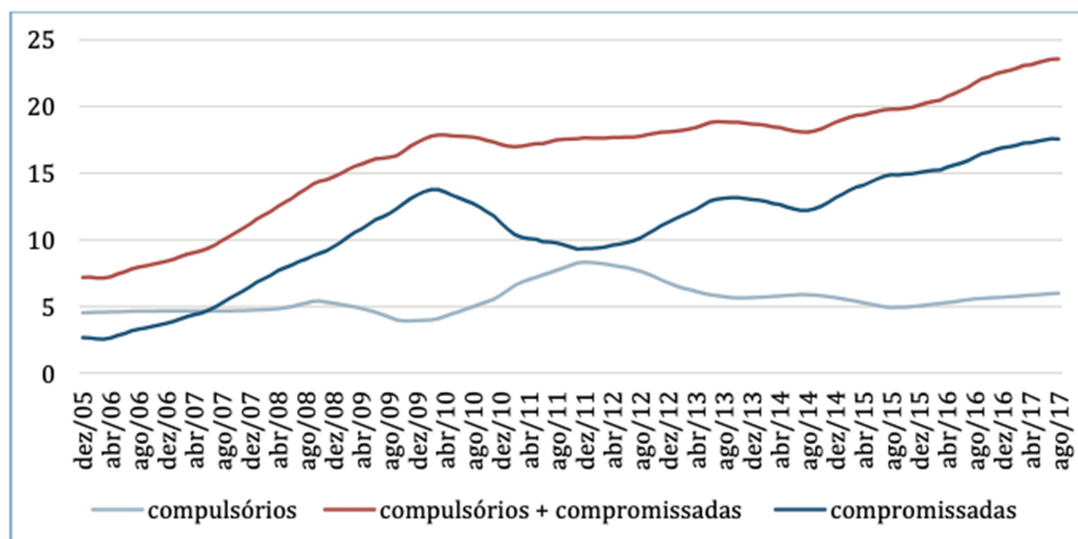
¹⁴⁸ “Na verdade, depois de 2008, não se fala mais em emissão de moeda por parte dos bancos centrais, mas na expansão dos balanços, expressão em que agora se concentram as mesmas dúvidas de outrora sobre a natureza do papel-moeda, só que ainda mais complexas” (FRANCO, 2017, p. 80).

¹⁴⁹ “This program ended in October 2014. By the end, the Fed extended its balance sheet from roughly \$800 billion in 2008 to almost \$5 trillion at the end of QE3. Quantitative easing, in that peculiar jargon of central bankers, actually meant that the central bank had in fact sextupled the size of its balance sheet” (CONTI-BROWN, 2016, p. 142-143).

¹⁵⁰ “This policy has been referred to as ‘quantitative easing’, because after interest rates have been lowered near the zero bound, the policy has consisted in the purchase of various types of assets

Nas últimas décadas, as transações com títulos públicos realizadas pelos bancos centrais apresentaram volume maior que o dos depósitos compulsórios¹⁵¹ e mecanismos de desconto. Como são mecanismos complementares ou alternativos, o crescimento de um leva à diminuição da participação dos outros, no cômputo das medidas de política monetária.¹⁵² Foi o que ocorreu no Brasil, entre 2005 e 2017, período em que se assistiu ao aumento das operações compromissadas, de um lado, e a um estacionamento da participação dos depósitos compulsórios, em proporção ao PIB, conforme gráfico abaixo, elaborado por Pellegrini (2017, p. 16):

Gráfico 01: Produto Interno Bruto anual
(% PIB – média dos últimos doze meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

from financial institutions, thereby greatly increasing banks' excess reserves and overall liquidity in the system. **With interest rates unable to go any lower, the Fed has returned to a policy focused on quantities (see Adrian and Shin, 2009). This time, however, unlike during the monetarist era, the problem is not to control some money aggregate but to expand as much as possible the supply of money and credit**" (TROPEANO, 2012, p. 227. Grifado).

¹⁵¹ "No Brasil, assim como em outros países, o instrumento de recolhimento compulsório caíra em relativo desuso nos anos que antecederam a crise [de 2008]" (CAVALCANTI, VONBUN, 2013, p. 09).

¹⁵² "Ambos são instrumentos de política monetária e podem ser utilizados de modo alternativo ou complementar. **Quando as alíquotas dos compulsórios são elevadas, parcela maior dos depósitos nos bancos é recolhida em espécie no Banco Central, o que diminui a liquidez da economia. Como resultado, há menor necessidade de recorrer às compromissadas no esforço de controle dessa liquidez.** (...) É possível observar que compromissadas e compulsórios andaram em direções opostas, sobretudo, em períodos de mudanças mais expressivas nesses depósitos. É o que se deveria esperar dado que se tratam de instrumentos alternativos ou complementares de política monetária" (PELLEGRINI, 2017, p. 16-17. Grifado).

Reforçou-se, portanto, a predominância das operações em mercado aberto como principal instrumento de política monetária, não obstante a retomada mais intensa dos recolhimentos compulsórios durante o período imediatamente após o início da crise de 2008.¹⁵³ Em condições normais, operações com dívida são o mais relevante instrumento à disposição dos bancos centrais:

*Without effective monetary instruments, draining surplus liquidity can be a daunting task for many central banks. Under normal circumstances, open Market operations (OMO) in various forms are the **main mechanism** through which central banks provide or withdraw liquidity to/from the money market, steer short-term interest rates and signal the stance of monetary policy. Most central banks have at their disposal **various types of open market operations** and these include: **outright transactions, repos, issuance of debt certificates, foreign exchange swaps and fixed-term deposits** (NYAWATA, 2012, p. 04. Grifado).*

Além disso, as operações em mercado aberto, dada sua natureza persuasiva e indutora de comportamentos, bem como em razão de suas externalidades no mercado financeiro como um todo, passaram a ser práticas recomendadas por parte de organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional:

*During the last two decades, the **IMF has explicitly advocated the use of market-based instruments to implement monetary policy**, that is, to try to steer liquidity by influencing money markets **through open market operations and auctions** instead of relying on direct controls on credit and interest rates. It is now widely recognized that the use of indirect instruments allows for further flexibility in implementing monetary policy, in particular when facing exogenous shocks or abrupt changes in market conditions, and encourages financial intermediation (BUZENECA, MAINO, 2007, p. 03. Grifado).*

No Brasil, o panorama não é distinto. Nos últimos trinta anos, ocorreu um processo intenso de segregação de funções e de institucionalização cada vez

¹⁵³ “Working on a voluntary rather than a compulsory basis, open market operations (OMO) are flexible instruments to conduct monetary policy because they can be deployed frequently and in the amount necessary to stabilize money markets (...). **In developed economies, OMOs are the main instruments used to steer interest rates and manage liquidity.** OMOs can be performed either in primary markets by issuing short-term central bank or government bills, or in secondary markets. The latter offer even more flexibility for policymakers by including collateralized lending, repurchase agreements (repos) of securities (using short-term securities, in general), outright transactions (usually involving longer-dated securities or foreign exchange), and foreign exchange swaps” (BUZENECA, MAINO, 2007, p. 24. Grifado).

maior da política monetária e da gestão da dívida pública, desde a criação da STN em 1986 e a constitucionalização do BCB, em 1988. Ademais, desde o início dos anos 2000, observa-se igualmente aumento do volume da carteira de títulos à disposição do BCB, acompanhado de expressivo saldo das operações compromissadas lastreadas em títulos públicos (PELLEGRINI, 2017).

A crise financeira de 2007-2008 e as medidas anticíclicas adotadas demonstraram a necessidade de mudança de paradigma da política monetária a cargo dos bancos centrais. Reconheceu-se a necessidade de ampliar os limites do monitoramento do volume dos agregados monetários e/ou da velocidade de circulação da moeda (indicadores pautados na chamada Teoria Quantitativa da Moeda e suas variantes). Passou-se a trabalhar com instrumentos mais sofisticados de controle de preços ou expectativas de inflação. Além disso, passou-se a ter maior atenção em relação a indicadores macroeconômicos sensíveis às decisões de política monetária, como a taxa de juros no curto prazo e seu comportamento (sua “curva”) no longo prazo.

Durante a segunda metade do Século XX, embora os bancos centrais já trabalhassem com o regime de metas de inflação, o fundamento apresentado pela Teoria Quantitativa da Moeda ainda se apresentava como justificativa básica para as medidas de política monetária (RESENDE, 2017, p. 90-91). Assim,

*Following the intellectual dominance of the quantity theory of money in the second half of the twentieth century, it is not surprising that the implementation of monetary policy has long been conceived by economists **in an extremely basic way**: in order to achieve price stability, the monetary authority was merely supposed to increase or decrease the supply of money (thus impacting the interest rate) by buying or selling assets on the market. **This kind of reasoning, however, implicitly assumes that targeting the quantity of money in order to have an impact on its price is an optimal method for maintaining orderly conditions in the real economy.** But such an assumption is questionable: **even from a purely theoretical viewpoint, it is legitimate to wonder whether an opposite method (i.e. targeting the price of money directly rather than its quantity) might not actually be superior to the former.** Starting from this question, a new literature (informed by advances in the microeconomics of banking) has gradually emerged in parallel to traditional monetary macroeconomics and has provided new insights on how monetary authorities should interact with the surrounding financial system. **Its largely consensual conclusion is that authorities should only focus on prices, while leaving quantities to adjust automatically** (UGOLINI, 2017, p. 219. Grifado).*

A Teoria Quantitativa da Moeda era o paradigma dominante acerca da natureza e da finalidade da política monetária, desde as análises de David Hume e David Ricardo, no Século XVIII, até a Grande Depressão dos anos 1930. Depois de críticas, foi ressuscitada por Milton Friedman e outros economistas da chamada Escola de Chicago, nos anos 1950 e 1960.¹⁵⁴

Percebeu-se, ao final dos anos 1980, haver um hiato entre a prática diária dos bancos centrais e dos tesouros nacionais e a justificativa teórica predominante. Nesse sentido:

Monetary policy decision making almost everywhere means a decision about the operating target for an overnight interest rate, and the increased transparency about policy in recent years has almost always meant greater explicitness about the central bank's interest-rate target and the way in which its interest-rate decisions are made. In such a context, it is natural that adoption of a policy rule should mean commitment to a specific procedure for deciding what interest-rate target is appropriate.

Nonetheless, theoretical analyses of monetary policy have until recently almost invariably characterized policy in terms of a path for the money supply, and discussions of policy rules in the theoretical literature have mainly considered money-growth rules of one type or another. This curious disjunction between theory and practice predates the enthusiasm of the 1970s for monetary targets (WOODFORD, 2003, p. 24-25. Grifado).

Na verdade, uma das primeiras críticas consistentes à Teoria Quantitativa da Moeda foi apresentada por Knut Wicksell,¹⁵⁵ em trabalho publicado no final do

¹⁵⁴ *"The oldest theory of inflation, and the dominant theory prior to 1929, is that the quantity of money in circulation determines the level of prices. In its simplest version, which can be traced at least far back as David Hume in the eighteenth century, the quantitative theory postulates that the general level of prices varies directly, though not necessarily in exact proportion, with the quantity of money in circulation and inversely with the total volume of goods sold. It is usually expressed in the form of an equation of exchange: $MV = PT$ where M represents the quantity of money, including banks deposits (and sometimes deposits as well); V represents the velocity of circulation (the number of times a unity of money changes hands during a given period); P represents the general level of prices; and T represents the total cost of output traded. The theory assumes that the velocity of circulation is relatively constant because of the structure of the economy, savings and shopping habits, and wage payment patterns. It further assumes that the economy is operating at or near full employment. (...) The quantity theory was resuscitated and refurbished by Milton Friedman and his colleagues at the University of Chicago during the 1950s and 1960s"* (ROSENN, 1982, p. 07-08).

¹⁵⁵ *"The Swedish economist Knut Wicksell (1851–1926) wrote in German and Swedish and is, at least in this regard, an exception to our mainly British story. His career was not what one would expect from someone who is perceived today as an outstanding and influential academic. Throughout his life, he was somewhat of an outsider in his contemporary academic world. He did not get a chair in economics until late in life, in Lund when he was fifty. Indeed, his name was first known in Sweden not as an economist, but as a radical pamphleteer. Wicksell's serious interest in*

século XIX. Porém, na época, suas críticas não tiveram imediata aceitação. Em todo caso, o questionamento à teoria dominante foi contundente:

The criticism of the Quantity Theory by [Thomas] Tooke and his followers did not result in a theory, a “connected whole” as Wicksell describes it, but remained at the level of negative “aphorisms.” Ricardo, on the other hand, who presented the Quantity Theory in its classical form, left it “open to too many objections.” Thus, it is the debate between Ricardo and the closely associated Currency School on the one hand, and [Thomas] Tooke and the Banking School on the other that attracted Wicksell’s attention and led, in due course, to his innovative analysis. That analysis (...) represents a coherent connected whole, a theory, which provides an alternative to the Quantity Theory that is, at least under certain circumstances, more than just a negative aphorism.

At the center of the shortcomings of the two approaches represented by Ricardo and Tooke lies the theory of interest and its relation to the theory of the price level. Summarizing the core message of his study in the preface to Interest and Prices, Wicksell writes: “The Quantity Theory is correct in so far as it is true that an increase or relative diminution in the stock of money must always tend to raise or lower prices – by its opposite effect in the first place on rates of interest” (p. xxviii). In Wicksell’s view, the focus of the inquiry should change; though the analysis traditionally addressed the relationship between the quantity of money and prices, he thought that the analysis should move to explain the link between interest and prices (ARNON, 2011, p. 345).

A crítica teve maior alcance aproximadamente um século depois. Mais uma vez, após a crise de 2007-2008. Conforme Resende (2017):

Apesar de sua aceitação quase universal, a pleiteada proporcionalidade fixa entre moeda e nível de preços nunca teve inquestionável sustentação empírica. Muito menos o sentido da causalidade da moeda para os preços. Não importa quantos epíclis tenham sido acrescentados à hipótese básica da TQM: a única evidência sistemática foi a da correlação no longo prazo entre a quantidade de moeda e o nível de preços. Ocorre que correlação de longo prazo entre duas variáveis nominais é mero truísmo do qual nada pode ser inferido. **Após a grande crise financeira de 2007 nas economias desenvolvidas, com o chamado Quantitative Easing (QE), defesa da TQM se tornou insustentável.** Com o QE, os Bancos Centrais realizaram o que

economics began in the mid-1880s when he was over thirty years old; he taught himself economics first in Sweden and then during visits to London and Europe, where he focused on reading both classical and modern, post-1870s economics. He started publishing in economics relatively late, in the 1890s, and his celebrated Interest and Prices appeared when he was forty-seven years old” (ARNON, 2011, p. 343).

pode ser considerado um experimento de laboratório definitivo. Através de programas de compras maciças de títulos financeiros, públicos e privados, os Bancos Centrais monetizaram grandes proporções de ativos financeiros. Desde então, as defasagens e problemas de identificação econométrica já não podem ser invocados para justificar a falta de evidência empírica que daria sustentação à proporcionalidade entre a moeda e os preços. O Fed, por exemplo, desde 2008, promoveu um aumento da base monetária americana de dezenas de bilhões de dólares para perto de 2 trilhões de dólares – aumento da ordem de vários milhares por cento –, sem que isso provocasse qualquer aumento da inflação. Os experimentos de QE do Banco do Japão, do Banco da Inglaterra e do Banco Central Europeu foram todos da mesma ordem de grandeza, sem que houvesse qualquer sinal de aumento da inflação (RESENDE, 2017, p. 87).

Como se pode perceber, ao longo do Século XX, as chamadas âncoras monetárias foram progressivamente retiradas. Primeiramente, abandonou-se definitivamente o padrão-ouro, nos anos 1930 (POLANYI, 2012, p. 143). Posteriormente, a partir de 1973, abandonou-se o chamado padrão ouro-dólar, o qual havia sido estabelecido nos acordos de Bretton Woods, de 1944.¹⁵⁶

Ainda nos anos 1970, Hayek (2011) foi mais além. Ante os crescentes índices inflacionários do período, propôs o fim do monopólio estatal em moeda de curso forçado e defendeu a possibilidade de emissões privadas e a livre circulação de divisas estrangeiras, de modo que os agentes econômicos ficassem livres para escolher suas unidades de conta, meios de pagamentos e meios de reserva de acordo com suas preferências, em um ambiente de competição.¹⁵⁷

¹⁵⁶ “O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods em 1973 foi um divisor de águas. Ainda mais do que a reconstrução do padrão ouro em 1925 ou a restauração da conversibilidade em 1958, o fim de Bretton Woods transformou as questões monetárias internacionais. A partir do momento em que os bancos centrais e governos se deram conta da existência do instrumento que veio a ser denominado política monetária, a estabilidade da taxa de câmbio passou a ser o objetivo mais importante desse instrumento. A política monetária foi usada para ancorar a taxa de câmbio, exceto durante períodos excepcionais e limitados de guerra, reconstrução e depressão. Em 1973, a política monetária desprendeceu-se dessas amarras e permitiu-se que as taxas de câmbio flutuassem” (EINCHENGREEN, 2012, p. 183).

¹⁵⁷ “Para a grande maioria das pessoas, o aparecimento de várias moedas concorrentes traria como novidade apenas a possibilidade de fazer uma escolha, mas não tornaria necessária qualquer mudança em sua maneira habitual de usar o dinheiro. Gradualmente, a experiência lhes ensinaria como melhorar sua posição, escolhendo outros tipos de dinheiro. Os bancos logo ofereceriam aos comerciantes varejistas o equipamento de cálculo apropriado que eliminaria quaisquer dificuldades administrativas ou contábeis iniciais. Como o emissor da moeda que eles usassem teria todo interesse em dar-lhes assistência, é provável que logo descobrissem que estavam sendo melhor servidos do que antes. Nos setores de indústria, comércio e serviços poderia haver um aprendizado mais lento no sentido de tirar todas as vantagens das novas oportunidades, mas não haveria, na condução dos negócios, necessidade de mudanças radicais nem de adaptações extremamente complicadas (HAYEK, 2011, p. 141).

Em contrapartida, diante do caráter fiduciário da moeda, tentou-se limitar a quantidade emitida, não mais com lastro metálico ou em dólar, já abandonados, mas pelo estabelecimento de montantes máximos previstos em regras jurídicas. O Brasil desvinculou-se dos mencionados lastros e adotou o modelo de moeda fiduciária a partir do ano de 1933 (FRANCO, 2017), mas a legislação monetária tentou estabelecer limites para os volumes de emissão.

A Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que reformou o sistema bancário e criou o Banco Central do Brasil, foi elaborada sob o paradigma da Teoria Quantitativa da Moeda. Como exemplo, havia previsão de um “orçamento monetário”, aprovado pelo Conselho Monetário Nacional (artigo 4º, III). O objetivo seria controlar “a expansão dos meios de pagamento na economia, tornando-se coerente com a previsão de crescimento do produto físico e uma certa elevação no nível geral de preços, mantida a velocidade-renda da moeda constante” (AMORIM NETTO, 1968, p. 01). Entendia-se que, “em uma economia inflacionada, o processo de contenção do crescimento dos meios de pagamento visando a impedir que êste ocorra para financiar o aumento de preços, de vez que o crescimento do produto real é limitado, é [seria] feito através do orçamento monetário” (AMORIM NETTO, 1968, p. 03). Contudo, o mecanismo não se mostrou eficaz e a experiência inflacionária brasileira reforça a constatação.¹⁵⁸

Considerando que a emissão monetária é uma das exteriorizações da soberania estatal,¹⁵⁹ a Constituição brasileira de 1988 estabelece que: 1) compete à União legislar privativamente “sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais” (artigo 22, VI); 2) cabe ao Congresso Nacional dispor sobre “matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas

¹⁵⁸ “Teoricamente, a análise do Orçamento Monetário permitiria a identificação das principais fontes de expansão (ou contração) da base, possibilitando às Autoridades Monetárias adoção de medidas de controle tendo em vista evitar a ocorrência de grandes desvios com relação às metas estabelecidas de crescimento da base. No entanto, em virtude das características específicas das Autoridades Monetárias brasileiras, bem como da própria forma como é organizado o Orçamento Monetário, uma série de fenômenos não podem ser identificados a partir de uma análise convencional: a - Déficit fiscal (...); b - Variações no nível de reservas internacionais (...); c - empréstimos do Banco do Brasil (...); d - Atuação do Banco Central como banco de segunda linha (...); e - Depósitos em moedas estrangeiras” (HORTA, 1981, p. 7-10).

¹⁵⁹ “Quando, no início da era moderna, Jean Bodin desenvolveu o conceito de soberania, considerou o direito de cunhagem como uma de suas partes mais importantes e essenciais. As regalias, como eram, em latim, denominados os direitos e privilégios reais, dos quais a cunhagem, a mineração e os impostos alfandegários eram os mais importantes, foram, durante a Idade Média, a principal fonte de renda dos príncipes, sendo examinados somente sob este prisma. É evidente que, à medida que se difundia a cunhagem, os governos, em toda parte, logo descobriram que ela, além de ser uma atraente fonte de lucros, constituía um importantíssimo instrumento de poder” (HAYEK, 2011, p. 33)

operações “ (artigo 48, XIII); 3) cabe ao Congresso Nacional dispor sobre “moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal” (artigo 48, XIV). Em suma, de acordo com as regras constitucionais, temas monetários devem ser veiculados por lei, cabendo ao Banco Central sua emissão e ao Congresso Nacional o estabelecimento de limites à base monetária.

Nos anos 1990, a legislação que estabeleceu o Plano Real (Medida Provisória n. 542, de 30 de junho de 1994, convertida na Lei n. 9.069, de 1995) determinou um controle quantitativo da moeda brasileira, em proporção às reservas internacionais, exposta por meio de programação monetária. Note-se:

A MPV 542/1994 fixou diretamente os limites de emissão do Real para os três trimestres subsequentes à sua edição (3º e 4º trimestres de 1994 e 1º trimestre de 1995). **Para as emissões subsequentes estabeleceu uma regra geral, incorporada à Lei 9.069/1995, que prevê dois limites à emissão de moeda: a âncora cambial e a programação monetária.** A âncora cambial consiste na vinculação entre a emissão de reais e parcela das reservas internacionais de valor equivalente. A reserva vinculada deve ser mantida em ativos de liquidez internacional, não se incorporando os rendimentos à parcela vinculada. Inicialmente fixada em um dólar por real, a paridade pode ser alterada a qualquer momento pelo Conselho Monetário Nacional, com base em critérios aprovados pelo Presidente da República. A **programação monetária**, por sua vez, é constituída por “estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda”, acompanhada de “análise da evolução da economia nacional prevista para o trimestre”. A emissão de moeda pelo Banco Central, que tem por objetivo “assegurar a estabilidade da moeda”, deve observar a programação monetária (art. 4, III). Para atender “situações extraordinárias”, o CMN pode, ainda, com base em critérios definidos pelo Presidente da República, autorizar o BCB a exceder em até 20% os valores da programação monetária. A programação monetária é aprovada trimestralmente pelo CMN, por meio de “Voto”, por proposta pelo Presidente do Banco Central. Em seguida, é submetida ao Congresso Nacional, que deve, com base em parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, aprová-la ou rejeitá-la em 10 dias, vedada qualquer alteração, por meio de decreto legislativo. **Se não houver deliberação nesse prazo, a programação é considerada aprovada.** Em caso de rejeição, nova programação deve ser encaminhada em dez dias. **Se a programação não for aprovada até o final do primeiro mês do trimestre a que se destina, o Banco Central fica autorizado a executá-la até sua aprovação** (CARVALHO JUNIOR; PINTO, 2018, p. 209-211. Grifado).

Tal modelo vigorou aproximadamente por cinco anos. Em face da conjuntura econômica do final dos anos 1990, foi estabelecido o regime de metas de inflação.¹⁶⁰ Desse modo, a fixação da taxa básica de juros se tornou, no Brasil, o instrumento mais relevante para controle das expectativas inflacionárias.

Abandonou-se, pois, o regime de controle do volume de emissão. Afastou-se, de um lado, a limitação cambial e, de outro, constatou-se que o controle da programação monetária não se mostrou suficientemente eficaz para limitar ou regulamentar a execução da política monetária.

A Lei 4.595/1964, recepcionada pela Constituição, autorizava o governo a aumentar anualmente a base monetária em até 10%. Para emissões em montante superior, e exigia autorização prévia ou homologação *a posteriori* do Congresso Nacional. A Lei 9.069/1995, por sua vez, condicionou a emissão de moeda a uma vinculação com reservas internacionais e à observância de uma programação monetária submetida trimestralmente ao Congresso, presumindo-se aprovada a programação não apreciada em dez dias. **Em ambos os regimes, a exigência de aprovação de limites de emissão pelo Poder Legislativo revelou-se inócua.** Na vigência da Lei 4.595/1964, a base monetária expandiu-se em ritmo acelerado, mediante autorizações do CMN homologadas pelo Congresso Nacional com anos de defasagem. Em tese, esse processo hiperinflacionário poderia ter sido barrado pelo Poder Legislativo mediante a não homologação das emissões autorizadas pelo CMN e subsequente afastamento do presidente da República por crime de responsabilidade. As programações monetárias instituídas pela Lei 9.069/1995, por sua vez, são analisadas com atraso pelo Senado Federal e não apreciadas pela Câmara dos Deputados. **O que se verifica é a inadequação do Poder Legislativo para lidar com aspectos operacionais da política monetária, como são os limites à emissão de moeda, quantitativamente considerados. A gestão da política monetária, ainda que exclusivamente quanto a limites a serem observados, exige uma agilidade incompatível com o processo legislativo** (CARVALHO JUNIOR; PINTO, 2018, p. 216-216. Grifado).

Ao longo dos últimos vinte anos, a política monetária no Brasil passou a ser conduzida por meio do regime de metas de inflação, no qual a principal variável a ser controlada é a taxa básica de juros e não o volume de dinheiro em circulação.

¹⁶⁰ “O regime monetário atualmente adotado é o das ‘metas para a inflação’, instituído pelo Decreto 3.088/1999. Sua adoção foi precedida do abandono da âncora cambial, por meio do Voto CMN nº 11/99-A, de 28 de janeiro de 1999, **que acabou com qualquer vinculação entre a emissão de moeda e as reservas internacionais**” (CARVALHO JUNIOR; PINTO, 2018, p. 213-214).

No entanto, nesse período, continuaram em vigor os dispositivos legais que fundamentavam o regime anterior (limite de emissão em proporção às reservas internacionais e a uma programação aprovada pelo Congresso Nacional).¹⁶¹ Em outras palavras, muito embora a execução fosse pelo regime de metas de inflação, o fundamento quantitativo da moeda continuava em vigor no Brasil. Pelo menos no plano jurídico-formal.

A Lei n. 13.820, de 02 de maio de 2019, ao estabelecer novos parâmetros para o relacionamento entre Tesouro Nacional e o Banco Central, veio na tentativa de corrigir esse descasamento entre o que previam as leis e a efetiva execução da política monetária no Brasil. Conforme seu artigo 10, inciso III, foram revogados os dispositivos que estabeleciam os limites quantitativos para a

¹⁶¹ Conforme artigos 3º e 6º da Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995 (Grifados):

“Art. 3º O Banco Central do Brasil emitirá o REAL mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, observado o disposto no art. 4º desta Lei.

§ 1º As reservas internacionais passíveis de utilização para composição do lastro para emissão do REAL são os ativos de liquidez internacional denominados ou conversíveis em dólares dos Estados Unidos da América

§ 2º **A paridade a ser obedecida, para fins da equivalência a que se refere o caput deste artigo, será de um dólar dos Estados Unidos da América para cada REAL emitido.**

§ 3º Os rendimentos resultantes das aplicações das reservas vinculadas não se incorporarão a estas, sendo incorporadas às reservas não vinculadas administradas pelo Banco Central do Brasil.

§ 4º O Conselho Monetário Nacional, segundo critérios aprovados pelo Presidente da República:

I - regulamentará o **lastreamento do REAL**;

II - definirá a forma como o Banco Central do Brasil administrará as reservas internacionais vinculadas;

III - poderá modificar a paridade a que se refere o § 2º deste artigo.

§ 5º O Ministro da Fazenda submeterá ao Presidente da República os critérios de que trata o parágrafo anterior.

(...)

Art. 6º O Presidente do Banco Central do Brasil submeterá ao Conselho Monetário Nacional, no início de cada trimestre, programação monetária para o trimestre, da qual constarão, no mínimo:

I - estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda; e

II - análise da evolução da economia nacional prevista para o trimestre, e justificativa da programação monetária.

§ 1º Após aprovação do Conselho Monetário Nacional, a programação monetária será encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

§ 2º O Congresso Nacional poderá, com base em parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, rejeitar a programação monetária a que se refere o caput deste artigo, mediante decreto legislativo, no prazo de dez dias a contar do seu recebimento.

§ 3º O Decreto Legislativo referido no parágrafo anterior limitar-se-á à aprovação ou rejeição "in totum" da programação monetária, vedada a introdução de qualquer alteração.

§ 4º Decorrido o prazo a que se refere o § 2º deste artigo, sem apreciação da matéria pelo Plenário do Congresso Nacional, a programação monetária será considerada aprovada.

§ 5º Rejeitada a programação monetária, nova programação deverá ser encaminhada, nos termos deste artigo, no prazo de dez dias, a contar da data de rejeição.

§ 6º Caso o Congresso Nacional não aprove a programação monetária até o final do primeiro mês do trimestre a que se destina, fica o Banco Central do Brasil autorizado a executá-la até sua aprovação.”

moeda.¹⁶² Assim, a começar de sua vigência, pode-se afirmar que o Direito brasileiro reforçou o abandono, também no plano jurídico-normativo, dos fundamentos da Teoria Quantitativa da Moeda.

Desse modo, o monitoramento das expectativas inflacionárias passou a ficar, de fato e de direito, predominantemente a cargo da regulação da taxa de juros e das operações com títulos públicos. Em outras palavras, utilizando-se a metáfora marítima, o valor do Real passou a flutuar sem âncoras formais (sejam elas metálicas ou cambiais).¹⁶³ Seu valor passou a ser determinado pela relação entre taxas de juros, expectativas de inflação e operações com títulos públicos. Confirmou-se, a opção por uma política monetária passiva, por parte do BCB.¹⁶⁴

Ressalte-se que mesmo entre os que acolhem as críticas à Teoria Quantitativa da Moeda não há consenso acerca de qual seria a melhor base teórica que viria a substituí-la. Aponta-se, como alternativa à Teoria Quantitativa, o retorno ao “Cartalismo”, às teorias estatais da moeda, conforme exposto inicialmente por Georg K. Knapp, no início do Século XX e retomado, no Século XXI, pelos adeptos da chamada *Modern Money Theory – MMT*. Note-se:

A tese é originalmente de Warren Mosler, um financista, sem formação acadêmica em economia, o que contribuiu para o descrédito com que é tratado pela maioria dos analistas. Durante muitos anos, Mosler conduziu uma cruzada, procurando ser ouvido, tanto por acadêmicos, como por formuladores de políticas, sempre sem sucesso. Em 2010, Mosler publicou um pequeno livro, no qual expõe, de forma direta e simples as suas teses. O título, *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*, é uma homenagem a John K. Galbraith, que cunhou a expressão. James Galbraith, o filho do influente pensador e professor da

¹⁶² Conforme artigo 10 da Lei n. 13.820, de 02 de maio de 2019 (Grifado):

“Art. 10. Ficam revogados:

I – o art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 24 de agosto de 2001;

II – os arts. 3º, 4º e 6º da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008;

III – os arts. 3º, 4º, 6º e 7º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.”

¹⁶³ “Suprime-se a ‘âncora cambial’, a programação monetária e seus respectivos relatórios, eliminando, assim, a incongruência existente entre a política executada e a legislação ordinária. (...) A revogação de dispositivos em desuso é necessária, mas insuficiente. **É preciso ir além, pois a Constituição reservou à lei a definição dos ‘limites de emissão de moeda’.** É preciso, portanto, substituir o Decreto 3.088/1999 por uma lei ordinária disciplinadora do sistema de metas para a inflação, institucionalizando, assim, essa política exitosa” (CARVALHO JUNIOR, PINTO, 2018, p. 221-222. Grifado).

¹⁶⁴ “A política monetária pode ser conduzida de várias maneiras diferentes, cujos protótipos podem ser resumidos em dois tipos: ativa e passiva. Na **política monetária ativa** o banco central controle a oferta de moeda e deixa a taxa de juros oscilar para determinar o equilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda na economia. Na **política monetária passiva**, o Banco Central procura determinar a taxa de juros e deixa a oferta de moeda variar para ajustar a demanda e oferta da mesma” (OLIVEIRA, 2009, p. 187. Grifado).

Universidade de Harvard, assina o prefácio. O desenvolvimento conceitual da MMT foi levado adiante por professores da Universidade de Missouri-Kansas, como L. Randall Wray e Stephanie Kelton. O livro de Wray, *Modern Money Theory* (2015), é a mais completa exposição dos princípios da MMT e de porque a má compreensão da moeda leva a uma série de equívocos na formulação de políticas macroeconômicas. *Understanding Government Finance* (2016), de Brian Romanchuk, é uma versão sintética, dirigida ao público não especializado, das razões pelas quais estados que têm o poder de emitir sua moeda não estão sujeitos às mesmas restrições financeiras que os demais agentes na economia (RESENDE, 2019, p. 03).

Em linhas gerais, a MMT apresenta os seguintes fundamentos: 1) a moeda é uma criação estatal, cuja principal função é servir como unidade de conta; 2) os governos emissores não precisam arrecadar moeda para gastar e 3) excesso de moeda não causa necessariamente processos inflacionários.

De acordo com a MMT, a principal função da moeda é servir de unidade de conta. As demais (reserva de valor e meio de troca) não seriam tão essenciais. Uma determinada moeda serve como unidade de conta quando um Estado, no exercício de sua soberania, assim a define. O “curso forçado” determina sua obrigatoriedade como parâmetro de valor para bens e serviços. E mais: é o poder liberatório de obrigações para com o Estado (como o pagamento de tributos) que, segundo tal teoria, seria a principal propriedade da moeda.¹⁶⁵ Nesse sentido:

Teorias alternativas, que partem da moeda como **unidade de conta** para registros de débitos e créditos, teorias creditícias da moeda, sempre existiram, mas ficaram esquecidas, submersas pela dominância esmagadora das teorias quantitativistas, baseadas na moeda-mercadoria, como facilitador das transações. A tese de Georg F. Knapp, economista alemão, cujo livro de *State Theory of Money*, publicado originalmente em 1905, mas só traduzido para o inglês em 1924, cunhou o termo Cartalismo, como uma alternativa ao Metalismo quantitativista, para a compreensão da moeda. Segundo o Cartalismo, a moeda não é uma geração espontânea dos mercados para facilitar as transações, mas sim, uma criação do soberano ou do estado nacional. **A moeda é uma unidade de crédito contra o estado, ou seja, uma unidade de dívida do Estado, que é legalmente aceita para o pagamento de impostos.** Os estudos antropológicos recentes tendem a confirmar a tese Cartalista de que a moeda seria uma criação do poder soberano e é

¹⁶⁵ “For the past 4,000 years (‘at least’, as Keynes put it), our monetary system has been a ‘state money system’. To simplify, that is one in which the state chooses the money of account, impose obligations (taxes, tribute, tithes, fines, and fees), denominated in that money unity, and issues a currency accepted in payment of those obligations” (WRAY, 2015, p. 01-02).

indissociável da cobrança de tributos. **A sua aceitação generalizada é decorrência de ser aceita para o pagamento de impostos** (RESENDE, 2019, p. 04. Grifado).

A experiência hiperinflacionária, inclusive no Brasil em face das numerosas trocas de padrão monetário, aponta que quando os preços sobem descontroladamente e a moeda perde o valor, os agentes econômicos deixam de utilizá-la como reserva de valor (foge-se para ativos menos voláteis) e como meio de pagamento (muitas vezes, mesmo que de modo informal, procura-se indexar obrigações a moedas mais fortes). Em tais situações, as moedas deixam igualmente de ser relevantes como unidade de conta, situação em que produtos, serviços e salários passam a ser avaliados e indexados por meio de outros parâmetros (como índices de correção ou mesmo outras moedas). O estágio inicial de implantação do Plano Real no Brasil, em 1993, consistiu na criação de uma unidade de conta, a URV (Unidade Real de Valor), que progressivamente substituiu o Cruzeiro Real até a adoção do Real, em julho de 1994, moeda nacional de curso obrigatório.¹⁶⁶

O segundo fundamento da MMT, de acordo com o qual, os governos emissores de moeda não precisariam arrecadar para realizar suas despesas requer uma explicação mais detalhada. Conforme expõe Resende (2019):

A moeda é essencialmente uma unidade de valor na qual os impostos são calculados e podem ser pagos. Não é preciso que tenha valor intrínseco, nem mesmo existência física, como está ficando a cada dia mais evidente com o rápido desaparecimento da moeda papel. A moeda é apenas a unidade de um sistema de

¹⁶⁶ “As linhas gerais do programa de reforma monetária já haviam sido longamente debatidas pelos membros da equipe, tendo como base a proposta de reforma monetária de Arida e Lara Resende (1986). Nessa proposta, a ideia era criar temporariamente um sistema bimonetário, em que a moeda nova teria paridade fixa com o dólar, sendo permitida a conversão voluntária de salários e preços contratuais na nova moeda, desde que fossem abolidas as cláusulas de indexação. Quando essa conversão se completasse, a moeda velha seria extinta. **A equipe, entretanto, optou por um procedimento em dois estágios de substituição da velha moeda inflacionada (o cruzeiro real) por uma moeda nova e estável, inicialmente como unidade de valor e em seguida como meio de pagamento.** Assim, o primeiro passo consistia em criar uma **unidade de conta**, a URV (iniciais de ‘unidade real de valor’), cuja taxa de câmbio informal em relação ao dólar era de 1 URV = US\$ 1. O valor dessa unidade em termos do cruzeiro real (assim como o valor do dólar em relação ao cruzeiro real) seria reajustado diariamente pelo Banco Central, *in tandem* com a taxa diária da inflação observada em cruzeiros reais. A partir daí, de acordo com regras pré-especificadas, todos os contratos de preços e salários em cruzeiros reais seriam convertidos em URVs, substituindo, assim, os contratos previamente estipulados segundo diferentes indexadores e períodos, inclusive sobrepostos. **Quando todos os contratos tivessem sido convertidos em URV, essa unidade de conta passaria a ser emitida sob o nome de real, como a nova moeda do país, com uma paridade inicial de R\$ 1 = US\$ 1”** (BACHA, 2012, p. 139-140. Grifado).

registro de valores, de débitos e créditos, cuja garantia é o fato de que ela é a unidade de valor aceita pelo estado para o pagamento de impostos. **Esta constatação tem uma implicação lógica contra intuitiva: o governo não precisa adquirir moeda, seja através do recolhimento de impostos, do aumento da dívida ou da venda de ativos, para poder gastar. O governo gasta e simplesmente credita unidades monetárias equivalentes nas contas dos que lhe venderam ativos, mercadorias ou prestaram serviços.** Dito de outra forma: o governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo (RESENDE, 2019, p. 05).

Em outras palavras, para movimentar a economia, de acordo com a MMT, o Estado cria o dever de os particulares pagarem tributos e, ao mesmo tempo, estabelece o meio de quitação da obrigação: a moeda de curso forçado. Em seguida, o Estado realiza despesas e as paga com a mencionada moeda que criou. Ao final, a moeda retornará ao Estado, por meio do pagamento das obrigações tributárias. Nesse caminho, o dinheiro estatal parametrizou débitos e créditos (unidade de conta) e serviu como meio de pagamento e reserva de valor nas diversas relações econômicas. Nesse sentido:

In principle, then, the government first spends fiat money (to purchase goods, services, and assets or to provide “transfer payments”, which retires a government liability). Once the government has spent, then that fiat money is available to be transferred to the government to meet tax liabilities. As a matter of logic, the public cannot pay fiat money to the government to meet tax liabilities until the government has paid out fiat money to the public. In a modern capitalist economy, it may appear more complex than this because most taxes are paid using checks drawn on bank deposits, rather than currency. However, this amounts to the same thing since every payment of taxes generates a reserve clearing drain, or, a loss of reserves. Thus taxes cannot be paid until actual coins or notes are injected into the economy, or bank reserves have been created. Government expenditure will generate coins, notes or bank reserves that are needed to “pay taxes” (WRAY, 1998, p. 80. Grifado).

Assim, se os governos emissores primeiramente realizam despesa e criam moeda, logicamente, não precisam arrecadar para gastar. Desse modo, não teriam limites à despesa nem à emissão monetária. Portanto, embora politicamente eficaz perante a opinião pública, a comparação entre governos emissores e os demais agentes econômicos não é tecnicamente adequada, pois os Estados são sempre solventes em sua própria moeda. Observe-se:

For most people, the greatest challenge to near-and-dear convictions is MMT's claim that a sovereign government's finances are nothing like those of households and firms. While we hear all the time that "if I ran my household budget the way that the Federal Government runs its budget, I'd go broke", followed by the claim "therefore, we need to get the government deficit under control", MMT argues the analogy is false. The sovereign government cannot become insolvent in its own currency; it can always make all payments as they come due in its own currency. Indeed, if government spends and lends currency into existence, it clearly does not need tax revenue before it can spend. Further, if taxpayers pay their taxes using currency, then government must first spend before taxes can be paid. Again, all of this was obvious 200 years ago when kings literally stamped coins in order to spend and then received their own coins in tax payment (WRAY, 2015, p. 02).

Sendo assim, de acordo com a MMT, a função da dívida pública não é o de financiar a despesa governamental, por meio do equilíbrio entre as receitas tributárias e os gastos. Esse financiamento seria meramente ilusório, de acordo com a MMT (WRAY, 1998, p. 85). Partindo da premissa de que o governo emissor pode "fabricar" dinheiro por meio da despesa pública, não faz qualquer sentido afirmar que ele precisaria tomar dinheiro emprestado de agentes privados para financiar suas atividades.¹⁶⁷

A conclusão é que a função das operações de mercado aberto (realizadas pelos tesouros e bancos centrais) é, em última instância, a de diminuir a pressão inflacionária por meio do pagamento de juros aos agentes econômicos, como incentivo para que retirem, ainda que momentaneamente, seu dinheiro (que foi emitido pelo Estado) de circulação. Note-se:

Another shocking realization is that a sovereign government does not need to "borrow" its currency in order to spend. Indeed, it cannot borrow currency that it has not already spent. This is why MMT sees the sale of government bonds as something quite different from borrowing. When government sells bonds, banks buy them by offering reserves they hold at the central bank. The central bank

¹⁶⁷ "You don't need to understand all of that to get the main point: **sovereign governments don't need to borrow their own currency in order to spend!** They offer interest-paying treasury securities as an instrument on which banks, firms, households, and foreigners can **earn interest**. This is a policy choice, not a necessity. **Government never needs to sell bonds before spending and indeed cannot sell bonds unless it has first provided the currency and reserves that banks need to buy the bonds.** It provides currency and reserves either by spending them (fiscal policy) or lending them (monetary policy)" (WRAY, 2015, p. 04. Grifado).

debits the buying bank's reserve deposits and credits the bank's account with treasury securities. Rather than seeing this as borrowing by treasury, it is more akin to you shifting deposits out of your checking account and into a saving account in order to earn more interest. And, indeed, treasury securities really are nothing more than a saving account at the central bank that pays more interest than do reserve deposits (bank "checking accounts") at the central bank.

MMT recognizes that sovereign government bond sales are functionally equivalent to monetary policy operations. While this gets a bit technical, the operational purpose of such bond sales is to help the central bank hit its overnight interest rate target. Sales of bonds are used to remove excess reserves that would place downward pressure on overnight rates. Bond purchases by the central bank add reserves to the banking system, preventing overnight rates from rising (WRAY, 2015, p. 03).

Por fim, o terceiro postulado da MMT, segundo o qual o excesso de moeda não gera inflação, foi reforçado com a experiência de *Quantitative Easing*, nos Estados Unidos, Europa e Japão, após a crise de 2007-2008.

De fato, mostra-se contra intuitiva a afirmação de que excesso de moeda não gera inflação, principalmente em face da longa predominância, na teoria monetária, das teorias quantitativas. Segundo a MMT, o que gera a inflação não é o excesso de meio circulante na economia (do que, pelas regras da oferta e procura, resultaria em desvalorização da moeda, um dos efeitos dos processos inflacionários). Na verdade, a inflação é resultado da despesa pública e das expectativas inflacionárias (que atuam por meio da chamada inflação inercial). Isso se dá por meio da pressão que as aquisições governamentais exercem sobre a capacidade instalada na sociedade para fornecer bens e serviços e as expectativas futuras que tal situação gera. Segundo a MMT, somente de modo indireto, o fenômeno inflacionário decorreria de déficits orçamentários.

Assim, se o Estado adquire muito, os particulares terão de competir com ele, no mercado, para adquirir os mesmos bens e serviços. O resultado natural será o aumento de preços. A solução, seria a diminuição das aquisições. Por outro lado, se os governos adquirem pouco, o resultado será a redução da pressão inflacionária, queda dos preços, deflação e todos os efeitos correlatos. A solução seria o setor público aumentar a participação na economia. Em ambos os casos, os bancos centrais devem atuar por meio das taxas de juros, com vistas a regular as expectativas inflacionárias. Nesse sentido:

A inflação é provocada por um excesso de demanda agregada, ou por um choque negativo de oferta que pressiona alguns preços chaves e cria a percepção de que há uma alta generalizada de preços. A alta generalizada dos preços, por sua vez, cria expectativas de que os preços continuarão a subir. Uma vez consolidadas, expectativas de inflação podem manter a inflação alta, mesmo com desemprego e capacidade ociosa. **A inflação consolidada tem um grande componente de inércia.** Expectativas de inflação podem ser revertidas através do anúncio de metas, por um banco central que tenha credibilidade. A credibilidade do banco central é conquistada pelo seu histórico de sucesso para manter a inflação dentro das metas. Para isso, o banco central utiliza a taxa básica de juros, como instrumento para regular a demanda agregada. Diante de pressões inflacionárias, provocadas pelo excesso de demanda, o banco central eleva taxa de juros, para arrefecer a demanda e reduzir a expectativa de inflação (RESENDE, 2019, p. 07).

Não obstante a afirmação de que os Estados são solventes em sua própria moeda e de que não há, a princípio, limitação à despesa pública, tem-se claro que a emissão monetária não pode ser realizada de modo descontrolado, principalmente em razão da pressão que a despesa pública exerce sobre a capacidade econômica da sociedade em fornecer bens e serviços. Em outras palavras, a pressão inflacionária. Sendo assim, a despesa pública e a contrapartida do endividamento estão submetidas ao acompanhamento e restrição por parte do mercado, “a restrição da realidade, a restrição da capacidade produtiva da economia” (RESENDE, 2019, p. 9). Além disso, deve submeter-se igualmente ao controle orçamentário por parte do Poder Legislativo, o qual autoriza os déficits e os limites dos gastos (WRAL, 2015, p. 06).

Os fundamentos da MMT, acima expostos, são objeto de críticas. Na principal delas, afirma-se que a teoria não seria uma novidade, pois seu efeito final, a possibilidade ou necessidade de déficits, seria o mesmo das propostas keynesianas para situações de desaceleração econômica. As consequências desse descontrole, igualmente, seriam as mesmas. Em resposta a Resende (2019), Bacha (2019) afirma que a MMT seria um tema que estaria “no andar de baixo da academia americana”, e que passou a ter maior atenção quando foi apropriado pelo “espectro mais à esquerda do Partido Democrata” daquele

país.¹⁶⁸ Além disso, teria como principal efeito a promoção de uma expansão descontrolada das despesas e dos desequilíbrios orçamentários (BACHA, 2019).

Em todo caso, há de se reconhecer que os fundamentos da MMT se aplicam de modo mais adequado aos países emissores de moeda forte e aos que não se endividam em moeda estrangeira. Em se tratando de moeda que não seja forte ou havendo considerável endividamento externo, não se pode falar que inexistiria restrição à emissão monetária. No entanto, essa crítica já foi apontada por Resende (2019) ao indicar a “restrição da realidade” como limite concreto à MMT.

De todo modo, o debate sobre os fundamentos da MMT apresenta o mérito de explicitar a natureza e a função da moeda, além fortalecer o papel das operações de dívida pública na fixação e manutenção de seu valor. No que tange a este trabalho, a utilidade da MMT é tornar mais visível e relevante a necessidade de coordenação entre tesouros nacionais e bancos centrais.¹⁶⁹

Em suma, a partir do final do Século XX e início do XXI, os bancos centrais passaram a utilizar com mais ênfase as operações com títulos públicos, como principal instrumento para atingir as metas de controle inflacionário, em cumprimento à íntima relação entre taxas de juros e nível geral de preços (*interest and prices*). Os demais instrumentos foram relegados à condição de “atores coadjuvantes” (CONTI-BROWN, 2016, p. 134-135). Nesse sentido, os bancos centrais precisam de uma carteira de títulos em quantidade e qualidade suficientes à sua disposição. É o que será exposto a seguir.

¹⁶⁸ “A MMT, para usar a sigla em inglês (*“modern money theory”*), já existe há algum tempo, mas era visível apenas para quem descesse por assim dizer ao andar de baixo da academia americana. Pois seus proponentes militam em universidades de pouco prestígio e não publicam nas principais revistas acadêmicas (...) Economistas ligados à MMT começaram a ser notados há três anos, quando uma de seus principais proponentes se tornou assessora de Bernie Sanders na última campanha presidencial dos EUA. Eles ganharam grande proeminência este ano quando Alexandria Ocaso-Cortez, a nova estrela da esquerda do partido democrata nos EUA, passou a citar a MMT quando indagada sobre como iria financiar o chamado Green New Deal, o grande projeto para combater a desigualdade e as mudanças climáticas, por ela proposto juntamente com o Senador democrata Ed Markey” (BACHA, 2019).

¹⁶⁹ “*Perhaps the most important original contribution of MMT has been the detailed study of the coordination of operations between the treasury and the central bank. The procedures involved can obscure how the government really spends*” (WRAL, 2015, p. 02).

3.3 OPERAÇÕES DO BANCO CENTRAL EM MERCADO ABERTO: CARTEIRA DE TÍTULOS E OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

O BCB utiliza títulos da dívida pública como um dos mecanismos de execução de suas atribuições. Para tanto, a entidade monitora os estoques e os fluxos das reservas bancárias, a liquidez do sistema financeiro como um todo e as expectativas inflacionárias para, em entendendo necessário, intervir em mercado, por meio de operações de venda e compra de títulos, com ou sem cláusula de recompra (ou de revenda) no curto prazo.¹⁷⁰

Originalmente, tratava-se de operação fora do padrão de atuação, no sentido de que seria uma intervenção discricionária do banco central, normalmente como um participante anônimo do mercado secundário.¹⁷¹ O ideal é que tal atuação não pudesse ser antecipada pelos agentes financeiros.¹⁷²

Mediante tais operações, a autoridade monetária busca atingir seus objetivos, como o de assegurar a estabilidade do sistema financeiro (evitando os riscos de liquidez ou de crédito) e o de influenciar a taxa de juros, de modo a conduzir os indicadores de inflação ao centro da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).¹⁷³ Note-se:

¹⁷⁰ “Do ponto de vista exclusivamente econômico, uma das mais importantes aplicações dos títulos da dívida pública tem lugar nas manobras de *open market*, a cargo do banco central, para controle do crédito e do meio circulante. Nos países economicamente amadurecidos, sobretudo na Inglaterra, a partir da Primeira Grande Guerra, e, depois dela, nos Estados Unidos e na França, o ‘mercado aberto’ permite àquele estabelecimento forçar a contração do crédito nos bancos comerciais através da compra ou da venda dos títulos públicos, geralmente a curto prazo. Claro que *essas operações podem ser feitas também com outros papéis de primeira ordem, mas, em geral, as obrigações do governo são as preferidas*” (BALEIRO, 1978, p. 458).

¹⁷¹ “Além das movimentações na conta única, outro canal por meio do qual a relação com o Tesouro Nacional afetou a base monetária e as compromissadas foram as operações no **mercado primário** de títulos públicos. **É preciso não confundir esse mercado com o mercado secundário.** Nesse último, o **Banco Central** usa sua carteira de títulos públicos para gerir a política monetária, por meio das operações compromissadas. Já no mercado primário, é o **Tesouro Nacional** que atua por meio da emissão e resgate de títulos, no âmbito da gestão da dívida pública e do atendimento das necessidades de financiamento do Estado” (PELLEGRINI, 2017, p. 23. Grifado).

¹⁷² “...*open market operations are defined as monetary policy operations conducted at the discretion of the central bank. The ideal open market operation is therefore non-regular in the sense that its launch cannot be anticipated by the market. Originally, the expression meant that the central bank operates in the inter-bank market (the ‘open market’) as a normal, possibly anonymous participant, for instance by buying Treasury paper in the secondary market. Also, the original expression was limited to outright (as opposed to reverse) operations*” (BINDSEIL, 2004, p. 145).

¹⁷³ “No âmbito macroeconômico, há uma implicação direta entre os índices de inflação e as taxas de juros praticadas no mercado, ainda que essas não sejam as únicas variáveis que definam uma

No Brasil, a política monetária segue o regime de meta para inflação, no qual o Banco Central recebe antecipadamente uma meta de inflação a ser perseguida anualmente. O principal instrumento para alcançá-la é a taxa de juros básica da economia que, no caso do Brasil, conforme visto, é a taxa Selic. Grosso modo, se a inflação esperada estiver acima da meta de inflação, o Banco Central atua para elevar a Selic até que a inflação convirja para a meta. Se a Selic já estiver no nível considerado adequado, a autoridade monetária atua para preservá-la. O Banco Central não fixa a Selic vigente na economia, mas, sim, a meta para a Selic, definida para manter a inflação sob controle. **A taxa Selic é dada pelas condições de liquidez da economia. Quando a liquidez é acentuada, a taxa tende a cair e vice-versa. O Banco Central controla a liquidez da economia de tal modo que a Selic tenda para sua meta.** (PELLEGRINI, 2017, p. 06. Grifado).

Embora tendo o FED como foco da exposição, Conti-Brown (2016) explica de que forma a atuação de um banco central exerce influência sobre a taxa de juros da economia, por meio de operações com títulos do respectivo tesouro:

*More concretely, the Fed restricts the money supply by doing the reverse of the purchase of the Treasury securities described above — it sells them to its counterparties. **When the Fed sells these securities on the open market, at the market price, it replaces cash on the bank's balance sheet with a less liquid asset, a short-term government security.** In turn, the Fed's counterparty bank will either call in loans due — or, more frequently, initiate fewer subsequent loans — thus either diminishing or slowing the expansion of the money supply. So far this explanation has skated over the significance of interest rates. **After all, the Fed has done nothing explicitly with interest rates — it has merely injected or retracted liquidity to expand or shrink the money supply. The connection between open market operations and interest rates, however, is as basic as a supply-and-demand graph from introductory economics.** Here, the supply and demand are supply of and demand for short-term bank loans, a commodity for which there is a market, just as there are markets for crude oil, pineapples, or squirrel traps. **The price of money in these markets is the interest rate, here called “the federal funds rate.”** When there's less money available to banks to lend to each other, they will pay more for it—and the interest rates will rise. When there is more money, people will pay less for it, and interest rates drop. Thus, while the difference between the federal funds effective rate and the federal funds target rate is actually more complicated than this simple explanation suggests, **the basic reality is that the Fed***

a dimensão da outra. De uma forma genérica e esquemática, o aumento na taxa de juros acarreta uma diminuição na inflação, porque incentiva a poupança em detrimento do consumo, acarretando uma diminuição na pressão que a procura – ou seu excesso – faz sobre os preços em geral” (CATAPANI, 2014, p. 371).

can and does affect interest rates through open market operations similar to the process described above: by affecting the availability of money, the Fed changes the price of money (CONTI-BROWN, 2016, p. 133-134. Grifado).

Ante tal descrição, mostra-se intuitivo que a atuação de um banco central demanda títulos públicos, os quais devem estar à sua disposição. Torna-se, pois, necessária a existência de “uma carteira de títulos no seu balanço, pois ela é crucial para a condução da política monetária e da gestão da liquidez na economia” (BRASIL, 2019a, p. 13).

Ocorre que, embora seja a única agência governamental autorizada a emitir moeda corrente,¹⁷⁴ o BCB não pode emitir os títulos que irá utilizar em suas operações. No Brasil, emissão de dívida pública é exclusividade do Tesouro Nacional, que o faz tanto para o financiamento das atividades estatais como para fins de execução de política monetária. Além de justificativas de cunho econômico, a centralização da emissão de títulos no âmbito do TN demonstra que a atuação do BCB não é de todo discricionária ou ilimitada (pois não pode produzir seu instrumento de atuação) e que há um mínimo de *accountability* em sua atuação.

Até a criação da STN, em 1986, cabia ao BCB a gestão da dívida pública brasileira, o que incluía a emissão e resgate de títulos para as necessidades de financiamento do governo, como também o cumprimento das operações de política monetária (LEISTER, 2016, p. 21).

¹⁷⁴ “A emissão não se confunde com a fabricação de moeda. Fabricar cédulas e cunhar moedas metálicas é um processo industrial gráfico. As cédulas produzidas pela Casa da Moeda são entregues ao Banco Central e ficam à disposição deste para usar se e quando quiser. Enquanto aquelas cédulas estão guardadas em sua forma original no Banco Central, elas não são ‘moeda’, mas mero pedaço de papel estampado. Somente serão transformadas em moeda – isto é, a moeda só será emitida – no momento em que forem colocadas em circulação na economia. Fabricar é um ato de indústria, um fato complexo, mas não jurídico (no sentido de criador da moeda). **Emitir é um ato jurídico.** Esta distinção decorre da própria natureza de a moeda ser um instrumento de troca. Emitir moeda é transformar esse papel pintado produzido por uma gráfica autorizada (a Casa da Moeda) em uma nova espécie de bem jurídico, que é a moeda. (...) **No momento em que o Banco Central faz isso, o valor do papel-moeda emitido é registrado no lado do passivo do balanço do Banco Central, como uma obrigação deste para com a sociedade.** Esta noção de a moeda ser um passivo do Estado corporificado no Banco Central decorre da característica de a moeda ser a transformação da obrigação individual em um dever social: o agente que troca o que produz por moeda substitui o seu crédito contra o comprador pelo poder jurídico – que pode exercer contra a sociedade como um todo – de pagar impostos e de adquirir, com a moeda recebida, outros bens e serviços” (OLIVEIRA, 2008, p. 169).

Tal situação começou, progressivamente, a ser alterada. Após sua criação, a STN assumiu a gestão da dívida mobiliária interna.¹⁷⁵ Esse processo foi acelerado nos anos 1990, no contexto das reformas introduzidas pelo Plano Real, e foi consolidado com a entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal. Como fruto de comum acordo entre BCB e TN, o artigo 34 da LRF centralizou a emissão de títulos públicos no âmbito da autoridade fiscal e proibiu o BCB de exercer tal atribuição a partir de maio de 2002. Desde então, houve o progressivo aumento de emissão por parte do primeiro e a concomitante redução do estoque de títulos do segundo que estavam em poder do mercado. Note-se:

Some countries have switched from the use of central bank bills to the use of treasury securities for monetary policy purposes and Brazil one such case. Before May 2002, both the treasury and the central bank issued their own paper. The two entities agreed on a strategy for the development of the domestic market and decided that treasury bills be used for monetary policy purpose as well. Accordingly, the central bank stopped issuing own bills and the treasury started issuing equivalent amounts of government securities when the outstanding central bank bills expired. The proceeds from these additional government securities were placed in a special account and could only be used to augment foreign reserves or retire foreign debts. From May 2002 to July 2004, the volume of outstanding government securities increased from 395 billion to 736 billion while the volume of outstanding central bank bills decreased from 126 billion to 22 billion (NYAWATA, 2012, p. 06-07. Grifado).

De acordo com critérios debatidos internacionalmente¹⁷⁶ e em conformidade com as regras e as práticas em vigor no Brasil, o BCB é reconhecido como

¹⁷⁵ “A maior preocupação com a necessidade de controle e monitoramento da dívida interna, a qual vinha apresentando elevado crescimento nos anos anteriores em virtude da precária situação fiscal, aliada à percepção de que se fazia necessária uma distinção institucional entre as políticas monetária e de dívida acarretaram a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda. O Decreto nº 94.443, de 12/06/1987 determinou a transferência das atividades relativas à colocação e ao resgate da dívida pública para o Ministério da Fazenda, onde essa função ficou a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional” (PEDRAS, 2016, p. 62-63).

¹⁷⁶ “Although central banks do not define their mandates, their independence, or autonomy, is concretely manifested in the degree with which they (1) can conduct monetary policy free from government instruction (functional independence), (2) are free to choose the instruments to implement monetary policy (instrument independence), (3) can finance themselves and autonomously determine when to disburse profits (financial independence), and (4) form a separate legal entity (institutional independence). Furthermore, appointing the central-bank governor according to professional criteria and for a relatively long and contractually fixed term of office are also signs of independence” (HERGER, 2019, p. 136).

operacionalmente autônomo no exercício de suas competências.¹⁷⁷ Tal autonomia o imuniza em face do Tesouro Nacional, quanto à possibilidade de redução ou mesmo negativa de disponibilização de títulos adequados e em quantidade suficiente para o cumprimento das atividades da autoridade monetária. Em outras palavras, a autoridade fiscal não tem discricionariedade para não emitir os títulos que o BCB necessitar, conforme os parâmetros legalmente estabelecidos.

Assim, o TN deve assegurar uma carteira de títulos em quantidade e em qualidade suficientes para o BCB executar suas atribuições. Em ocorrendo o vencimento de título em posse do BCB, cabe ao Tesouro refinar (apenas) o principal e os substituir, mediante a emissão de novos documentos de dívida. O BCB não pode receber juros nas operações com o TN. Tenta-se, dessa forma, conciliar a complexa relação entre o dever de fornecimento de títulos ao BCB e a proibição de financiamento, conforme vedação constitucional.¹⁷⁸

Nesse sentido, logo após a aprovação da LRF, entrou em vigor a Lei n. 10.179, de 06 de fevereiro de 2001. Ao “dispor sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria”, o mencionado instrumento normativo determinou ao Tesouro Nacional a emissão de títulos públicos para, entre outras finalidades, “assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária” (artigo 1º, IX, com redação dada pela Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008).

Desde então, consolidou-se o modelo de centralização da emissão de dívida pública no TN. Além disso, caso as operações do BCB venham a gerar resultado (semestral) negativo, cabe ao Tesouro fazer a respectiva cobertura e recompor o patrimônio líquido do banco, mediante a emissão de títulos públicos. Atualmente,

¹⁷⁷ “Apesar de não dispor de estatuto jurídico de autonomia, o Banco Central do Brasil (BCB) desfruta de ampla autonomia de fato dentro do Estado e diante da sociedade brasileira, como se dispusesse de autonomia institucional. Essa autonomia cresceu e se consolidou, nas últimas décadas, em funções consideradas exclusivas dos bancos centrais (BCs) nas sociedades atuais, como o manejo da taxa de juro e da política monetária, e também de atribuições mais complexas e polêmicas, como as funções de banco dos bancos e de prestador de última instância” (CARVALHO, MONTEIRO, OLIVEIRA, 2010, p. 07).

¹⁷⁸ “Uma das questões mais complexas do relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro diz respeito à conciliação entre a necessidade de o Bacen possuir uma carteira de títulos públicos para executar a política monetária com a vedação constitucional expressa de financiamento ao Tesouro. Essa questão se tornou ainda mais aguda a partir da edição da LRF, em 2002, quando o Bacen se viu proibido de emitir títulos e passou a depender inteiramente dos papéis do Tesouro para o dia a dia da política monetária” (LOYOLA, 2016, p. 232).

a matéria (tanto a destinação dos resultados quanto o dever de manutenção da carteira de títulos) é regulada também pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019.

Assim, uma vez proibida a emissão própria de títulos, o BCB passou a ter à sua disposição quantidade suficiente de títulos públicos para execução de suas atribuições. Outra característica é que, nesse mesmo período, o BCB apresentou grande ênfase em negociações provisórias, com cláusula de reversão no curto prazo, com as chamadas operações compromissadas (PELLEGRINI, 2017).

Nesse contexto, a presente seção abordará as justificativas para a opção de não permitir ao BCB emitir títulos próprios, a composição da carteira, o impacto das operações compromissadas, a recomposição da carteira de títulos para política monetária e seu impacto nos indicadores de endividamento do Brasil.

3.3.1 Banco Central: títulos próprios e/ou títulos do Tesouro?

Embora, desde 2002, o Tesouro Nacional seja o emissor exclusivo de títulos da dívida pública no Brasil, ainda se mostra relevante expor os fundamentos que justificam adoção de tal modelo. Principalmente ante o impacto fiscal da política monetária e a dimensão do crescimento dos indicadores de endividamento público nos últimos anos.

A comparação entre diversos países, periodicamente realizada pelo FMI, mediante respostas a questionários enviados a vários bancos centrais, a partir do *Information System for Instruments of Monetary Policy* (ISIMP), aponta dois resultados que merecem atenção.

Quantitativamente, a amostra utilizada se divide de modo equivalente em três grupos de países, cujos bancos centrais: 1) utilizam apenas títulos do Tesouro; 2) utilizam apenas títulos próprios e 3) utilizam tanto títulos próprios quanto do respectivo tesouro. Apesar da equivalência numérica, a análise qualitativa aponta para o predomínio do modelo de emissão exclusiva por parte do Tesouro no conjunto de países desenvolvidos (NYAWATA, 2012, p. 07-08).

Leister (2016) utilizou dados mais atualizados, até a data de seu estudo, e chegou à mesma constatação:

Empiricamente verifica-se que os bancos centrais se dividem praticamente de forma igualitária em três grupos: aqueles que

somente utilizam títulos do TN, os que fazem uso apenas de títulos próprios e os que utilizam ambos. Nesse sentido, Gray e Pongsaparn (2015) dão publicidade aos resultados do questionário do *Information System for Instruments of Monetary Policy* (ISIMP), conduzido a cada 2-3 anos e respondidos em sua última versão em 2013 por 125 países, uma amostra bastante significativa. Os autores mostram que nas últimas quatro edições do questionário a proporção de países que utilizam títulos próprios do BC manteve-se estável, variando entre 33% e 38% da amostra. **Ao se analisar o conjunto de economias avançadas e zona do euro dentro do grupo de respondentes do questionário percebe-se que há forte preferência pelo uso exclusivo de títulos do TN, sem uso ou permissão de títulos do BC.** Em apenas 3 das 16 economias avançadas e zona do euro o BC emite títulos próprios. A saber: Dinamarca, Islândia e Coreia do Sul. Os demais, **onde o BC não emite**, são: **Austrália, Canadá, República Tcheca, Israel, Japão, Latvia, Nova Zelândia, Noruega, Singapura, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos e Zona do Euro** (LEISTER, 2016, p. 17).

E reafirmou a conclusão de Nyawata (2012): “pode-se dizer que há indicativo empírico de que a melhor prática tende a ser não permitir que o BC emita títulos próprios” (LEISTER, 2016, p. 17).

Em suma, gerir a dívida pública (para cobertura das necessidades de financiamento e para a execução da política monetária) com a utilização exclusiva de títulos emitidos pelo Tesouro mostra-se prática internacionalmente mais recomendável. Em linhas gerais, apenas sob condições excepcionais é que os bancos centrais recorrem à emissão de títulos próprios. Normalmente, quando sua autonomia operacional é posta em xeque ou não há garantia de volume suficiente de títulos para execução de suas atribuições. Note-se:

*The circumstances under which many central banks have started issuing their own securities seem to underscore a presumption that government securities are the first best option. Central banks have often resorted to own securities in circumstances where the markets for government securities are undeveloped and where governments are reluctant to issue securities in sufficient amounts to absorb excess liquidity. In addition, **three elements** seem to accord an edge to the use of government securities over central bank bills and these include: (i) **an integrated view of public sector finance;** (ii) **the public policy argument for the government’s role in fostering the development of money markets;** and (iii) **the ability to generate positive externalities for other financial instruments and the rest of the economy in a way that is not easily replicable by other instruments** (NYAWATA, 2012, p. 05. Grifado).*

Assim, a preferência por títulos dos tesouros (em detrimento dos emitidos pelos bancos centrais) pauta-se em três fundamentos básicos: 1) propiciar uma perspectiva integrada do setor público; 2) obter ganho de escala para fomentar o desenvolvimento dos mercados financeiros e 3) gerar externalidades positivas para outros instrumentos financeiros e para o resto da economia.

A perspectiva integrada do setor público ficará comprometida, caso haja mais de um emissor de dívida pública. Com efeito, a centralização da geração da dívida pública traz mais transparência para os cidadãos. A justificativa está no fato de que os prejuízos e as perdas da atuação da política monetária e da estabilização do setor financeiro, executadas pelos bancos centrais, tendem a ficar mais claros para a sociedade. Deve ser levado em consideração, nesse ponto, que a situação financeira e patrimonial dos tesouros e dos bancos centrais forma um todo integrado e que as perdas serão igualmente suportadas por todos os contribuintes. Tais perdas e mesmo o custo fiscal tendem a ser menos transparentes, caso o banco central possa emitir seus próprios títulos em acumulação ao poder de emitir moeda (NYAWATA, 2012, p. 23).

Além do mais, a emissão única pelos tesouros nacionais evita a fragmentação dos mercados e a inapropriada concorrência entre os emissores, na disputa por compradores. E isso traria confusão aos agentes econômicos e perda da credibilidade da política fiscal e da política monetária. Nesse sentido, deve ser observado que “títulos do BC tendem a operar na ponta curta da curva de juros, quase sempre com maturidades inferiores a 12 meses, enquanto os títulos do MF tendem a se concentrar nos vencimentos mais longos” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 138). O resultado seria prejudicial para a gestão da dívida pública e o aumento de seu custo, no curto, no médio e no longo prazos:

Ocorre que em momentos de maior volatilidade no mercado, o TN, para não cancelar taxas de juros excessivamente elevadas em seus títulos mais longos, geralmente opta por recorrer a maior emissão de títulos de curto prazo. **Se nesse momento ele verificar competição com os títulos de curto prazo do BC, pode ter de arcar com taxas de juros mais altas que as praticadas pelo BC para o mesmo prazo (inferior a 12 meses).** E o efeito negativo não se circunscreve apenas a esse fato, pois ao observar concorrência e conseqüentes taxas mais altas nos títulos de curto prazo, o TN poderá observar uma contaminação de elevação de taxa em toda a curva de juros. **Ou seja, com dois emissores de dívida soberana há potencial de elevação de custo de gestão da dívida pública, de prejuízo à liquidez dos**

títulos do TN e maior instabilidade a sua gestão. O estudo de Yi (2014) também aponta conclusões nesse sentido.

Outro aspecto em relação ao potencial conflito com o gerenciamento da dívida pública é a maior dificuldade de o TN promover alongamento e construção de uma curva de juros de médio e longo prazos. A razão desse efeito potencial reside no fato de o BC, ao oferecer enxugamento de liquidez a taxas competitivas e na ponta curta da curva de juros, pode canibalizar o mercado demandante potencial de títulos do TN (LEISTER, 2016, p. 14).

A melhor forma de conciliar tal divergência é unificar a emissão dos títulos. A prática internacional aponta nesse sentido.

A dívida pública (em todos os seus aspectos), quando operada por meio de títulos emitidos exclusivamente pelos tesouros nacionais afasta a competição predatória com títulos dos bancos centrais e, em face da abrangência e do ganho de escala, gera maiores externalidades positivas.

Em linhas gerais, os títulos do tesouro, conforme as características próprias de cada documento: 1) atuam de modo mais efetivo como ferramenta de proteção em face dos riscos relativos a bruscas alterações das taxas de juros, bem como servem como garantidores de outras operações, como operações compromissadas, de mercados futuros e de mercado de opções; 2) servem como parâmetro para a precificação de outros ativos financeiros, como é o caso do mercado financeiro brasileiro, que utiliza as “taxas” CDI e SELIC como parâmetro de rendimento e de desempenho de produtos financeiros e 3) permitem que a flutuação da liquidez seja concentrada em datas-chave.

Em suma, a emissão exclusiva de títulos pelos Tesouros Nacionais gera maiores externalidades positivas, de modo a permitir um maior desenvolvimento e sofisticação dos mercados financeiros de cada país (NYAWATA, 2012, p. 17-18).

Por fim, no momento em que os bancos centrais passam a emitir títulos e os colocam em seus balanços, surge para as autoridades monetárias preocupações quanto à preservação de seu patrimônio líquido e isso pode gerar ruídos na execução da política monetária, em face de elevados aumentos do endividamento do banco central.¹⁷⁹ Nesse sentido, contribui para uma maior autonomia na

¹⁷⁹ “Central bank losses interfere with the conduct of monetary policy and the ability of the central bank to deliver on other mandates. **It is particularly challenging if these losses are an outcome of the central bank’s having had to issue its own securities in order to absorb excess liquidity. The continued issuance of central bank debt may result in unsustainable debt for the central bank and further add to public debt.** It would be ideal to bring all public debt under a

execução da política monetária a emissão exclusiva de títulos pelos Tesouros (com a gestão unificada dos montantes e dos vencimentos), bem como o dever de cobertura de resultados negativos e de garantir uma carteira de títulos em nível suficientemente adequado aos bancos centrais.

Em suma, a opção pela emissão de títulos pelos bancos centrais apenas se justifica em países em que não há autonomia operacional (pelo menos de fato) ou não há a disponibilização de títulos em quantidade suficiente para a execução da política monetária. Esse quadro geralmente está associado a uma situação de menor desenvolvimento do mercado financeiro (em termos gerais) e do de títulos públicos (em particular). Tais características não se apresentam nos países de economia desenvolvida e não correspondem ao atual quadro brasileiro.

Nesse sentido, além de proporcionar autonomia operacional do BCB, o mercado brasileiro de títulos públicos apresenta robustez que não justifica retornar ao modelo anterior à edição da LRF, pois:

1. O contrato brasileiro de futuro de DI de 1 dia negociado na BTN&BOVESPA [atualmente, "B3"] é o terceiro contrato futuro de taxa de juros mais negociado no mundo, com 309 milhões de contratos negociados em 2015. O levantamento é realizado pela *Futures Industry Association* (FIA). **O mercado futuro de DI desse porte reflete alto grau de desenvolvimento do mercado de renda fixa local, bem como o substancial volume de títulos soberanos em circulação.** Até porque, no caso dos títulos soberanos prefixados (LTN e NTN-F) a principal referência para a formação de preços é o DI Futuro. Na prática, o DI Futuro é um *swap* de taxa de juros, que fornece aos compradores de títulos prefixados um *hedge* contra oscilações na taxa de juros e, conseqüentemente, nos preços dos títulos. A conjugação de títulos prefixados com DI Futuro é conhecida no mercado como "casado";
2. **O mercado de fundos mútuos de renda fixa brasileiro está entre os maiores do mundo. Segundo levantamento do *Investment Company Institute* (ICI)20 de maio/2016, o Brasil tem o quarto maior mercado mundial nesse quesito, com US\$425 bilhões em ativos líquidos.** O Brasil fica atrás apenas de EUA, Luxemburgo e Alemanha, e está à frente de países como Irlanda, França, Reino Unido, Japão, entre outros; e
3. **O mercado doméstico de dívida soberana é o maior, em termos nominais, entre os principais países emergentes.** Entre 18 países emergentes, o Brasil lidera com US\$800 bilhões,

single obligor where the issuance can be better coordinated to cater for the various maturity profiles. This would have the advantage of avoiding competition and market fragmentation, thereby improving the requisite coordination between monetary policy and debt management. Regardless of whether central bank or government securities are used, the inherent conflicts between debt management and monetary policy still need to be managed" (NYAWATA, 2012, p. 23. Grifado).

sendo a Coréia a segunda colocada com US\$400 bilhões (metade do mercado brasileiro), dados de 2014 (LEISTER, 2016, p. 27. Grifado).

Em conclusão, a emissão de títulos próprios pelos bancos centrais somente é recomendável quando a conjuntura interna de cada país apontar para uma menor autonomia operacional da autoridade monetária. Inexistindo esse contexto, a unificação da origem da dívida pública nos tesouros mostra-se melhor prática e extensivamente adotada em países de economia mais desenvolvida.¹⁸⁰

3.3.2 Composição da carteira de títulos do Banco Central do Brasil

A Lei n. 10.179, de 06 de fevereiro de 2001, que dispõe “sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria”, estabelece, em seu artigo 2º, três tipos de títulos com as seguintes denominações: 1) “Letras do Tesouro Nacional - LTN, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos”; 2) “Letras Financeiras do Tesouro - LFT, emitidas preferencialmente para financiamento de curto e médio prazos” e 3) “Notas do Tesouro Nacional - NTN, emitidas preferencialmente para financiamento de médio e longo prazos”.

Além dos títulos referidos acima, há ainda os “Certificados Financeiros do Tesouro” (CFTS), os quais serão “qualificados no ato da emissão, preferencialmente para operações com finalidades específicas definidas em lei” (artigo 2º, parágrafo único). Por fim, há os “Títulos da Dívida Agrária” (TDAs), cuja finalidade é financiar desapropriações para fins de reforma agrária, nos termos do artigo 184 da Constituição brasileira de 1988.

Esses títulos são divididos em espécies, conforme a finalidade de emissão ou outras características, como ter juros prefixados ou não, haver antecipação de

¹⁸⁰ “Como princípios básicos norteadores, a decisão pela utilização de títulos do BC para gestão da liquidez somente deve ser acatada após responder negativamente a quaisquer das duas perguntas abaixo: 1. O BC tem autonomia operacional garantida para gestão de liquidez com uso de títulos do TN? 2. O estoque de títulos públicos emitidos pelo TN é estruturalmente suficiente para atender a demanda do mercado por ativos de renda fixa? Dito de outra forma, caso as respostas para as duas perguntas sejam positivas, conjuntamente, a melhor opção é o uso de títulos do TN (na carteira do BC) para gestão da liquidez. Ou seja, títulos emitidos pelo BC são indicados apenas em casos onde a autoridade monetária não tenha autonomia operacional adequada para adquirir títulos do TN ou o mercado de títulos da dívida pública seja estruturalmente aquém da demanda e da necessidade de fomento ao mercado de renda fixa” (LEISTER, 2016, p. 07).

juros ou indexação a índices de inflação. Variam, igualmente, conforme o modo de oferta: alguns podem ser adquiridos em leilões públicos, por pessoas físicas em geral (“Programa Tesouro Direto”); outros são de acesso mais restrito, com emissão direta a destinatários específicos.

Excluindo o programa Tesouro Direto, que corresponde a um pequeno percentual do montante da dívida pública brasileira, a oferta e negociação de títulos públicos é pelo sistema de *dealers*. Por esse mecanismo, instituições financeiras escolhidas e credenciadas pela STN e pelo BCB fazem a aquisição de títulos ofertados em mercado. Para o período entre agosto de 2019 e janeiro de 2020, os *dealers* credenciados pela STN são os seguintes bancos: Banco do Brasil S.A., Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A., Banco Bradesco S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco JP Morgan S.A., Banco Santander Brasil S.A., Caixa Econômica Federal, Goldman Sachs do BR S.A. e Itaú Unibanco S.A.. E corretoras de valores: BGC Liquidez DTVM Ltda., Renascença DTVM Ltda. e Tullet Prebon Brasil Corretora de Valores e Cambio LTDA.¹⁸¹

A lista de *dealers* do BCB para o mesmo período é semelhante à da STN. A exceção fica por conta da exclusão de Bank of America, Goldman Sachs, BGC Liquidez e Tullet Prebon Brasil. E inclusão de Banco Safra S.A., Banco do Estado do Espírito Santo S.A., BNDES e XP Investimentos e Corretora.¹⁸²

O detalhamento de cada um dos títulos mencionados acima (LTNs, LFTs, NTNs, CFTs e TDAs) é regulado atualmente pelo Decreto n. 9.292, de 23 de fevereiro de 2018. O mencionado instrumento normativo estabelece

¹⁸¹ “Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Os *dealers* atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos. Atualmente, o Tesouro Nacional possui 12 *dealers*, dos quais nove são bancos e três são corretoras ou distribuidoras independentes. No primeiro semestre de 2015, o sistema de *dealers* do Tesouro Nacional foi separado do sistema de *dealers* do Banco Central, direcionando os incentivos ao fomento dos mercados primário e secundário de títulos públicos, especialmente em plataformas eletrônicas de negociação. Desde 10 de fevereiro de 2018, as regras e os critérios do sistema de *dealers* são definidos pela Portaria nº 90, de 7 de fevereiro de 2018. O desempenho de cada instituição é avaliado a cada seis meses e aquelas com o pior desempenho são substituídas. A seleção é feita mediante avaliação, baseada, sobretudo, nas participações em ofertas públicas e no mercado secundário de títulos públicos.” Disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/dealers?redirect=https%3A%2F%2Fwww.tesouro.fazenda.gov.br%2Fresultado-busca%3Fp_id%3D3%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dmaximized%26p_p_mode%3Dview%26_3_keywords%3Ddealers%26_3_struts_action%3D%252Fsearch%252Fsearch%26_3_redirect%3D%252Fdivida-publica-federal%26_3_y%3D0%26_3_x%3D0. Acesso em 15.11.2019.

¹⁸² Disponível em: https://www4.bcb.gov.br/pom/demab/dealers/rel_dealers_100819_310120.pdf. Acesso em 15.11.2019.

características de cada documento, como prazo, modalidade, valor nominal, rendimento, atualização, resgate, política de juros, séries e subséries. A tabela abaixo apresenta as principais os títulos e suas características:¹⁸³

Tabela 05: Principais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional

Título	Indexador	Prazos de Emissão (Regra Geral)	Resgate do Principal	Juros	Custodiante
LTN	Não há - Título Prefixado	Até 4 anos	No vencimento, pelo valor nominal.	Não Há.	SELIC
NTN - B	IPCA	Até 40 anos	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	6% ao ano, pagos semestralmente.	SELIC
NTN - F	Não há - Título Prefixado	Até 10 anos	No vencimento, pelo valor nominal.	10% ao ano, pagos semestralmente.	SELIC
LFT	Selic	Até 5 anos	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	Não Há.	SELIC
NTN - C	IGP-M	Não são mais emitidas em leilões regulares.	No vencimento, pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento desde a data-base do título.	6% ao ano, pagos semestralmente ¹ .	SELIC

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Conforme dados da STN, no dia 31.12.2018, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) era de R\$ 3,73 trilhões.¹⁸⁴ Esse estoque abrange apenas os títulos em poder do mercado e não inclui os títulos da carteira livre do BCB. Na mesma data, o estoque carteira do BCB era de R\$ 1,795 trilhão.

¹⁸³ Os títulos que não estão no quadro são de emissão direta e com finalidades específicas, conforme informação da STN: “As emissões diretas de títulos são realizadas para atender finalidades específicas, definidas em Lei. Caracterizam-se pela colocação direta de títulos públicos sem a realização de leilões ou outro tipo de oferta pública. Atualmente, são exemplos de razões para emissões diretas: i) pagamento de equalização de taxa de juros do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX); ii) securitização de dívidas, decorrente de acordos de renegociação de dívidas da própria União ou das entidades cujas obrigações foram ou venham a ser assumidas pela União e cujos principais credores são os sistemas bancários oficial e privado, fornecedores, empresas prestadoras de serviços e empreiteiras; iii) financiamento estudantil para garantir o recebimento de dívidas previdenciárias/tributárias das Instituições de Ensino (Fies); iv) emissões para fins de reforma agrária (TDA), dentre outros.” Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/titulos-da-divida-interna>. Acesso em 15.11.2019.

¹⁸⁴ Conforme Relatório Anual da Dívida (RAD 2018). Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD_2019.pdf/85c6fb46-144a-4c26-88f2-6b15e4098744. Acesso em: 31.08.2019.

Uma parcela considerável deste valor, R\$ 1,095 trilhão, estava em mercado, como garantia em operações compromissadas.¹⁸⁵ Observe-se a tabela a seguir:

Tabela 06: DPMFi, carteira do BCB e operações compromissadas (Estoque em 31.12.2018 – R\$ milhões)

PIB	DPMFi	TÍTULOS EM GARANTIA DE OPERACOES COMPROMISSADAS	CARTEIRA TOTAL DO BCB	DPMFi + carteira do BCB
	3.728,86	1.095,6	1.795,2	5.524,1
6.827,6	54,6%	16,04%	26,3%	80,09%

Fontes: STN (RMD – dez/2018), BCB (Demonstrativo Semestral – dez/2018) e TCU (Relatório e Parecer Prévio às Contas do Presidente da República - 2018). Elaboração própria.

O detalhamento, por título, do estoque da DPMFi em 31 de dezembro de 2018 aponta a distribuição, conforme a tabela abaixo:

Tabela 07: Detalhamento, por título, da DPMFi (Estoque em 31.12.2018 – R\$ milhões)

	TÍTULOS							
	LFT	LTN	NTN-B	NTN-C	NTN-F	SECURITIZADO	TDA	Outros
Estoque	1.370,38	872,51	962,39	80,21	397,09	5,06	1,44	39,77
% (DPMFI)	36,75	23,39	25,80	2,15	10,65	0,13	0,038	1,07

Fonte: STN (Relatório Mensal da Dívida – dez/2018). Elaboração própria.

Por sua vez, o detalhamento, por título, da carteira do BCB, em 31 de dezembro de 2018, apresenta a seguinte composição:

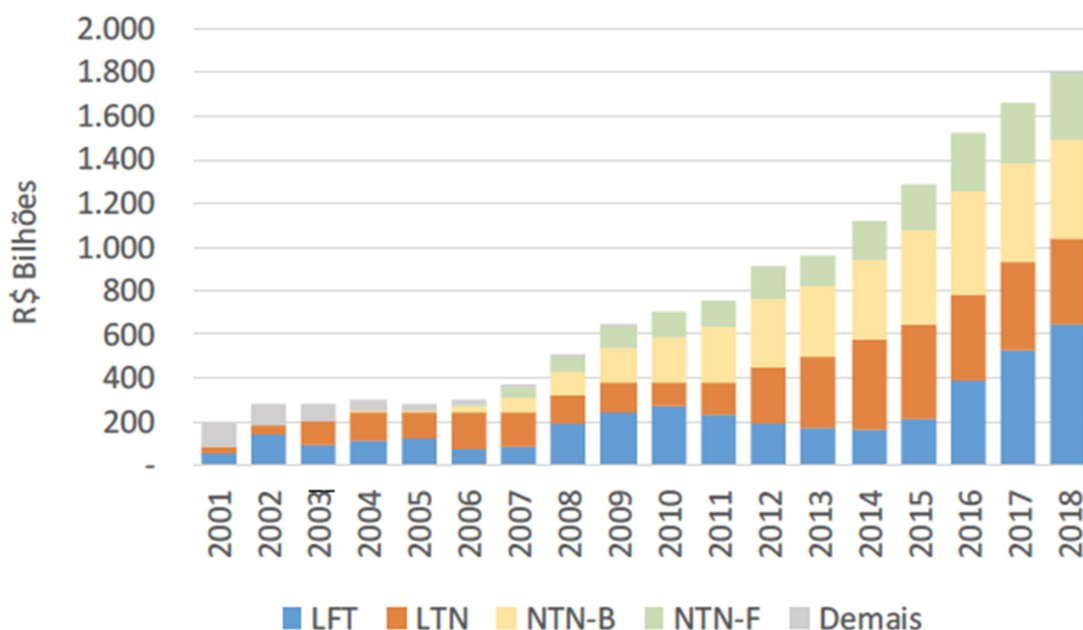
Tabela 08: Detalhamento por título da carteira do BCB (Estoque em 31.12.2018 – R\$ milhões)

TÍTULO	LFT	LTN	NTN-B	NTN-F	DEMAIS
Estoque	649,42	389,17	459,06	296,62	zero

Fonte: BCB (Demonstrativo Semestral – dez/2018). Elaboração própria.

Conforme ainda dados da Secretaria do Tesouro Nacional, entre os anos de 2001 e 2018, a composição da carteira do BCB evoluiu da seguinte forma:

¹⁸⁵ Conforme Demonstrações Financeiras do BCB (2º semestre/2018). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/Demonstrações%20financeiras%20contábeis%20-%20Banco%20Central%20do%20Brasil.pdf>. Acesso em 31.08.2019.

Gráfico 02: Evolução e composição da carteira de títulos do BCB.**Fonte: STN**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (BRASIL, 2019a, p. 15).

De acordo com os dados acima, especialmente quanto ao estoque do BCB em 31 de dezembro de 2018, é possível extrair pelo menos duas constatações. De um lado, a predominância do título LFT (Letras Financeiras do Tesouro) nas operações tanto da STN (36,75% da DPMFi) quanto do BCB (36,2%). De outro, a elevada participação das operações compromissadas (61% do total da carteira e 16% do PIB) como mecanismo de execução da política monetária.

Por fim, ainda sobre a carteira de títulos do BCB, a legislação brasileira, com o objetivo de assegurar autonomia operacional ao BCB, determina que o Tesouro Nacional deve mantê-la em nível suficientemente adequado ao cumprimento das atribuições de política monetária.

Tal dever, como já dito, surgiu como contrapartida da opção adotada no Brasil de unificar a emissão de dívida pública e proibir o BCB de emitir títulos próprios. Entretanto, como era um tema novo e o BCB dispunha de quantidade de títulos considerada segura, a LRF não detalhou como deveria ser o mecanismo de aporte e recomposição do estoque de títulos à disposição da autoridade monetária (LEISTER, 2016, p. 22).

Após a edição da LRF, ocorreu que:

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, bem como forma de dispor de um amortecedor para possíveis choques no balanço de pagamentos. **Para esterilizar o excesso de liquidez gerado por tal política, o BC realizava operações compromissadas, utilizando títulos do TN 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, a Lei 10.179/2001, alterada pela 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 (LEISTER, 2016, p. 23).

Entretanto, a nova redação da lei não estabelecia montante ou maiores detalhes para a manutenção da carteira de títulos. Na sequência, a matéria foi regulamentada por ato infralegal, por meio de portaria do Ministério da Fazenda. Assim, entre 2009 e 2019 vigorou a Portaria MF n. 241, de 04 de junho de 2009. Este instrumento normativo, além de estabelecer o patamar mínimo de reservas, delegou à STN a competência para autorizar a emissão de títulos para fins de recomposição da carteira do BCB. Observe-se:

Art. 1º Para os fins do disposto no art. 3º, inciso VIII, da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, **sempre que o valor da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna em poder do Banco Central do Brasil atingir valor inferior a R\$ 20.000.000.000,00 (vinte bilhões de reais), a Secretaria do Tesouro Nacional deverá, nos dez dias subsequentes ao da ocorrência do evento, emitir títulos em quantidade suficiente para, no mínimo, restabelecer o referido valor, observado que, em cada evento, o valor da emissão não poderá ser inferior a R\$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais).**

§ 1º O valor da carteira de que trata o caput será apurado pelo valor contábil atribuído pelo Banco Central do Brasil aos títulos integrantes de sua carteira, **excluídos os títulos objeto de recompras decorrentes de operações compromissadas e os títulos vinculados a margens de garantia em operações com derivativos.**

§ 2º A emissão de que trata o caput dar-se-á de forma direta, **sem contrapartida financeira**, conforme o disposto no inciso VIII do art. 3º da Lei nº 10.179, de 2001.

§ 3º Verificada, a qualquer momento, a possibilidade de comprometimento futuro da carteira de títulos disponíveis para a execução da política monetária, **o Banco Central do Brasil e a**

Secretaria do Tesouro Nacional avaliarão a necessidade de aporte emergencial de títulos, independentemente do disposto neste artigo.

(...)

Art. 3º Fica delegada ao Secretário do Tesouro Nacional a competência para autorizar a emissão dos títulos da dívida pública prevista no inciso IX do art. 1º da Lei nº 10.179, de 2001.

Parágrafo único. Por delegação do Secretário do Tesouro Nacional, os Secretários-Adjuntos do Tesouro Nacional poderão autorizar a emissão de títulos de que trata o caput.

Muito embora a portaria estabelecesse uma regra clara de recomposição, e sem prejuízo do advento de situações extraordinárias (nas quais BCB e STN poderiam avaliar a “necessidade de aporte emergencial de títulos”), afirmava-se que o mecanismo seria frágil e não traria segurança jurídica na relação entre o BCB, o Tesouro Nacional e mesmo com os agentes de mercado. A preocupação era com o fato de, em tese, seu teor poder ser alterado unilateralmente e por ato do Ministro da Fazenda ou mesmo do Secretário do Tesouro Nacional. Em outras palavras, a regra de recomposição da carteira, com fundamento em ato infralegal, poderia comprometer a autonomia operacional do BCB. Observe-se:

O fato de a autonomia operacional do BC, em termos de volume de títulos livres do TN em sua carteira, estar garantida em uma portaria interna do Ministério da Fazenda carece de força. Até porque o artigo 3º da portaria estabelece que o Secretário do TN tem a competência para autorizar tal emissão de títulos em favor do BC. Ou seja, é possível que um Secretário cause dificuldades ao BC se não autorizar tempestivamente a emissão de títulos do TN para o BC, mesmo que o artigo primeiro da portaria assim determine.

Para que o BC brasileiro tenha ainda mais confiança e respaldo de autonomia, no sentido aqui discutido, **sugere-se que a matéria da referida Portaria nº 241/2009 migre para uma lei ordinária, o que atribuiria maior força legal ao mecanismo e criaria grande constrangimento em caso de tentativas de fragilizar o arranjo entre TN e BC por algum gestor incumbente.** Além disso, essa nova lei ordinária poderia conter uma redação do artigo 3º mais cuidadosa, dirimindo o risco de a demanda por títulos adicionais não ser atendida tempestivamente pelo TN (LEISTER, 2016, p. 24-25. Grifado).

Nesse sentido, dez anos após a entrada em vigor da Portaria MF n. 241, de 04 de junho de 2009, foi editada a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019. Entre os diversos pontos acerca do relacionamento entre Tesouro Nacional e o Banco

Central, a nova lei legalizou os critérios para o volume da carteira de títulos a disposição da autoridade monetária.

De acordo com a citada lei, a carteira do BCB deverá ser recomposta nas seguintes condições:

Art. 7º Sempre que o valor da **carteira de títulos da DPMFi livres** para negociação em poder do Banco Central do Brasil atingir **percentual igual ou inferior a 4% (quatro por cento) de sua carteira total de títulos**, a União efetuará emissão de títulos adequados aos fins de política monetária em favor do Banco, em montante necessário para que sua carteira de títulos livres para negociação atinja o valor de 5% (cinco por cento) da carteira total.

§ 1º Consideram-se **livres** para negociação os títulos da DPMFi existentes na carteira do Banco Central do Brasil **que não sejam objeto de obrigação de recompra decorrente de operação compromissada**, nem estejam vinculados a margem de **garantia em operação com derivativos** ou a **operação de empréstimo de títulos**.

§ 2º O Banco Central do Brasil monitorará permanentemente os fatores condicionantes da base monetária e comunicará ao Ministério da Fazenda sempre que suas projeções indicarem que, nos 10 (dez) dias úteis seguintes, a carteira livre de títulos atingirá o percentual indicado no **caput** deste artigo, devendo a União, em até 5 (cinco) dias úteis a partir da comunicação, efetuar a recomposição da carteira nos termos do **caput** deste artigo.

§ 3º A comunicação ao Ministério da Fazenda de que trata o § 2º deste artigo será acompanhada de memória de cálculo que demonstre as projeções do Banco Central do Brasil para a carteira livre de títulos e o quantitativo necessário para que ela seja recomposta até o percentual indicado no **caput** deste artigo.

§ 4º Sem prejuízo do disposto neste artigo, o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda **avaliarão a necessidade de aporte emergencial de títulos** sempre que se verificar a possibilidade de comprometimento futuro da carteira de títulos disponíveis para a execução da política monetária.

§ 5º A emissão de títulos de que trata este artigo dar-se-á de forma direta em favor do Banco Central do Brasil, **sem contrapartida financeira**.

Pelas novas regras, o volume mínimo, abaixo do qual surge o dever de o Tesouro o recompor, deixa de um valor fechado (R\$ 20 bilhões) e passa a ser proporcional (4%) ao montante da carteira total. Observe-se que a lei estabelece a distinção entre “carteira total” e “carteira de títulos livres”: a última corresponde à diferença entre o total de títulos públicos em poder do BCB e os “que [1] não sejam objeto de obrigação de recompra decorrente de operação compromissada, [2] nem estejam vinculados a [2.1] margem de garantia em operação com derivativos ou a [2.2] operação de empréstimo de títulos” (artigo 7º, § 1º).

Tendo como parâmetro os valores de 31 de dezembro de 2018, o saldo da carteira total de títulos do BCB chegou ao montante de R\$ 1,795 trilhão. Assim, se naquele momento, a carteira de títulos livres estivesse em valor abaixo de aproximadamente R\$ 72 bilhões, haveria automaticamente o dever de recomposição por parte do Tesouro.

Portanto, as novas regras representam um aumento quantitativo (a carteira mínima passou de R\$ 20 bilhões para aproximadamente R\$ 72 bilhões) e, ao mesmo tempo, um salto qualitativo, pois tal saiu de um fundamento infralegal para uma previsão com respaldo em lei. Em conjunto, a alteração legislativa aumenta a autonomia operacional do BCB na condução da política monetária.

Quanto à recomposição da carteira, deve-se ter atenção ao modo como o resgate de títulos vencidos é feito pelo Tesouro Nacional, em um contexto em que este é o emissor exclusivo e há centralização das receitas e despesas em conta única. Ambas as características adotadas no Direito Financeiro brasileiro.

A princípio, haveria duas opções: 1) o título é resgatado (recomprado) junto ao Banco Central, operação em que o Tesouro paga em dinheiro ao BCB ou 2) o Banco Central entrega o título vencido ao Tesouro e este o troca por um título novo e o entrega ao Banco Central, por meio de operação de rolagem de dívida (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 139).

A primeira opção pressiona o nível de liquidez na economia, ao passo que a segunda opção pressupõe uma oferta não competitiva de títulos ao banco central:

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 novos títulos em mercado para arrecadar os recursos necessários para cobrir o pagamento do título que venceu; e (3) para reequilibrar a liquidez do mercado monetário, que foi reduzida como reflexo do passo (2), usualmente o BC compra títulos em mercado. Ou seja, na prática o título que venceu foi substituído indiretamente por um novo título na carteira do BC.

A segunda alternativa é justamente a de 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 realizar um leilão não competitivo exclusivo ao BC, utilizando como referência as taxas médias praticadas no leilão do mercado primário. (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 139).

Como se pode observar, em termos práticos, o resultado é o mesmo: a renovação da carteira de títulos do banco central. No entanto, a primeira hipótese

mostra-se mais propensa ao risco de descasamento entre as taxas de juros, pois no intervalo entre o pagamento de dinheiro ao banco central, a emissão de nova dívida ao mercado para arrecadar recursos e o enxugamento da liquidez pelo banco central (mediante a posse final dos títulos), o mercado pode precificar a operação e elevar seu custo final. Note-se:

Embora se possa argumentar que a questão da flutuação da liquidez ocorrida na primeira opção é facilmente administrada e previsível, há ainda o potencial prejuízo de gerar volatilidade nas taxas dos juros 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 a mais adequada, dado que, além de não causar trabalho adicional na administração da liquidez, garante que as transações entre dois entes governamentais não causem efeitos deletérios sobre o mercado de títulos públicos (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 139).

No Direito Financeiro brasileiro, a recomposição da carteira do BCB é operacionalizada com operações equivalentes a uma troca direta de títulos vencidos por títulos novos.¹⁸⁶ Evita-se, desse modo, pressionar a liquidez na economia e, em diminuindo o fluxo de títulos de uma triangulação de títulos (Tesouro-Mercado-BCB), reduzir o impacto no mercado de títulos públicos, afastar o risco de descasamento da taxa de juros e minorar o impacto de tal operação na condução da política monetária.¹⁸⁷

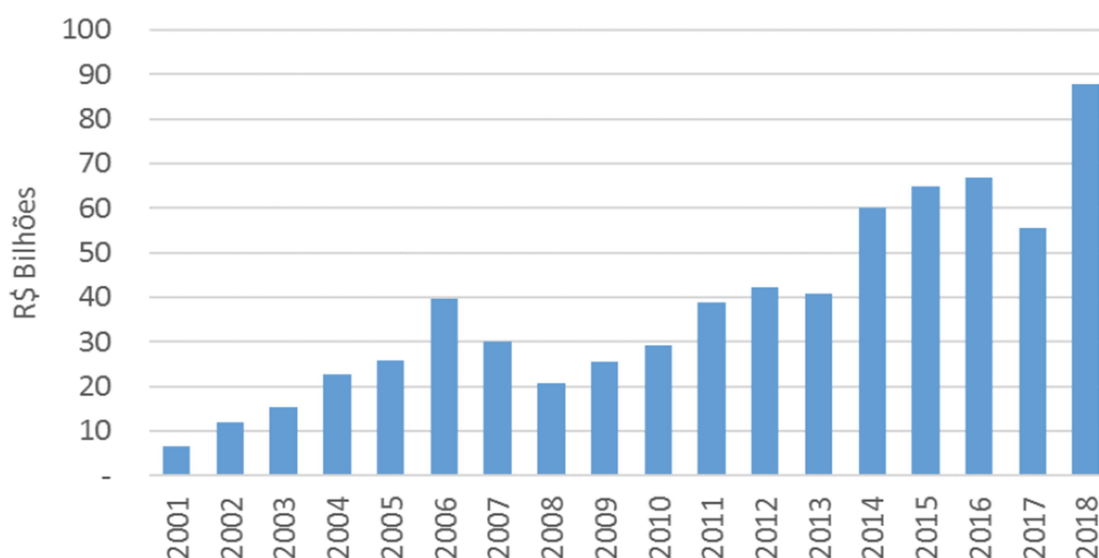
¹⁸⁶ “O arranjo institucional brasileiro tem algumas vantagens do ponto de vista de eficiência, destacando-se dois aspectos. **Primeiro**, o BCB tem autonomia para adquirir títulos fora do processo competitivo, podendo escolher quais títulos deseja adquirir, dentre os que estão sendo ofertados em mercado 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” (BRASIL, 2019a, p. 15. Grifado).

¹⁸⁷ “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 no mercado primário, competindo em igualdade de condições com os demais participantes do leilão” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 140).

Ressalte-se que há dois aspectos relevantes: 1) o Tesouro não paga juros ao BCB (em face da cláusula constitucional que proíbe o BCB de financiar o Tesouro, nos termos do artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988) e 2) uma vez que o BCB coloca os títulos em mercado, a conta de juros e o resgate do principal fica a cargo do Tesouro Nacional e não do BCB (inclusive nas operações compromissadas de recompra).

Conforme a STN, o pagamento de encargos da carteira de títulos do BCB em 2018 chegou a aproximadamente R\$ 90 bilhões, confirmando trajetória de crescimento ao longo dos últimos anos. Observe-se:

Gráfico 03: Pagamentos correntes com encargos da carteira de títulos do BCB.



Fonte:STN

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (BRASIL, 2019a, p. 16).

Em suma, no que tange ao fluxo de títulos entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, até o ano de 2019, três situações em que a autoridade fiscal deveria emitir títulos em favor da autoridade monetária: 1) para cobertura de resultado negativo; 2) para substituição dos títulos vencidos na carteira do BCB e 3) para o restabelecimento da carteira quando seu volume ficasse inferior a R\$ 20 bilhões, nos termos da Portaria MF n. 241, de 06 de junho de 2009.

A Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, ao modificar a sistemática do fluxo de resultados (inclusive dos resultados cambiais) do BCB para o Tesouro

Nacional (de modo que resultados negativos possam ser cobertos primeiramente com reservas de resultado e com o patrimônio líquido, conforme será exposto no capítulo seguinte), estabeleceu uma quarta hipótese de emissão de títulos em favor do BC: recomposição de seu patrimônio líquido, sempre que este estiver em patamar inferior a 0,25% do montante de ativos.¹⁸⁸

Por fim, das quatro situações de emissão de títulos em favor do BCB, só existe contrapartida financeira no caso do refinanciamento do principal de títulos vencidos, “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” (BRASIL, 2019a, p. 17).

3.3.3 Predominância das LFTs como instrumento de política monetária

A participação do título LFT na carteira do BCB, como principal instrumento de política monetária, é objeto de debate entre economistas e especialistas em finanças públicas já há algum tempo no Brasil. Afirmar-se que, pelo fato de ser um título indexado à taxa básica de juros, não seria o melhor mecanismo para o controle de preços em uma economia estabilizada.

A justificativa seria o fato de que, por sua natureza pós-fixada e atrelada à taxa SELIC,¹⁸⁹ a alteração desse indexador não afetaria o efeito riqueza dos detentores de LFT. Em outras palavras, o aumento da taxa de juros torna o título mais atrativo e sua redução torna o título igualmente atrativo no curto prazo,

¹⁸⁸ Art. 6º Sempre que, no 20º (vigésimo) dia do mês, o patrimônio líquido do Banco Central do Brasil atingir valor igual ou inferior a 0,25% (vinte e cinco centésimos por cento) do ativo total, a União, até o último dia útil do mesmo mês, efetuará emissão de títulos adequados aos fins de política monetária em favor do Banco, em montante necessário para que seu patrimônio líquido atinja o valor de 0,5% (cinco décimos por cento) do ativo total.

Parágrafo único. A emissão de títulos de que trata este artigo dar-se-á de forma direta em favor do Banco Central do Brasil, sem contrapartida financeira.

¹⁸⁹ “Questão relevante diz respeito à composição da taxa Selic. Os instrumentos financeiros de que ora se cuida não possuem nenhuma atualização monetária, sendo apenas acrescidos do montante referente ao mencionado coeficiente de remuneração, computado *pro rata tempore*. Por conseguinte, o cálculo feito pelos agentes de mercado para aferir sua atratividade considera que a taxa Selic serve tanto para corrigir o desgaste inflacionário do valor nominal do título como para crescer-lhe os juros correspondentes ao numerário previamente entregue ao ente público. Assim, a função da Selic é tanto a recomposição como de remuneração, motivo pelo qual se diz que sua natureza é mista – inclui tanto a taxa de juros como correção monetária” (CATAPANI, 2014, p. 372).

inclusive em termos de liquidez e segurança. Dessa forma, em sendo mantidos estáveis os demais indicadores macroeconômicos (crescimento baixo e câmbio desvalorizado), seria necessária, em tese, uma taxa de juros muito elevada para conduzir a inflação ao centro da meta (COSTA, MAGALHÃES, 2018). Portanto, o título não seria o mais eficiente para condução da política monetária em uma economia com moeda estável e índices controlados de inflação, como o Brasil pós-Plano Real; seria, ao contrário, mais adequado a ambientes de alta inflação.

Importante ressaltar que sua criação ocorreu exatamente em um cenário de elevada inflação no Brasil, em meados dos anos 1980. Naquele contexto, o título contribuiu para controlar expectativas no curto prazo e evitar a dolarização da economia brasileira em um momento em que a moeda nacional estava a perder suas funções diante do processo diário de diminuição de seu valor. Note-se:

As LFTs surgiram em 1986 sob a forma de Letras do Banco Central (LBCs), objetivando a diminuição do custo de rolagem da dívida pública, que se tornava alto com a evidência de fracasso do Plano Cruzado. Quando o congelamento de preços feito no Plano Cruzado se mostrou insustentável, impôs-se a necessidade de elevar fortemente a taxa de juros como forma de evitar o retorno a um cenário de “inflação galopante”. Em um contexto em que os grandes detentores de títulos eram as instituições financeiras e a elevação dos juros provocaria perdas consideráveis para eles, surgiu a necessidade de se criar um título indexado ao *overnight* e sem risco de taxa.

Assim, com a emissão de um título remunerado pela taxa de juros fixada pelo Banco Central e com “recontratação diária”, evitou-se o risco de uma crise sistêmica.

A mudança de denominação de LBC para LFT surgiu com a Constituição de 1988, que proibiu o financiamento direto e indireto do Banco Central à União, viabilizado anteriormente pelas contas movimento e suprimentos. Com a nova Constituição Federal criou-se a conta única da União no Banco Central, permitindo que este último utilizasse os títulos do Tesouro como instrumentos de política monetária (...) (AMARAL, OUREIRO, 2008, p. 494).

Ou seja:

Esses títulos foram criados para reduzir o risco de crise do sistema financeiro nacional em razão do descasamento de seus ativos e passivos em um cenário de inflação alta. **A indexação à taxa Selic possibilitava reduzir o custo do refinanciamento do Tesouro Nacional e desestimular a dolarização da economia brasileira em situação de descontrole inflacionário**, portanto, as LFT são um resquício deste período no arranjo institucional da gestão da dívida pública brasileira, mas que ainda hoje tem peso relevante na sua composição, com uma participação de 29,1% da

DPMFi em dezembro de 2016.¹⁹⁰ (COSTA, MAGALHÃES, 2018, p. 25. Grifado).

Por sua natureza, a LFT, representaria, em termos práticos, uma quase-moeda, com liquidez imediata (“duração zero”, um *overnight*) e sem risco de crédito, ante a garantia do Tesouro. Uma espécie de securitização do sistema financeiro brasileiro. Conforme Franco (2005):

O problema da LFT tem múltiplas dimensões, pois vai bem além da decisão, em si nada simples, referente à composição ótima da dívida pública, tendo em vista as características peculiares deste instrumento em particular. **Na verdade, tendo em vista a própria arquitetura do instrumento, tal como concebido pelos seus criadores, e bem assentado e entendido pelos participantes do mercado, a LFT é a sistematização de um processo, ou a operacionalização de uma garantia oferecida a um aplicador, ou a um investidor junto ao Tesouro Nacional, de que possui um título exatamente equivalente a uma aplicação de um dia feita repetidamente.** É uma espécie de economia processual em se aplicar no *overnight* – ou seja, de emprestar ou tomar emprestado por um dia - com o risco (lastro em títulos) do Tesouro Nacional. É como a “securitização” do *overnight*.

Por isso se diz que a LFT funciona como uma espécie de depósito à vista remunerado diariamente no BC, ou como uma quase moeda que rende juros, e sem risco de juros (em vista da periodicidade da remuneração). Pode-se dizer, portanto, que a LFT tem “duração zero”, e que se procure diferenciar este conceito de “duração” (elasticidade do preço do papel relativamente à taxa de juros) do (prazo médio) de vencimento da dívida pública. Em si, a singularidade deste instrumento, e sua enorme disseminação, já seriam suficientes para introduzir muitas questões práticas e conceituais sobre o funcionamento da política monetária. (...)

A questão aqui é simples: a LFT não é apenas mais um instrumento de dívida, é a expressão “otimizada” e institucionalizada de um determinado *modus operandi* do mercado de reservas bancárias, com amplas conseqüências sobre a política monetária, criado e desenvolvido num contexto de hiperinflação, pacotes econômicos, riscos de dolarização, e onde o problema de rolagem da dívida era crítico. **O fato é que, essas condições excepcionais foram ultrapassadas, mas as instituições que aí se desenvolveram, como as que a LFT sintetiza, mantiveram-se intactas** (FRANCO, 2005, p. 01-02).

Haveria, portanto, uma confusão de atribuições da LTF: de um lado, o principal instrumento de política monetária; de outro, um dos mais relevantes

¹⁹⁰ Em setembro de 2019, conforme dados do Relatório Mensal da Dívida, publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, o estoque da DPMFi era de R\$ 3,993 trilhões. Desse montante, R\$ 1,589 trilhão correspondia às LFTs. Ou seja, correspondente a 39,8%. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>. Acesso em 15.11.2019.

mecanismos utilizados pelo sistema financeiro para gestão de recursos, principalmente em um ambiente de inflação alta e juros elevados. O resultado de tal confusão seria a ineficácia da LFT enquanto instrumento de política monetária, com o aumento da dívida pública e de seu custo fiscal.

Teoricamente, conforme o paradigma da Teoria Quantitativa da Moeda, é de se esperar que o aumento da taxa de juros diminua a demanda agregada e contribua para a desaceleração da economia e para o controle inflacionário. Assim, o aumento dos juros no curto prazo resultaria na desvalorização do valor futuro dos títulos. Tal situação levaria à diminuição da riqueza de seus portadores. Em ocorrendo tal situação, diminuição da riqueza, os detentores de títulos públicos teriam a propensão de não gastar seus recursos.¹⁹¹ Diminuir-se-ia a propensão ao consumo e, conseqüentemente, reduzir-se-iam as pressões inflacionárias (CUNHA, LEITE, LEISTER, 2016).

Ocorre que, em face da indexação da LFT à SELIC, seu mecanismo de redução do efeito riqueza estaria comprometido no médio e longo prazo. Com efeito, o aumento da taxa básica de juros teria o efeito inverso, qual seja, o de aumentar a riqueza de seus detentores e, de certa forma, incentivar o consumo e investimentos produtivos no curto prazo. Tal situação demandaria mais aumento de juros, que, por sua vez, fecharia o ciclo de aumento do endividamento e do custo da dívida, além de restringir a formação de um sólido mercado de capitais e a disponibilização de crédito para investimentos de longo prazo.¹⁹² Em suma:

... a perda de riqueza dos investidores em títulos públicos, em razão do aumento da taxa Selic, não ocorre ou ocorre de forma atenuada pela presença da LFT na sua carteira de ativos. **Isso porque a elevação da taxa Selic não afeta o preço desse título: a sua remuneração será integralmente corrigida pela nova taxa.** A consequência da ampla imunização do sistema financeiro brasileiro a perdas de capital – em razão da presença

¹⁹¹ “Esses títulos terão perda de riqueza, pois a elevação da Selic reduz seus preços e, portanto, seu valor presente. O resultado será a diminuição do estoque de riqueza dos agentes econômicos com uma carteira de títulos públicos não indexados à taxa Selic. A queda do estoque de riqueza dos agentes econômicos deve contrair o consumo e o investimento e, conseqüentemente, pelo canal da demanda, a inflação” (COSTA, MAGALHÃES, 2018, p. 26).

¹⁹² “Fica claro, portanto, que existe uma dependência mútua entre o Tesouro e a indústria de fundos, através da LFT. O público, mal acostumado, exige liquidez diária, o regulador assim o sanciona inclusive invocando a “proteção ao investidor”, os fundos, desta forma, são obrigados a carregar LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, e o Tesouro e o Banco Central não têm dificuldades de rolar a dívida pública. **Todos estão atendidos, mas como o resultado desse estado de coisas é atrofiar o mercado de capitais, a solução que evita modificações no *status quo* é enviar para o exterior, ou para o BNDES, as demandas por empréstimos de longo prazo**” (FRANCO, 2005, p. 14. Grifado).

das LFT – é que **a taxa de juros brasileira precisa ser anormalmente alta para a inflação convergir para o centro da meta**. Portanto, a persistência estrutural desses títulos na composição da DPMFi seria um fator relevante para explicar a obstrução do canal de transmissão da política monetária e, portanto, a sua perda de eficiência (...). **O efeito na renda dos agentes econômicos do aumento da taxa Selic ainda deve ser considerado, pois ele reduziria adicionalmente a eficiência da política monetária no combate à inflação**. Isso porque vários investimentos ofertados pelo mercado financeiro são lastreados em títulos da dívida, ou têm sua remuneração referenciada da taxa Selic, como os fundos de investimento de depósitos interbancários (DI) (COSTA, MAGALHÃES, 2018, p. 26. Grifados).

Ressalte-se que mesmo eliminando-se as LFTs, tal situação continuaria a existir, caso o BCB continuasse a utilizar operações compromissadas atreladas à SELIC como instrumento de enxugamento de liquidez na economia.¹⁹³

Desse modo, as afirmações acima confirmariam a tese de redução da eficácia das LFTs como instrumento de política monetária e a necessidade de sua progressiva substituição.

A peculiaridade das LFTs, no que se refere ao seu mecanismo de formação de preço, bem como sua majoritária participação na DMFi geram uma série de problemas para a obtenção de uma política monetária com maior eficácia. Além de eliminar parte do efeito riqueza da política monetária e, ainda, gerar um efeito renda positivo, a existência de tais títulos faz com que a riqueza financeira se concentre predominantemente no curto prazo.

A lógica do curto prazo tanto desestimula o crédito na economia, já que a Selic opera como um custo de oportunidade, quanto impede um maior crescimento do mercado de capitais no país. Esses fatos, sem dúvida, também operam como fatores limitadores da capacidade de crescimento da economia brasileira, pois as empresas passam a ter de pagar um custo de oportunidade muito alto no financiamento de seus projetos.

Dessa forma, a existência das LFTs, ao oferecer uma garantia aos investidores de uma aplicação de um dia feita repetidamente, não

¹⁹³ “O caso brasileiro possui, ainda, a peculiaridade da relação entre as LFTs e as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Essas operações constituem o principal instrumento da autoridade monetária brasileira para operacionalizar a política monetária. Como as operações compromissadas são remuneradas pela SELIC da mesma forma que as LFTs, pode-se argumentar que há uma forte substituição entre esses dois instrumentos⁵. Nesse sentido, ao analisar a gestão da dívida e a política monetária de forma conjunta, percebe-se que as operações compromissadas apresentam um comportamento dual. Por um lado, atuam como instrumento para a SELIC convergir para a taxa fixada pelo COPOM. Por outro lado, considerando esse tipo de operação um substituto à LFT, as operações compromissadas podem bloquear o efeito riqueza e, por conseguinte, diminuir a potência da política monetária” (CUNHA, LEITE, LEISTER, 2016, p. 10).

só dificulta uma queda mais expressiva e continuada dos juros no país como atua também negativamente sobre o crescimento econômico. Dadas essas duas conseqüências, a própria queda da dívida pública como proporção do PIB fica comprometida. (...)

A manutenção das LFTs, criadas no Plano Cruzado e mantidas até hoje como os principais indexadores da dívida pública, precisa ser revista urgentemente. A manutenção de tais títulos não é condizente com a estabilidade de preços e a construção de uma economia com sólidos fundamentos (AMARAL, OUREIRO, 2008, p. 512-513. Grifado).

Em conclusão, a proposta dos defensores dessa corrente é que se faça a substituição das LFTs como principal título público para execução das opções de política monetária,¹⁹⁴ fato este que traria maior transparência de objetivos no relacionamento entre Tesouro e Banco Central no Brasil, em face da interação, nesse ponto, das políticas monetária e fiscal.

No entanto, tal posicionamento não é pacífico. Nesse contexto, Cunha, Leite e Leister (2016) analisaram o argumento acima exposto e apontaram críticas. Inicialmente, afirmam que no Brasil “o estudo do efeito riqueza da dívida pública tem se concentrado na perda de potência da política monetária oriunda da alta participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) no estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)”. Nesse contexto, haveria poucas pesquisas “obre os impactos do canal riqueza como um todo, bem como do efeito riqueza da dívida pública, dificultando a avaliação desses efeitos, uma vez que não há uma análise comparativa dos efeitos gerados por diferentes classes de ativos” (CUNHA, LEITE, LEISTER, 2016, p. 06).

A análise conduzida pelos autores levou à pesquisa empírica de quatorze modelos de ativos que influenciam a transmissão da política monetária, com vistas a verificar, de modo individual e global, o impacto de cada um deles no efeito riqueza. A conclusão dos autores é que não haveria evidência empírica que confirmasse a hipótese de que as LFTs tornam a política monetária adotada pelo BCB menos eficaz. Note-se:

Como o debate sobre o efeito riqueza foi conduzido no Brasil? O debate se concentrou na perda de potência da política monetária oriunda da alta participação das LFTs no estoque total

¹⁹⁴ “Não é possível resolver o problema do desequilíbrio fiscal brasileiro sem uma agenda de reformas que altere a institucionalidade da gestão da dívida pública federal e suas complementaridades, como o fim das LFTs” (COSTA, MAGALHÃES, 2018, p. 55).

da DPMFi. **Essa concentração dificulta a avaliação do canal riqueza como um todo, bem como do efeito riqueza da dívida pública, pois não há uma análise relativa dos efeitos gerados por diferentes classes de ativos.** Para atacar essa lacuna, foram testados diversos tipos de riqueza para aferir o efeito riqueza no caso brasileiro.

O tipo de riqueza importa? Foram testados 14 modelos, dentre os quais 10 objetivaram sensibilizar componentes da dívida pública, 2 visaram mensurar ativos de renda fixa e 2 buscaram aferir ativos de renda variável. **Nos 14 modelos estudados, não foi possível rejeitar a hipótese de que o efeito riqueza seja igual a zero ao nível de confiança de 95%.** Dessa forma, mesmo ponderando diferentes estoques de riqueza, não foram encontradas evidências robustas da existência do efeito riqueza. **No caso específico da dívida pública, não é possível afirmar que o estoque de LFTs é o responsável por o efeito riqueza da dívida pública ser nulo. Isso ocorre, já que, mesmo retirando o estoque de LFTs da dívida pública, esta continua apresentando efeito riqueza nulo.** Na esteira da indicação da experiência internacional, os resultados dos exercícios empíricos realizados também apontam que o canal riqueza tenha pouca relevância da transmissão da política monetária (CUNHA, LEITE, LEISTER, 2016, p. 23. Grifado).

De toda sorte, mesmo que se verifique que as LFTs tornam menos eficaz a condução da política monetária no Brasil e que sua adoção impacta o sistema financeiro como um todo e a disponibilidade de crédito de longo prazo, há de se reconhecer que sua substituição deve ser gradual e progressiva.

Pode-se observar nas tabelas acima que, entre 2011 e 2014, chegou-se a adotar uma política de redução da proporção das LFTs no montante da dívida pública brasileira e na carteira de títulos do BCB. Contudo,

Essa operação não foi bem aceita pelos tomadores de papéis públicos. Os juros exigidos para financiar as dívidas prefixadas cresceram. Dito de outra forma, para aceitar papéis longos e com taxa prefixadas, o mercado exigiu um 'prêmio'.

Claro que o Tesouro não teve como sancionar essas taxas para todo o volume que precisou ser rolado. Nesse caso, o Banco Central lançou mão de operações compromissadas de curtíssimo prazo a custos equivalentes aos das LFTs (isto é, da Selic). (...)

Basta analisar uma estatística básica: a participação dos títulos atrelados à Selic na dívida total, incluindo ou não as operações em mercado aberto (compromissadas).

Quando não incluído o mercado aberto, observa-se, entre 2006 e 2014, uma queda de 40% para 20% na fatia dos títulos atrelados à Selic. Quando incluídas as compromissadas, essa fica simplesmente estacionada em 40% entre 2006 e 2014. **Isso mostra que não houve melhora do perfil. Houve, sim, uma substituição de LFTs por compromissadas. Não custa**

lembrar que o efeito fiscal é exatamente o mesmo (SALTO, 2016, p. 213-214. Grifado).

Com efeito, há toda uma estrutura de bancos e de fundos de investimentos (FRANCO, 2005), os quais estão há décadas atrelados ao modelo de juros reais elevados, indexados à Selic, com retornos de curto prazo e liquidez diária, proporcionado pelos arranjos institucionais da dívida pública brasileira.

Nesse arranjo, o modelo das LFTs ocupa posição relevante. Como visto, trata-se do título mais transacionado e com maior estoque na carteira do BCB e na DPFMi como um todo. Dessa forma, a alteração do paradigma e sua substituição devem se dar de tal modo que sejam evitadas alternativas compensatórias por parte do mercado e dos agentes financeiros, como o aumento de operações compromissadas de curto prazo.¹⁹⁵

Sendo assim, a substituição do modelo deve levar em consideração um rearranjo da estrutura da gestão da dívida pública brasileira, o afastamento do peso do *path dependence*,¹⁹⁶ a diminuição das operações compromissadas, limitação das operações de *swaps* cambiais e políticas de fortalecimento do mercado de capitais e de crédito para longo prazo no Brasil, inclusive por meio da “troca de títulos da DPMFi por títulos privados dos serviços econômicos de infraestrutura lastreados em recebíveis futuros concedidos à iniciativa privada” (COSTA, MAGALHÃES, 2018, p. 56).

¹⁹⁵ “Faltou, e ainda falta, uma gestão conjunta e afinada da dívida pública por parte do Banco Central e do Tesouro. As mudanças no campo econômico não decorrem apenas do desejo e da boa vontade dos tomadores de decisão. Elas têm de ser construídas de maneira inteligente, com os incentivos corretos e sob as condições certas” (SALTO, 2016, p. 214).

¹⁹⁶ “(...) **o conceito de *path dependence* está associado à noção de que a história é composta por processos irreversíveis que podem ser identificados e analisados.** Estes processos causais são altamente sensíveis a eventos que tomam lugar nos estágios iniciais de uma sequência histórica e podem criar ineficiências econômicas agregadas que tendem a se manter no tempo. Um evento histórico pode desencadear um processo de *path dependence* marcado por padrões causais relativamente determinísticos (inerciais). A sua trajetória tende a tornar-se invariante ao tempo (*lock in*) por mecanismos de *feedback* positivo em razão dos retornos crescentes dos resultados econômicos iniciais. Consequentemente, arranjos institucionais que apresentam *path dependence* tendem a ter propriedades autorreprodutivas, pois essa propriedade de um arranjo institucional implica a persistência estrutural da reprodução dos seus padrões institucionais. **Desse modo, os arranjos institucionais com essa propriedade tendem a ter forte componente inercial que os perpetua no tempo, mesmo quando os retornos crescentes locais geram ineficiência econômica agregada. Esses arranjos podem criar complementaridades entre si, configurando redes de interdependência institucionais que ampliam os retornos crescentes dos arranjos individuais e, portanto, reforçam a *path dependence*.** Ou seja, a complementaridade opera na configuração de redes hierarquizadas de arranjos institucionais que fortalecem sua propriedade autorreprodutiva (...)” (COSTA, MAGALHÃES, 2016, p. 12-13. Grifado).

3.3.4 Operações compromissadas e/ou operações definitivas com títulos públicos?

Operação compromissada (*reverse open market operation – repo*) é um instrumento de política monetária utilizado pelos bancos centrais de diversos países. No caso do relacionamento entre BCB e TN, consiste na compra (venda) de títulos públicos em operações de mercado aberto mediante a promessa de revenda (ou recompra) no curto prazo.¹⁹⁷ Tem como objetivo, em tese, o controle de liquidez na economia.

Quando o índice de inflação apresenta trajetória crescente, o banco central intervém e vende títulos públicos no mercado. Com essa operação, entrega-os aos compradores e recebe dinheiro em troca, diminuindo a base monetária e diminuindo a pressão inflacionária (na prática, o balanço dos bancos é alterado: diminui-se a moeda e aumenta-se a quantidade de títulos). Por outro lado, se se entende que há risco de deflação ou recessão, o banco central faz o movimento inverso e compra títulos públicos, devolvendo dinheiro à economia.

Esses movimentos de compra e venda são feitos constantemente e, em face da dinâmica do mercado bancário, as operações são realizadas com cláusulas de reversão, mediante o compromisso de revenda ou recompra dos títulos por parte da autoridade monetária. Daí o nome do instrumento: operação compromissada.

Conforme Bindseil (2004), as operações compromissadas situam-se entre as compras e vendas definitivas de títulos públicos e as operações de redesconto. Afirma o autor que, em razão da cláusula de reversão no curto prazo e do pagamento de juros de mercado, estariam, na prática, mais próximas de operações de empréstimos garantidas com títulos públicos. Note-se:

It has already been noted that central bank reverse operations ('repos') in fact fall somewhere between classic outright open market operations and standing facilities. At the extreme, a

¹⁹⁷ “Segundo o glossário do Banco Central, operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. Essas operações são realizadas pelas instituições financeiras entre si, ou entre as instituições financeiras e o Banco Central ou entre as instituições financeiras e pessoas físicas e jurídicas em geral. Os títulos utilizados podem ser públicos ou privados, embora os primeiros predominem amplamente” (PELLEGRINI, 2017, p. 04).

daily open market operation with overnight maturity conducted at end day at a fixed rate known in advance and with a 100 per cent allotment of bids is exactly equivalent to a borrowing facility. The ambiguous nature of reverse operations also becomes clear when one considers the US Fed's vocabulary during the twentieth century in which 'borrowed' reserves were defined as recourse to the discount window while 'non-borrowed' reserves were those provided through open market operations. According to the long-prevailing doctrine, the two would be of a fundamentally different nature in terms of monetary policy effects. However, for reverse open market operations it seems as well appropriate to use the term 'borrowing', and one should doubt whether it makes a difference whether funds are obtained by a bank through a short-term reverse open market operation or through recourse to unrestricted standing facilities (as long as the interest rate is the same) (BINDSEIL, 2004, p. 156. Grifado).

Na verdade, em análise mais detalhada das operações compromissadas, Pellegrini (2017) aponta que tal instrumento apresenta uma tríplice natureza, combinando funções monetárias e fiscais: podendo ser, de um lado, instrumento financeiro (utilizando entre instituições financeiras em geral, para regular sua própria liquidez), mecanismo de regulação da taxa de juros (utilizado pelos bancos centrais para regular a liquidez de toda a economia) e como instrumento de dívida pública. Nesse último caso, dado seu volume, em valores absolutos e em proporção do PIB, as operações compromissadas no Brasil impactam o endividamento e são computadas em alguns de seus indicadores.¹⁹⁸

Em suma, assim como em outros países, as operações compromissadas realizadas pelo BCB com títulos do Tesouro Nacional constituem atualmente o principal instrumento de execução da política monetária, utilizado com mais frequência e em maior volume que as intervenções diretas nas taxas de juros, operações definitivas com títulos públicos e mesmo os depósitos compulsórios (PELLEGRINI, 2017, p. 06).

¹⁹⁸ “As operações compromissadas, conforme visto, são um tipo de transação financeira, bem como instrumento de política monetária. **No Brasil, elas também são incluídas no cômputo da dívida pública. Trata-se de um aparente contrassenso, pois o uso como instrumento de política monetária revela sua natureza monetária e não fiscal.** Em países que fazem uso moderado das compromissadas, talvez nem se cogite a sua inclusão na dívida pública, ainda mais por se tratar de operação feita por bancos centrais que, segundo o padrão internacional, não compõem o governo para fins de aferição da dívida pública. Os bancos centrais só aparecem no cálculo como credores se mantiverem títulos públicos em sua carteira para fins de política monetária. Se operarem apenas com títulos de sua própria emissão, nem como credores serão considerados. **No Brasil, as operações compromissadas feitas pelo Banco Central são incluídas no cômputo da dívida pública, seja no tradicional conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), seja no agora mais utilizado conceito de Dívida Bruta do Governo**” (PELLEGRINI, 2017, p. 09. Grifado).

No entanto, ao contrário do que ocorre em outros países, as operações compromissadas apresentam elevado volume no balanço do BCB. A tabela abaixo apresenta os saldos dessas operações em 31 de dezembro de cada ano.

Tabela 09: Saldo das operações compromissadas em 31 de dezembro (R\$)*

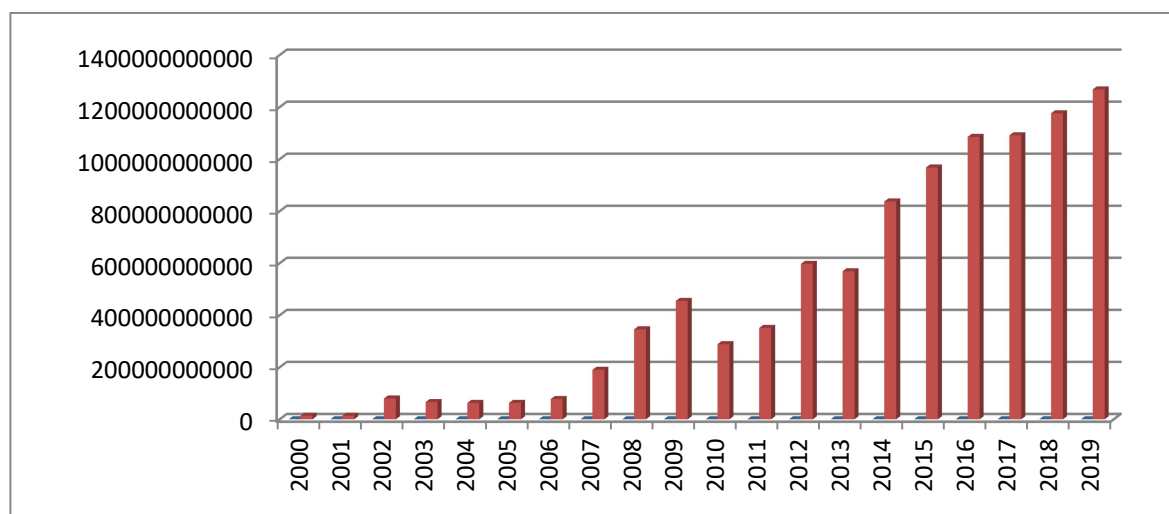
OPERACOES COMPROMISSADAS			
ANO	SALDO	ANO	SALDO
2000	14.009.561.000,00	2010	288.665.899.000,00
2001	13.707.126.000,00	2011	351.178.116.000,00
2002	80.099.412.000,00	2012	597.214.923.000,00
2003	66.112.159.000,00	2013	568.885.481.000,00
2004	63.050.118.000,00	2014	837.124.219.000,00
2005	63.109.520.000,00	2015	967.748.493.000,00
2006	77.871.622.000,00	2016	1.085.349.829.000,00
2007	190.207.090.000,00	2017	1.091.328.757.000,00
2008	345.735.757.000,00	2018	1.175.999.993.000,00
2009	454.709.678.000,00	2019	1.267.731.130.000,00

Fonte: BCB (Relatório de Demonstrativo de Resultado) Elaboração própria.

* O valor do ano de 2019 corresponde ao saldo em 30 de junho.

Observe-se, em seguida, os mesmos números em forma gráfica:

Gráfico 04: Saldo das operações compromissadas em 31 de dezembro (R\$)*



Fonte: BCB (Relatório de Demonstrativo de Resultado) Elaboração própria.

* O valor do ano de 2019 corresponde ao saldo em 30 de junho.

Os números apontam que em quase vinte anos, o saldo das operações compromissadas saltou de aproximadamente R\$ 14 bilhões para R\$ 1,27 trilhão. Observa-se também que o período de maior, e quase constante, crescimento ocorreu a partir do ano de 2006. A queda do montante ocorrida entre 2010 e 2011 coincidiu com a alteração ocorrida com a regra dos depósitos compulsórios dos bancos, como uma das medidas tomadas pelo BCB em razão da crise financeira de 2008. Ressalte-se que o saldo das operações compromissadas aumentou também em termos relativos, em proporção do PIB. Saiu de um patamar de menos de 1% em 2000 para 17% entre 2017 e 2018 (PELLEGRINI, 2017).

As causas de tal crescimento estão associadas basicamente a dois fatores: a formação de reservas internacionais e à diminuição do montante dos depósitos compulsórios no período posterior à crise financeira de 2008.

Conforme dados extraídos dos demonstrativos de resultado do BCB, no período entre 2000 e 2018, as reservas internacionais cresceram aproximadamente onze vezes seu valor nominal em dólar. Saíram do patamar de Us\$ 33 bilhões, em dezembro de 2000, para aproximadamente Us\$ 375 bilhões. No câmbio de 31 de dezembro de 2018, tal valor correspondia a R\$ 1,6 trilhão de reais. A tabela abaixo mostra a evolução:

Tabela 10: Saldo das reservas internacionais (Us\$ 1,000 /R\$ 1.000)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS (Us\$ / R\$)		ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS (Us\$ / R\$)	
2000	33.011.000	72.539.197	2010	288.575.000	496.109.813
2001	35.866.000	88.226.494	2011	252.012.000	675.500.413
2002	37.823.000	154.178.017	2012	373.147.000	784.189.650
2003	49.269.000	172.322.260	2013	358.808.000	900.658.954
2004	52.935.000	164.469.460	2014	363.551.000	1.008.907.527
2005	53.799.000	140.474.794	2015	356.464.000	1.471.172.680
2006	85.839.000	200.980.845	2016	365.016.000	1.292.650.832
2007	180.334.000	358.117.237	2017	373.792.000	1.363.766.435
2008	193.783.000	512.512.891	2018	374.715.000	1.601.808.345
2009	238.520.000	429.635.304			

Fonte: BCB (Relatório de Demonstrativo de Resultado) Elaboração própria.

Para compor as reservas internacionais, o BCB adquiriu dólares no mercado interno. Tal operação resultou na injeção de elevados montantes de moeda nacional na economia nesse período. Como resultado, houve a necessidade de enxugamento de liquidez, com operações compromissadas. Nesse sentido:

No período entre 2006 e 2012, houve forte entrada de divisas no país, resultado de superávits nas transações correntes e de capital com o exterior. Como os responsáveis pela política econômica temiam os potenciais efeitos prejudiciais do ingresso de divisas sobre o desempenho da economia, parte delas foi comprada pelo Banco Central, para compor as reservas internacionais e, secundariamente, quitar a dívida pública externa. Inicialmente, o incremento das reservas foi útil por fornecer ao país um seguro contra crises internacionais. Entretanto, dada a intensidade da entrada de divisas, as reservas subiram de modo acentuado de 2006 a 2012.

O Banco Central, na condição de responsável pela gestão das reservas e da política cambial, comprou as reservas e com isso injetou liquidez na economia. Para compensar, fez operações compromissadas, contando ainda com a ajuda dos compulsórios no biênio 2010-2011 (PELLEGRINI, 2017, p. 17).

Como se pode observar na tabela acima, o saldo das operações compromissadas caiu nos anos de 2010 e 2011. No entanto, a trajetória crescente foi retomada de 2012 em diante. A explicação para redução nesse curto período decorre do fato de que, nos anos 2010 e 2011, o BCB retomou a política de aumento dos depósitos compulsórios (que tinham sido reduzidos nos dois anos anteriores). Tal aumento dos compulsórios, reduziu a liquidez na economia e diminuiu a pressão sobre as operações compromissadas no período.

Contudo, é possível afirmar que o impacto do aumento das reservas internacionais somente foi relevante para o saldo das operações compromissadas até o ano de 2012. Tal afirmação decorre do cruzamento de duas informações: de um lado, o montante das reservas internacionais manteve-se relativamente estável, entre 2012 e 2018, entre Us\$ 360 e 375 bilhões, ao contrário do período anterior, em que houve trajetória crescente; de outro, o saldo das operações compromissadas continuou a aumentar nesse mesmo período, tendo dobrado seu montante entre os anos de 2012 e 2018.

Pellegrini (2017) indica que os fatores que causaram, de modo mais relevante, o aumento das operações compromissadas realizadas pelo BCB, em escala crescente de impacto: 1) as operações de *swaps* cambiais realizadas pelo

BCB,¹⁹⁹ principalmente entre 2015 e 2016; 2) o montante de juros pagos em decorrência das próprias operações compromissadas ao longo dos anos, o qual foi responsável pelo quase R\$ 650 bilhões do aumento do saldo das operações compromissadas entre 2006 e 2017²⁰⁰ e 3) a atuação do Tesouro Nacional a partir da Conta Única ou mediante emissão de dívida no mercado primário, seja para cobertura de déficits fiscais, seja para a atuação de bancos públicos, principalmente o BNDES.²⁰¹ Dos três fatores, os dois últimos influenciaram mais fortemente o aumento das operações compromissadas, ou seja, os juros e a própria atuação do Tesouro Nacional. Pellegrini (2017), expõe a situação:

¹⁹⁹ “Essas operações consistem em troca de risco e rentabilidade de um determinado valor (valor nocional), durante o período especificado no contrato, usualmente alguns meses. Nas operações que o Banco Central fez nos últimos anos, ele se comprometeu a pagar a desvalorização cambial no período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se comprometeu a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em dinheiro, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período contratado, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga ao Banco a diferença. É justamente esse acerto que impacta a base monetária e, por consequência, as operações compromissadas. Com a forte desvalorização cambial de 2014-2015, o Banco Central teve que pagar ao mercado R\$ 107 bilh. es no biênio. Em 2016, com a sequência inversa, recebeu R\$ 75,6 bilhões. Ao término do período coberto (...), agosto de 2017, o efeito acumulado líquido final foi de R\$ 27,9 bilhões, pouco relevante, quando se compara com o efeito de outros fatores” (PELLEGRINI, 2017, p. 19).

²⁰⁰ “Um outro fator de extrema importância para explicar o acentuado aumento do saldo das compromissadas nos últimos anos não atua por intermédio dos efeitos sobre a base monetária, como os demais. Trata-se dos juros que incidem sobre esse saldo. Essas operações são como um empréstimo que o Banco Central toma junto ao mercado e, como tal, requer o pagamento de juros. Assim, enquanto os outros fatores elevam ou reduzem o saldo das compromissadas por conta dos fluxos de novas operações feitas ou desfeitas, os juros incidem diretamente sobre o saldo resultante dos fluxos. Já o tamanho dos juros devidos depende da Selic, taxa que remunera as compromissadas, conforme visto, e do saldo dessas operações, resultante dos fluxos de operações passadas e dos próprios juros incorporados ao saldo, já que se trata de juros compostos (juros sobre juros). (...) **os juros foram responsáveis por R\$ 648,5 bilhões do aumento total do saldo das compromissadas, do início de 2006 até agosto de 2017, o equivalente a 57,9% desse aumento.** Ficou apenas abaixo das operações com títulos públicos no mercado primário, dentre os principais responsáveis pelo aumento das operações compromissadas” (PELLEGRINI, 2017, p. 19-20. Grifado).

²⁰¹ “O governo federal implementou uma política de expansão da oferta de crédito pelas instituições financeiras federais (IFF), que se iniciou em meio à grave crise financeira internacional e perdurou até o ano de 2014 (...). **Nesse processo, o BNDES foi a principal IFF a executar tal política.** O Banco, que terminou o ano de 2007 com desembolso de R\$ 65 bilhões, chegou ao final de 2014 a um dispêndio anual aproximado de R\$ 190 bilhões, em termos nominais. Praticamente dobrando de tamanho em termos reais (deflacionado pelo IPCA), no período em tela. Para levar adiante a política de expansão de crédito das IFF foi necessário acesso a novos recursos financeiros e capacidade adicional de capital para alavancagem. De que maneira o BNDES (assim como os demais bancos públicos federais) poderia obtê-los? **Dada a demanda significativa de disponibilidades para viabilizar as operações de desembolso, e a inviabilidade de o BNDES captar tamanho volume de *fundings* em mercado, a saída foi a capitalização de recursos junto ao Tesouro Nacional (...).** Como efeito, a dívida do BNDES com o TN, que era residual, próxima a 0,2% do PIB em 2008, saltou para 6,3%, em 2010, e atingiu o pico de 8,8% do PIB em 2015 (superior a R\$ 500 bilhões)” (VIANA, 2018, p. 94. Grifado).

Enfim, como se pode resumir a análise dos fatores determinantes das operações compromissadas desde o início de 2006 até agosto de 2017? **As compromissadas subiram de modo acentuado de 2006 ao início de 2010 por conta da necessidade de enxugar a liquidez criada pela compra das reservas internacionais.** Dada a intensidade desse processo, no biênio 2010-2011, os depósitos compulsórios foram acionados para reduzir o uso excessivo das compromissadas como instrumento de política monetária. Ao mesmo tempo, houve a opção de resgatar títulos públicos no mercado primário com o uso dos superávits fiscais de 2006 até 2014, opção que também foi decisiva para o acentuado aumento das compromissadas no período, pois deixou a cargo dessas, o controle da liquidez gerada pelas aquisições de reservas internacionais. **Pesou também a opção do Banco Central pelo não emprego da venda definitiva de títulos públicos da sua carteira.** A partir de 2015, a conversão dos superávits em déficits primários foi acompanhada de emissão líquida de títulos no mercado primário, o que evitou pressão extra sobre as compromissadas. **Entretanto, o saldo das compromissadas continuou a subir, agora, em boa medida, por causa da incidência dos juros** (PELLEGRINI, 2017, p. 28. Grifado).

O crescimento das operações compromissadas gerou forte impacto sobre o montante e o custo fiscal da dívida pública brasileira. Conforme exposto acima, tal crescimento se deu por três fatores principais: 1) aumento das reservas em moeda estrangeira; 2) capitalização de bancos federais, especialmente o BNDES e 3) aumento do custo de juros gerados pelas próprias operações compromissadas.

Todos esses fatores, inerentes ao relacionamento entre o BCB e o Tesouro Nacional, contribuíram, em proporções distintas, para o aumento de liquidez na economia brasileira. Para compensar tal aumento do meio circulante, o BCB utilizou em larga escala o instrumento das operações compromissadas, entre os demais que estavam à sua disposição, como os depósitos compulsórios ou mesmo operações definitivas com títulos públicos.

É bem verdade que as operações compromissadas são instrumentos utilizados pelos mais diversos bancos centrais do mundo. No entanto, trata-se de mecanismo, em sua essência, destinado a realizar ajustes pontuais na alteração conjuntural da liquidez na economia. Não seria recomendável, assim, ser utilizado em face de mudanças na economia de perfil estrutural.

No Brasil, a opção de executar política monetária com venda de títulos com promessa de recompra se deu, de modo patente, para compensar mudanças

estruturais na condução da política econômica a envolver o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Conforme exposto acima, em um primeiro momento, para compensar o aumento das reservas internacionais e, em um segundo momento, para ajustar os efeitos da capitalização dos bancos federais, especialmente o BNDES. A esses dois aspectos, deve ser acrescentado o crescimento decorrente do pagamento de juros aos portadores dos títulos.

Ressalte-se que a capitalização dos bancos públicos se deu mediante complexa operação financeira que envolvia não só a emissão de títulos públicos como também a utilização de resultados (contábeis) da variação cambial das reservas internacionais. O resultado de tudo isso é que um instrumento de utilização pontual e provisório foi utilizado em escala que destoava da prática de diversos outros bancos centrais, conforme estudo realizado pelo FMI com quatorze países em condições econômicas semelhantes ao Brasil.²⁰²

O principal risco associado ao grande volume das operações compromissadas, além de seu custo elevado, decorre de seu curto prazo. Desse modo, acentuam-se os perigos inerentes a tal encurtamento. E mais: nessa dinâmica, incrementa-se o aumento de liquidez na economia, o que passa a exigir cada vez mais operações compromissadas para compensar tal aumento.

Em outras palavras, a ênfase nesse instrumento provisório pode, em razão de seu volume, criar um verdadeiro ciclo, cujo resultado, em razão de seu volume e de seu curto prazo, é o aumento progressivo de tais operações.

O impacto das operações compromissadas nos níveis de endividamento brasileiro são de tal monta que desde a Lei n. 12.465, de 12 de agosto de 2011, que as Leis de Diretrizes Orçamentárias brasileiras estabelecem a obrigação de o

²⁰² “Os países escolhidos possuem alguns pontos em comum com o Brasil, notadamente o fato de serem emergentes e deterem elevado montante de reservas internacionais, igual ou superior a 15% do PIB. Os emergentes, Brasil inclusive, receberam enorme volume de recursos externos de 2004 a 2012, o que levou os respectivos bancos centrais a adquirir elevado montante de reservas internacionais e a enxugar a liquidez excedente daí resultante, por meio dos instrumentos de política monetária enumerados acima, inclusive compromissadas. De acordo com a padronização do FMI, as reservas estão nos direitos junto a não residentes (*claims on non-residents*).

Ao que parece, o único dos quatorze países que fez uso intensivo de operações compromissadas foi o Brasil. Embora a padronização do FMI não use diretamente as expressões empregadas internacionalmente para designar as compromissadas (*repurchase agreement* ou *repo* e *reverse repurchase agreement* ou *reverse repo*), pode-se inferir se o uso é relevante pelo tamanho da carteira de títulos públicos no ativo, já que esses títulos são utilizados como garantia nas operações compromissadas. A carteira consta em direitos junto ao governo central (*claims on central government*). **Chama atenção a distância entre o Brasil e os demais países nesse aspecto. A sua carteira correspondia a mais de 24% do PIB, ao final de 2016. O segundo lugar entre os outros treze países era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3%** (PELLEGRINI, 2017, p. 08. Grifado).

BCB expor em seus relatórios “a análise e a justificativa da evolução das operações compromissadas”. Transcreve-se abaixo o art. 148, da Lei n. 13.898, de 11 de novembro de 2019, a trazer tal dever ao BCB:

Art. 148. A avaliação de que trata o art. 9º, § 5º, da Lei Complementar nº 101, de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal será efetuada com fundamento no **anexo específico sobre os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial**, os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, bem como as **metas de inflação** estimadas para o exercício de 2020, conforme o disposto no § 4º do art. 4º daquela Lei Complementar, observado o disposto no inciso I do **caput** do art. 10 desta Lei.

Parágrafo único. A avaliação mencionada no **caput** incluirá a **análise e justificativa da evolução das operações compromissadas do Banco Central do Brasil no período**.

Por sua vez, o TCU, ao emitir parecer prévio sobre as contas da Presidência da República quanto ao exercício de 2018 (BRASIL, 2019c), acolheu o voto do Ministro Relator, a reconhecer o impacto da operações compromissadas no aumento da dívida pública brasileira nos últimos anos:

54. A **Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)**, que abrange as dívidas da União, estados, Distrito Federal e municípios, aumentou em R\$ 417,3 bilhões durante o exercício de 2018, alcançando o montante de R\$ 5,27 trilhões, passando de 74,1% para 77,2% do PIB. Já a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que exclui a da Petrobras e da Eletrobras, elevou-se em R\$ 312,9 bilhões, alcançando o montante de R\$ 3,6 trilhões, ou 54,1% do PIB, ao final de 2018. **Por fim, a Dívida Pública Federal, publicada pela STN, aumentou R\$ 317,8 bilhões, alcançando o montante de R\$ 3,8 trilhões em 2018.**

55. O endividamento público tem apresentando, ano após ano, crescimento extremamente acelerado. Apenas nos últimos dois anos, a Dívida Bruta do Governo Geral saltou de 69,86% do PIB para 77,22%, mostrando um completo descontrole fiscal em nosso País. Quando acrescentamos o endividamento líquido das empresas estatais, incluindo Petrobras e Eletrobras, o endividamento total do governo geral salta para 92,5% do PIB.

56. **Especificamente em relação ao endividamento bruto, somente em 2018 houve aumento de R\$ 417,3 bilhões, decorrente principalmente do impacto da dívida mobiliária do Tesouro Nacional, das operações compromissadas do Bacen e do aumento da dívida externa nas três esferas de governo.**

57. Em relação à **Dívida Líquida do Setor Público**, nos últimos dois anos houve um aumento significativo. Representava, em 2016, 46,16% do PIB e passou para 54,13% em 2018, sobretudo em face do custo da dívida, impactado pelos juros nominais e pelos constantes *deficit* primários (BRASIL, 2019c, p. 406-407. Grifado).

O aumento do volume das operações compromissadas e suas consequências, da forma como ocorreu no Brasil, revela a necessidade de maior sincronia na atuação do BCB e do TN. De um lado, o TN diminuir os resgates e aumentar a emissão líquida, de modo a reduzir a liquidez na economia e a pressão para a atuação do BCB. Este, por sua vez, poderia realizar operações definitivas, o que reduziria a pressão da liquidez no curto prazo e reduziria a demanda por operações compromissadas.

No entanto, ocorreu o que Pellegrini (2017) chama de “gestão apartada” e dessincronizada da dívida pública. De um lado, o TN aumentou os resgates líquidos (retirando títulos do mercado e trocando-os por moeda) nos últimos anos, quanto BCB optou, no mesmo período, por operações compromissadas de curto prazo. O resultado foi o aumento do montante e dos custos da dívida brasileira:

Se não havia limites para emissão de títulos no mercado primário ou ganhos em termos de custos e prazos, qual a razão para a política seguida pelo Tesouro de resgate de títulos públicos no mercado primário? Uma possível explicação parece singela, mas pode ter exercido papel decisivo. **Trata-se da gestão apartada dos dois componentes que respondem por cerca de 90% da dívida pública no Brasil: de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo Banco Central.**

Com essa segmentação, **o Tesouro Nacional tende a se ater à gestão do estoque de títulos públicos federais em mercado**, notadamente no que tange à tamanho, composição (por remuneração e prazo) e refinanciamento, e à necessidade de financiamento do governo federal, advinda dos resultados primários. De modo geral, os superávits primários levam a resgates líquidos no mercado de títulos, enquanto déficits levam a emissões líquidas. Esse padrão foi observado na análise feita anteriormente, a respeito dos efeitos das transações com títulos no mercado primário e dos movimentos na conta única, ambas a cargo do Tesouro, sobre a expansão e a contração da base monetária. **Vale observar uma vez mais que, (...) de 2006 a 2017, as operações do mercado primário e os movimentos da conta única atuaram em direção opostas.** A exceção se deu em 2015, ano em que os efeitos de ambas foram reduzidos, comparativamente aos demais anos.

Já o Banco Central, focado no regime de metas de inflação e na calibragem da Selic, realiza o montante de operações compromissadas que for necessário, como uma variável de ajuste, em função do alívio ou da pressão criada pelos fatores vistos anteriormente, notadamente as transações com divisas (e os swaps cambiais) e o resultante da atuação do Tesouro Nacional que, como visto, foi liquidamente expansionista, causando pressão extra sobre as operações compromissadas. Já os depósitos compulsórios, em boa medida

sob controle do próprio Banco Central, são utilizados complementarmente às compromissadas.

Assim, no período aqui analisado, notadamente de 2006 a 2014, o Tesouro concentrou-se no resgate de títulos públicos e na redução da participação dos papéis corrigidos pela Selic, enquanto o Banco Central teve como foco o controle da liquidez da economia, por meio do uso das operações compromissadas.

Em um contexto de abundância duradoura de liquidez, advinda da aquisição de reservas internacionais, o resultado desse arranjo foi o acentuado aumento das compromissadas, importante instrumento de gestão da política monetária, mas que acabou se transformando no segundo mais importante componente da dívida pública.

Ao mesmo tempo que assumiu esse peso na composição da dívida pública, as compromissadas estão excluídas dos **Planos Anuais de Financiamento (PAFs)**, peça chave do planejamento da gestão dos títulos públicos feita pela Secretaria do Tesouro Nacional. Vale dizer, essas operações não são um dos objetos da gestão empreendida pelos PAFs e, por isso, não são estabelecidos objetivos específicos, como tamanho e prazo, por exemplo. Como não há alvos, não há ações na direção pretendida (PELLEGRINI, 2017, p. 32-33. Grifado).

De todo modo, o Plano Anual de Financiamento, que é o documento oficial de exposição do planejamento e gestão anual da dívida pública, apresentado pela Secretaria do Tesouro Nacional, constata-se que, para o ano de 2018, o documento sequer menciona a expressão “operação compromissada” ou “compromissadas”.²⁰³ Na versão divulgada em 2019, a STN expôs apenas uma meta genérica de aumento das emissões líquidas e de redução da participação das LFTs no volume da dívida, de modo a reduzir a necessidade de enxugamento de liquidez por meio de operações compromissadas a cargo do BCB.

No ambiente econômico, a perspectiva é de um cenário externo com desafios e de relevante volatilidade. O cenário doméstico é de recuperação da atividade econômica e retomada da confiança dos agentes, em um contexto de superação dos desafios de reformas estruturantes. As perspectivas para a economia contemplam uma melhora do ambiente fiscal. Contudo, os próximos anos continuarão demandando que a gestão da DPF

²⁰³ Por sua vez, o Relatório Anual da Dívida, relativo ao exercício de 2018, publicado pela STN, somente menciona as operações compromissadas ao tratar da antecipação do pagamento de parte da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (R\$ 130 bilhões pagos em quatro parcelas ao longo do ano). Tendo o pagamento sido feito em dinheiro, houve diminuição do meio circulante e redução da pressão para realização de operações compromissadas pelo BCB. Note-se: “Os pagamentos em dinheiro proporcionam queda do excesso de liquidez no sistema financeiro, com a consequente redução do estoque de compromissadas do Banco Central, uma vez que os recursos ingressam na Conta Única do Tesouro. Essa diminuição das compromissadas reduz a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) exatamente no montante dos pagamentos realizados pelo BNDES” (BRASIL, 2018b, p. 12)

supra não apenas as necessidades de financiamento oriundas dos resgates da dívida, mas também aquelas decorrentes dos déficits primários.

Tendo esse panorama como referência, a simulação da estratégia de médio prazo assume uma taxa de refinanciamento de principal e juros da dívida interna em torno de 100% ao longo do horizonte de planejamento. Tal esforço, mesmo em cenários com posição confortável de caixa, evitaria que esses vencimentos resultem em aumento da liquidez do sistema financeiro, a exemplo do que se observa desde 2015, inclusive neste PAF 2019. Mais que isso, a expectativa para o futuro é que essa política, em combinação com resultados fiscais superavitários, contribua para a redução do excesso de liquidez que atualmente é esterilizado por meio das operações compromissadas do Banco Central. Tal movimento representaria uma melhora na composição da DBGG, com menor participação relativa de operações compromissadas e maior participação de DPF. (...)

Para o futuro, a expectativa é que essa métrica volte a cair a partir de 2022, em um processo conjugado de redução das compromissadas e das LFT. Um pressuposto chave desse cenário é a geração de superávits primários (BRASIL, 2019d, p. 19-23. Grifado).

Por sua vez, o Anexo VI da Lei n. 13.898, de 11 de novembro de 2019, que trata dos “Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial”, em cumprimento ao artigo 4º, § 4º, da LRF, igualmente não aborda a questão das operações compromissadas. Trata-se de um texto que apresenta panorama bem amplo, com alguns indicadores e perspectivas, mas que, além de não veicular objetivos e metas específicas para elaboração e execução da política monetária, sequer menciona o principal instrumento utilizado pelo BCB.²⁰⁴ Em todo caso, no Anexo de Riscos Fiscais (Anexo V) da mesma lei é feita menção às operações compromissadas. No entanto, na esteira do mencionado PAF/2019, apenas a indicação de que haveria um possível risco fiscal para o Tesouro, no que tange às obrigações da dívida em caso de alteração da taxa de juros no curto prazo. Tal risco decorre da grande participação das LFTs na composição da dívida como um todo e das operações compromissadas em particular.²⁰⁵

²⁰⁴ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/Anexos/Anl13898-6.pdf. Acesso em 24.11.2019.

²⁰⁵ Conforme o mencionado Anexo de Riscos Fiscais (p. 18): “O PAF 2019 traz uma análise da participação de flutuantes na DPF, inclusive em abordagem alternativa que inclui as compromissadas para análise de risco de juros no curto prazo e de repactuação, este último captando tanto a mudança de composição da dívida quanto de seu perfil de vencimentos.” Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/Anexos/Anl13898-5.pdf. Acesso em 24.11.2019.

Ou seja, nesse ponto, constata-se mero cumprimento formal do dever de transparência estabelecido pela LRF. Na prática, pode-se afirmar que “cerca de um quarto da dívida pública fica à margem do planejamento feito no âmbito do Tesouro” (PELLEGRINI, 2017, p. 33).

Situação que se agrava quando se tem em conta que a maior parte dos títulos é atrelada à taxa básica de juros e que o resgate dos compromissos de recompra é feito no curto prazo. Quase todas em menos de 45 (quarenta e cinco) dias, que é o prazo das reuniões em que o COPOM fixa a taxa SELIC.

3.4 BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL: CARTEIRA DE TÍTULOS E ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

A última seção do capítulo abordará a relação entre a manutenção da carteira pelo BCB, formada por títulos do TN, e o endividamento público. De um lado, sua relação com os indicadores da dívida pública utilizados no Brasil e por organismos internacionais; de outro, o fato de no Brasil não haver regra fiscal a estabelecer limite quantitativo para o endividamento do governo federal.

A mensuração dos indicadores de endividamento passa primeiramente pelo estabelecimento do âmbito de abrangência. Assim, trabalha-se com os conceitos de “setor público”, “governo geral” e “governo central”.

De acordo com o FMI (IMF, 2013), o conceito mais abrangente é o de “Setor Público”, o qual abrange todos os entes governamentais públicos e privados. Por sua vez, “Setor Público” divide-se em “setor público não financeiro” e “setor público financeiro”. Este último (*Financial Public Corporations*) abrange o Banco Central, bancos públicos e empresas estatais financeiras. Já o “setor público não financeiro” (*Nonfinancial public sector*) abrange o “Governo Geral” e empresas estatais não financeiras. Observe-se o quadro resumo a seguir:

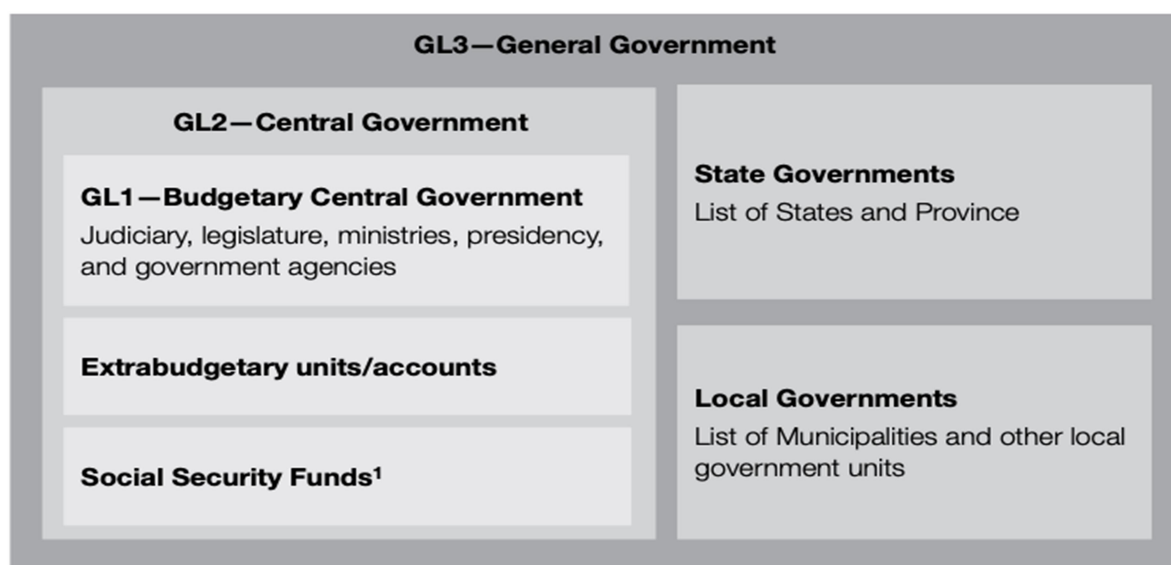
Gráfico 05: Definição de Setor Público



Fonte: IMF (2013, p. 05)

Do quadro acima, o “Governo Geral” abrange e se divide em “Governo Central”, “Governo Estadual” e “Governo Local”. Por sua vez, o “Governo Central” abrange as unidades orçamentárias (*Budgetary Central Government*), as unidades extraorçamentárias (*Extrabudgetary units/accounts*) e os fundos de seguridade social (*Social Security Funds*), conforme quadro abaixo:

Gráfico 06: Definição de Governo Geral



Fonte: IMF (2013, p. 04)

Como padrão, as estatísticas internacionais para o endividamento público e a parametrização do relacionamento entre Tesouros e Bancos Centrais seguem a lógica indicada nos quadros acima. Principalmente o conceito de Governo Geral, o qual inclui o Governo Central (juntamente com INSS e fundos extra orçamentários), Governos Estaduais e Governos Municipais, mas exclui as empresas estatais e o setor público financeiro. Assim, estão excluídos do conceito de Governo Geral o Banco Central, os bancos públicos e estatais, como a Petrobrás e a Eletrobrás.

O principal indicador internacional da dívida pública, “conceito FMI”, DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) é calculado tomando por base a divisão acima. Por esse conceito, a DBGG abrange a totalidade da carteira de títulos do Banco Central, por ser um passivo do Tesouro fora do Governo Geral. Por esse indicador, conforme o FMI, a dívida pública bruta brasileira atingiu o montante de 88% do PIB e tem previsão de chegar a 96% no ano de 2024. Note-se:

*Recent developments. The economic recovery after the 2015–16 recession has disappointed, with real GDP growing by only 1.1 percent in 2017 and 2018. Inflation is close to target, hovering around 4 percent. Monetary policy is accommodative with policy rates at the historical low of 6.5 percent. **Fiscal policy was neutral in 2018 while gross public debt reached 88 percent of GDP.** Financial markets have rebounded since the 2018 election. Outlook. GDP growth is expected to stay subdued at 0.8 percent in 2019 and to accelerate to 2.4 in 2020, assuming a robust pension reform is approved, confidence returns, investment recovers, and monetary policy remains accommodative. Fiscal policy will be mildly supportive in 2019 and subsequently turn moderately contractionary to respect the constitutional ceiling. **Gross public debt is projected to peak in 2024 at 96 percent of GDP** (IMF, 2019, p. 01. Grifado).*

No entanto, as estatísticas brasileiras não adotam o “conceito FMI”, mas sim o “conceito Banco Central”. Na realidade, no Brasil trabalha-se com mais de um conceito de dívida pública. Anualmente, o TCU²⁰⁶ realiza e registra, no relatório e

²⁰⁶ “No exercício da função consultiva, por mandato conferido pelo art. 71, inciso I, da CRFB/1988, os tribunais de contas apreciam as contas prestadas anualmente pelo chefe do Poder Executivo, o governante, e emitem parecer prévio recomendando ao Poder Legislativo sua aprovação, aprovação com ressalvas ou rejeição. Entre os temas que devem ser objeto de análise, pelas cortes de controle externo, a apreciação das contas dos chefes do Poder Executivo está a gestão da dívida pública. Por essa razão, por exemplo, o Tribunal de Contas da União (TCU), a cada ano, inclui no relatório que embasa e acompanha seu parecer prévio sobre as contas do Presidente da República uma seção específica denominada “Dívida Pública”, a qual apresenta, e toma em consideração na avaliação, a situação e a evolução da DBGG, da DLSP, da Dívida Consolidada

parecer prévio emitido acerca das contas da Presidência da República, o acompanhamento do endividamento público. Consta do Parecer Prévio de 2018:

Dívida pública é o montante levantado pelo governo junto ao setor privado ou às agências multilaterais para financiar as ações governamentais, inclusive pretéritas, a cobertura parcial do déficit e a honra de garantias relacionadas ao Regime de Recuperação Fiscal do exercício. Para tanto, o governo assume contratos de empréstimos e financiamentos e emite títulos em leilões durante o exercício que variam em denominação, em maturidade, no modo como são vendidos e na forma como seus pagamentos são estruturados.

A mensuração da dívida pública varia de acordo com a metodologia empregada, os entes da Federação abrangidos, a perspectiva bruta ou líquida, bem como a exclusão, ou não, de algumas empresas, a exemplo da Petrobras e da Eletrobras, no caso da União. Três importantes indicadores de estoque da dívida oficialmente divulgados pelo governo federal são:

a) Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG): publicado pelo Banco Central do Brasil, abrange União, estados, Distrito Federal e municípios. Aumentou R\$ 417,3 bilhões no exercício, chegando a R\$ 5.272 bilhões ao final de 2018, passando de 74,1% para 77,2% do PIB;

b) Dívida Líquida do Setor Público (DLSP): publicado pelo Bacen, abrange o endividamento líquido do setor público não financeiro e do Bacen no sistema financeiro (público e privado), no setor privado não financeiro e no resto do mundo. Inclui os governos federal, distrital, estaduais e municipais, o Bacen, a Previdência Social e as empresas estatais, com exclusão da Petrobras e da Eletrobras. Cresceu R\$ 312,9 bilhões no exercício, atingindo R\$ 3.695,8 bilhões ao final de 2018, ou 54,1% do PIB;

c) Dívida Pública Federal (DPF): publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Aumentou R\$ 317,8 bilhões no exercício, alcançando o montante de R\$ 3.877,1 bilhões ao final de 2018. Apresenta prazo médio de 4,1 anos e percentual vincendo em 12 meses de 16,3%, abaixo da estrutura ideal de longo prazo, de 5,5 anos e 20%, respectivamente, conforme anunciado no Plano Anual de Financiamento de 2018 (BRASIL, 2019c, p. 81. Grifado).

Desde 2008, ao contrário do conceito adotado pelo FMI, no Brasil passou-se a incluir BCB no âmbito do “Governo Geral”. A consequência foi que os títulos do TN que estão livres na carteira do BCB foram excluídos do conceito de DBGG,

A justificativa está no seguinte raciocínio: fazendo o BCB parte do Governo Geral e estando os títulos livres em sua carteira (e não em poder do mercado) tais

da União (DC), da Dívida Consolidada Líquida da União (DCL), das taxas Selic e implícita da DLSP, além de examinados o Plano Anual de Financiamento, o Relatório Anual da Dívida e o Demonstrativo da DCL integrante do Relatório de Gestão Fiscal (RGF)” (MOUTINHO, 2018, p. 270-271).

títulos não são, a rigor, dívida, pois não geram obrigações de pagamento (apenas o refinanciamento, sem juros e sem contrapartida, quando do vencimento em poder do BCB).²⁰⁷

Os títulos da carteira do BCB que estão em mercado (incluídas as operações compromissadas) são considerados dívida efetiva e, por isso, são incluídos na DBGG. Resultado final: se para o FMI a DBGG correspondeu a 88% do PIB em 2018,²⁰⁸ para o BCB a DBGG correspondeu a 77,22%. Um valor menor em torno de 10% do PIB. Observe-se a tabela abaixo:

Tabela 11: “Impactos das alterações metodológicas nas Dívidas Interna e Bruta do Governo Geral” (R\$ milhões)

Item	2016	% PIB	2017	% PIB	2018	% PIB
Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG (1)	4.853.850	77,45	5.449.151	83,14	5.937.904	86,97
Dívida Interna (1)	4.625.714	73,81	5.220.996	79,66	5.668.227	83,02
Títulos na carteira do Bacen (A)	1.522.848	24,30	1.659.453	25,32	1.794.264	26,28
Operações compromissadas do Bacen (B)	1.047.484	16,71	1.064.980	16,25	1.128.342	16,53
Títulos livres na carteira do Bacen (C=A-B)	475.364	7,58	594.473	9,07	665.922	9,75
Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG (2)	4.378.486	69,86	4.854.679	74,07	5.271.982	77,22
Dívida Interna (2)	4.150.350	66,22	4.626.523	70,59	5.002.306	73,27
Produto Interno Bruto (3)	6.267.205		6.553.843		6.827.586	

Fontes: Bacen – Nota para Imprensa – Política Fiscal – Janeiro/2019 e Fevereiro/2019.

(1) Antes e (2) depois da alteração metodológica.

(3) PIB dos últimos 12 meses, a preços de dezembro do ano.

Fonte: TCU (BRASIL, 2019c, p. 82)

O conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), ao descontar os ativos, como a carteira de títulos do BCB e mesmo os recursos da Conta Única, além da dívida da Petrobrás e da Eletrobrás,²⁰⁹ apresenta um percentual de

²⁰⁷ **A partir de 2008 foram introduzidas duas alterações metodológicas substantivas no cálculo da DBGG.** A primeira excluiu os títulos na carteira do Bacen do total da DBGG e a segunda modificação incluiu as operações compromissadas no cômputo desse indicador. O efeito dessas alterações foi excluir da DBGG os títulos livres na carteira da autoridade monetária. As duas primeiras modificações diminuem tanto a Dívida Interna quanto a Dívida Bruta do governo geral em R\$ 665,9 bilhões, equivalente a 9,8% do PIB, ao final de 2018, em vista da exclusão dos títulos livres na carteira do Banco Central do Brasil operada pela metodologia implantada em 2008. (BRASIL, 2019c, p. 82. Grifado).

²⁰⁸ Detectou-se uma pequena diferença entre os números aproximados da DBGG (“conceito FMI”) em proporção do PIB no ano de 2018, informados pelo TCU (87%) e pelo próprio FMI (88%). (BRASIL, 2019c; IMF, 2019).

²⁰⁹ “A DLSP também passou por duas mudanças metodológicas a partir de 2009, que resultaram na sua diminuição, em decorrência da exclusão da Petrobras e da Eletrobras do cálculo do resultado primário, conforme as Leis 12.017/2009 e 12.377/2010, respectivamente. No caso da União, a dívida líquida da Petrobras e da Eletrobras são os montantes mais significativos dentre as empresas estatais federais. Para mensurar o endividamento dessas estatais e adicioná-lo à dívida

endividamento em proporção do PIB bem menor que o da DBGG (seja no conceito “FMI”, seja no conceito “Banco Central”). No entanto, tal métrica não possibilita a verificação do impacto do estoque e do fluxo de recursos financeiros e de títulos entre diversas unidades que formam o Governo Geral, como o BCB e mesmo os créditos do Tesouro junto ao BNDES.²¹⁰

Como se pode perceber, tanto a carteira de títulos do BCB quanto as operações compromissadas impactam os indicadores da DGBB, de acordo com parâmetros internacionais. No entanto, de acordo com os parâmetros nacionais, a DGBB tem seu montante diminuído em quase 10% do PIB, em razão da exclusão da carteira do BCB.²¹¹

Por fim, deve ser acrescentado, não obstante o elevado crescimento dos indicadores da dívida pública (por qualquer parâmetro) nos últimos anos, bem como o elevado crescimento da carteira de títulos do BCB e considerável aumento das operações compromissadas, não há no Brasil regra fiscal a limitar o montante da dívida pública consolidada da União. Há limites para despesas com pessoal, teto de gastos, endividamento de estados e municípios, mas não há limite jurídico para endividamento da União.

Como há um comando constitucional a determinar que o Senado Federal estabeleça tal limite (artigo 52, VI) e até o ano de 2019 tal norma não foi

líquida do setor público, retira-se da dívida bruta dessas empresas seus respectivos caixas” (BRASIL, 2019c, p. 84).

²¹⁰ Conforme manifestação da Comissão Especial do Desenvolvimento Nacional do Senado Federal, ao apreciar o PRS n. 84/2007 (Parecer n. 796/2015): “Tome-se como exemplo os empréstimos feitos pelo Tesouro ao BNDES. Por se tratar de empréstimos, essas operações elevavam a dívida bruta (porque o Tesouro precisava emitir títulos para entregar ao Banco), mas não afetavam a dívida líquida, pois ao mesmo tempo em que emitiam títulos, o Tesouro adquiria um crédito contra o BNDES. Tal crédito compensava o aumento da dívida bruta e a dívida líquida não se alterava. Ocorre que, dificilmente, o BNDES pagará toda essa dívida ao Tesouro, que, cedo ou tarde, se converterá em aumento de capital do Tesouro no Banco. Quando isso ocorrer, os créditos do Tesouro junto ao Banco deixarão de existir e a dívida líquida dará um salto. Vê-se, portanto, que a operação de empréstimo nada mais é do que um truque para que, durante algum tempo, a dívida líquida fique artificialmente baixa, no intuito de reduzir a transparência das contas públicas, iludir o controle social e ocultar as reais consequências da baixa responsabilidade fiscal. Além dessas operações com o BNDES, o Tesouro Nacional fez outras negociações similares, sempre envolvendo entes públicos, como o Banco do Brasil, Petrobrás e Caixa Econômica Federal. O resultado foi a acumulação de créditos ilíquidos pelo Tesouro, que, cedo ou tarde, acabarão sendo baixados e resultarão em aumento da dívida líquida” (BRASIL, 2015).

²¹¹ “Como a tramitação do PRS no 84, de 2007, não foi concluída, a União permanece sem um limite máximo para sua dívida. Não obstante a obrigação constitucional e legal para a fixação desse limite, nada foi feito a esse respeito nos anos subsequentes. Já se passaram 27 anos desde a promulgação da Constituição e 15 anos desde a publicação da Lei de Responsabilidade Fiscal. E a União continua sem ter um limite global para sua dívida” (BRASIL, 2015)

editada,²¹² trata-se de um caso de omissão inconstitucional (NASCIMENTO, 2016). Até o ano de 2018, tramitou no Senado Federal projeto de resolução PRS n. 84/2007 (originalmente apresentado em agosto de 2000, logo após a aprovação da LRF).²¹³ O objetivo da proposta, após longa tramitação e emendas, era o de limitar a dívida consolidada bruta da União em 4 vezes o valor da receita corrente líquida (RCL) e a dívida consolidada líquida em 1,5 vezes o montante da RC. No entanto, a proposta foi arquivada ao fim da última legislatura.

No entanto, em sua longa tramitação foram produzidos documentos relevantes, como o parecer apresentado em 2015 na Comissão Especial de Desenvolvimento Nacional (Parecer CEDS 796/2015). Registrou-se que a necessidade de limitação da dívida bruta da União tem como um dos fundamentos as “obscuras relações patrimoniais entre o Tesouro Nacional e o Banco Central”, as quais incluem, principalmente, a elevada carteira de títulos e a expansão das operações compromissadas nos últimos anos. Note-se:

O segundo motivo para impormos limite à dívida bruta está nas obscuras relações patrimoniais entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Observou-se nos últimos anos uma expressiva elevação das operações de vendas de títulos públicos pelo Banco Central ao mercado por meio das chamadas “operações compromissadas”. Como mostrarei adiante, esta parece ser mais

²¹² “Como a tramitação do PRS no 84, de 2007, não foi concluída, a União permanece sem um limite máximo para sua dívida. Não obstante a obrigação constitucional e legal para a fixação desse limite, nada foi feito a esse respeito nos anos subsequentes. Já se passaram 27 anos desde a promulgação da Constituição e 15 anos desde a publicação da Lei de Responsabilidade Fiscal. E a União continua sem ter um limite global para sua dívida” (BRASIL, 2015)

²¹³ **“O projeto de resolução previsto no art. 30 da LRF foi encaminhado ao Senado Federal no ano 2000, através da Mensagem Presidencial n. 154, de 03.08.2000.** Em relação à dívida consolidada, a proposta original apresentava os seguintes limites: um para a União (em 350% da Receita Corrente Líquida), outro para os Estados e Distrito Federal (200%) e ainda outro para os municípios (120%). **Durante a tramitação, a presidência do Senado determinou a separação da mensagem em dois projetos autônomos: um para os limites da União (Mensagem n. 154/2000) e outro para os dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios (Mensagem n. 154-A/2000).** A Mensagem n. 154-A/2000, acrescida de limites à dívida mobiliária, foi aprovada e deu origem à Resolução do Senado n. 40/2001, a qual “dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em atendimento ao disposto no art. 52, VI e IX, da Constituição Federal”. **A Mensagem n. 154/2000, foi convertida em Projeto de Resolução do Senado (PRS) n. 84/2007.** Contudo, até o ano de 2016 [2019] ainda não foi objeto de deliberação pela casa legislativa (BRASIL, 2015). **Em outras palavras, não há, nos termos do que determina a Constituição brasileira de 1988 (art. 52, VI), limite global para o endividamento consolidado da União.** Há regras esparsas sobre dívida pública e atualização dos saldos, conforme previsão na LDO (e em seu Anexo de Metas Fiscais), bem como a autorização de despesa com o refinanciamento e com o serviço da dívida previstos na LOA, assim como limites (e condições) para operações de crédito e concessão de garantias pela União, através da Resolução do Senado n. 48/2007” (NASCIMENTO, 2016, p. 216-217).

uma forma de maquiar as contas públicas, jogando-se para o Banco Central a tarefa de financiar a dívida pública e, com isso, esconder o fato de que o mercado não está aceitando comprar títulos públicos de longo prazo, e que a dívida pública está assumindo um perigoso perfil de curto prazo (BRASIL, 2015).

A justificativa apresentada pelas autoridades governamentais, inclusive do próprio BCB para o aumento verificado no saldo das operações compromissadas diz respeito ao aumento das reservas internacionais. No entanto, conforme já indicado anteriormente, o montante das reservas está relativamente estabilizado, em dólares, desde pelo menos o ano de 2012. Desse modo, tal incremento do endividamento de curto prazo sob a gestão do BCB requer outras causas. No mesmo parecer produzido na tramitação do PRS n. 84/2007, apontava-se, na época, a deterioração das condições fiscais do Tesouro e a recusa dos agentes financeiros na época em adquirir títulos de longa maturação, tendo como consequência a mudança do perfil da dívida brasileira e a possibilidade de financiamento fiscal via operações compromissadas. Note-se:

É razoável, pois, imaginar que tal fonte de expansão da liquidez sobrepujou todas as forças de contração monetária, obrigando o Banco Central a um permanente esforço de enxugamento de liquidez. Essa, contudo, não é a história completa.

A tendência de crescimento das reservas internacionais estacionou no ano de 2011, quando elas atingiram US\$ 352 bilhões. Desde então vem oscilando em torno de tal valor. Apesar da interrupção dessa forte expansão da liquidez, as operações compromissadas continuaram crescendo. Em dezembro de 2011, somavam R\$ 311 bilhões, chegando a julho de 2015 em R\$ 902 bilhões: um salto de 190%.

É razoável supor que outra fonte de pressão sobre a liquidez da economia estaria forçando o Banco Central a lançar mão de mais e mais operações compromissadas. E, de fato, essa fonte existe: nos últimos anos o Tesouro Nacional não rolou integralmente a sua dívida vincenda. Sempre que um lote de papéis vencia, o Tesouro o substituía por uma quantidade menor de novos títulos. A diferença era paga em dinheiro aos detentores desses papéis. Isso aumenta a liquidez da economia e força o Banco Central a atuar, vendendo títulos em sua carteira.

Por que o Tesouro atuava dessa maneira? Por que não “rolava” integralmente a dívida vincenda? Certamente não era por excesso de disponibilidade de caixa ou por estar em confortável situação financeira. É sabido que as condições fiscais do Governo Federal têm se deteriorado acentuadamente. **O Tesouro não rolava integralmente a dívida porque não aceitava os preços que o mercado estava disposto a pagar por seus títulos.** Tendo em vista a crescente deterioração fiscal, os poupadores só aceitam comprar títulos públicos a taxas mais elevadas, que reflitam o

risco representado por um Tesouro fragilizado. Este, por sua vez, não queria sancionar os preços oferecidos pelo mercado e se recusava a vender a quantidade de títulos necessária para rolar toda a dívida vincenda.

Outra demanda do mercado, não sancionada pelo Tesouro, dizia respeito aos prazos e tipos de título. Em situação de incerteza e fragilidade fiscal, o mercado prefere títulos de prazo curto e vinculados à taxa Selic, pois isso reduz a incerteza quanto às decisões futuras do COPOM. Se, por exemplo, um banco estiver de posse de um título prefixado e o COPOM aumentar a taxa de juros, o seu título vai perder valor, pois a sua taxa de juros foi definida previamente, e não subirá junto com o aumento da Selic. **Por isso, frente a incertezas e volatilidade da Selic, o mercado prefere títulos indexados a essa taxa, que são as chamadas LFT.** Ou, alternativamente, prefere títulos muito curtos, com vencimento em um horizonte de tempo para o qual seja possível ter alguma previsão do comportamento da Selic (BRASIL, 2015).

O resultado constatado foi o aumento do saldo das operações compromissadas, com impacto nos indicadores da DBGG (em qualquer dos conceitos adotados). Nesse sentido, o cumprimento do artigo 52, VI, da Constituição brasileira de 1988 e a aprovação de limites para a dívida pública da União traria maior transparência ao relacionamento entre Tesouro e Banco Central e contribuiria para o aperfeiçoamento da gestão da dívida pública e a execução da política monetária no Brasil. No entanto, até o ano de 2020, o mencionado dispositivo constitucional não foi concretizado e os limites para o endividamento da União não foram estabelecidos.

4 O RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO NACIONAL: O RESULTADO DO BANCO CENTRAL

4.1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo abordará o tratamento jurídico do resultado financeiro das operações do Banco Central do Brasil. Trata-se do aspecto que mais atrai interesse quando o tema é o relacionamento entre bancos centrais e os respectivos tesouros nacionais. Isso ocorre pelo fato de que o resultado do BCB, quando positivo, constitui receita relevante (Fonte 152) para o Tesouro Nacional.

Nos últimos anos, no Brasil, a matéria foi objeto de pelo menos duas alterações legislativas de grande repercussão no intervalo de pouco mais de dez anos: a Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008, que criou o mecanismo de equalização cambial, e a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, segundo a qual os resultados da variação cambial de ativos e de operações em moeda estrangeira não serão mais repassados ao Tesouro Nacional.

Em virtude da prerrogativa exclusiva de emitir moeda (um ativo de custo irrelevante diante de seu valor de face) e de poder aplicá-la em outros ativos que geram rendimentos, os bancos centrais são entidades potencialmente lucrativas.

Em condições normais, a tendência é a de gerar resultados positivos. No entanto, diante de aspectos conjunturais ou mesmo por conta de arranjos institucionais específicos, poderá haver resultados negativos. Sobre esse ponto, as questões relevantes dizem respeito ao estabelecimento de regras jurídicas para: 1) a metodologia de apuração dos resultados (por exemplo, quais ativos serão considerados); 2) a destinação dos resultados positivos (se constituirão reservas, se serão incorporados ao Banco Central ou se serão repassados aos governos e/ou acionistas) e 3) o mecanismo de cobertura dos resultados negativos (se serão utilizadas reservas de resultados positivos, se serão compensados no patrimônio líquido do banco central ou se serão pagos pelos governos, por meio da emissão de títulos públicos).

Na primeira seção, serão descritos aspectos do balanço de um banco central, seus principais componentes e sua importância como fonte de informações sobre as operações e a situação patrimonial de autoridade monetária. Além disso, será demonstrado o caráter dinâmico da interação entre seus vários. Será abordada a tendência, ao longo do Século XXI, de crescimento do balanço dos bancos centrais, como uma das consequências das medidas adotadas pelas autoridades monetárias e fiscais de diversos países (aumento de reservas internacionais e as medidas de *Quantitative Easing*). Embora se afirme que os bancos centrais não devem ter a busca de lucro como seu principal objetivo, deve ser levado em consideração que sua atuação pode acarretar custos relevantes, os quais em algum momento impactarão os orçamentos públicos, principalmente por meio dos indicadores de endividamento.

Na segunda seção, será abordado o resultado de um banco central. Serão indicados os principais itens do balanço que impactam sua formação (como reservas internacionais, operações compromissadas e depósitos do Tesouro). Serão indicados modelos de distribuição de resultados positivos e de cobertura de resultados negativos. Adota-se no Brasil o modelo em que o Banco Central não possui acionistas privados (nem mesmo instituições financeiras, como o caso do FED, nos Estados Unidos) e que os lucros e prejuízos da autoridade monetária são repassados para União.

Na terceira seção, será apresentada uma breve evolução das regras de apuração e destinação (cobertura) dos resultados do BCB. Desde a previsão do repasse dos resultados positivos para o Governo, estabelecida em 1987, até a equalização cambial, que criada em 2008. Por esse mecanismo, a variação patrimonial de ativos vinculados a moeda estrangeira (e operações com derivativos cambiais) foi retirada do resultado global do BCB e passou a ser remetida diretamente ao Tesouro Nacional.

Por fim, na quarta seção, serão expostas as regras atualmente em vigor, por força da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, a qual estabelece, além de outras regras: 1) nova metodologia para apuração do resultado do BCB; 2) novos parâmetros para o repasse de resultados positivos para o Tesouro Nacional e 3) novos mecanismos para cobertura dos resultados negativos.

4.2 O BALANÇO DE UM BANCO CENTRAL: DESCRIÇÃO, RELEVÂNCIA E AS INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS

O balanço de um banco central é o documento oficial mais relevante por meio do qual a autoridade monetária divulga os dados e informações sobre suas atividades, fluxos e estoques.

Por meio dele são expostas “as funções que a instituição desempenha como banqueiro do governo, emissor de papel-moeda, banco dos bancos e executor de operações de mercado aberto (*open market*)” (LOYOLA, 2016, p. 226). Incluem-se, também, a comunicação com o restante do governo, com os agentes de mercado e com a sociedade em geral. Trata-se do ponto de partida para a análise da atuação da autoridade monetária.²¹⁴ Observe-se:

The central bank balance sheet may reveal useful information on almost all of these profitability factors, since it gives a preliminary overview of central bank activities: does the central bank have substantial claims against the government? Does it have claims against banks or other private economic agents resulting from bail-outs? Are there other balance sheet positions, which hint at costly activities? Does the central bank hold substantial foreign exchange and longer-maturity domestic securities? Of course, the balance sheet can always only be a first indicator on these questions, and the central banks may even aim at a balance sheet format that masks the relevant information. (...) In sum, although imperfect, there is no better quick overview of central bank profitability issues than the balance sheet. Lack of profitability of the central bank is important since it is key to the central bank's independence from the government and to the likelihood that the central bank will set monetary policy (that is, short-term interest rates) only according to monetary policy needs. To that extent, the balance sheet also provides information on the credibility of a central bank and the probability of achievement of its ultimate targets, such as price stability” (BINDSEIL, 2004, p. 51-52. Grifado).

²¹⁴ “Não faltam estudos sobre o papel contemporâneo dos bancos centrais, às vezes vistos como o lócus por excelência da definição e da administração da política macroeconômica. Entretanto, se o tema é amplamente conhecido, o árduo caminho por nós proposto para estudá-lo é inovador: o estudo das demonstrações financeiras dos bancos centrais. Até onde sabemos, essa intrincada peça contábil não tem recebido atenção da comunidade acadêmica. **Entretanto, os balanços dos bancos centrais são uma fonte muito rica de informações acerca das imbricações entre agentes públicos e privados. Os balanços refletem decisões privadas de residentes e não residentes, assim como expressam opções de política pública. A conjunção de ambas pode implicar grandes e rápidas mudanças, tanto na composição quanto no próprio volume de ativos e passivos do Banco Central, com as devidas contrapartidas nos portfólios dos bancos e de outros agentes, financeiros e não financeiros.** O Banco Central, como os bancos privados, pode afinal criar riqueza financeira de forma instantânea e, como nenhum outro agente, em princípio ilimitada” (SILVA, 2016, p. 08. Grifado).

Conforme o nível de transparência das informações disponibilizadas em seus balanços, é possível verificar o grau e a extensão da atuação de um banco central, bem como os impactos recíprocos quanto à atividade econômica em geral (BINDSEIL, 2004, p. 45). Além disso, permite-se “identificar, por exemplo, se a autoridade monetária está inserida em uma economia com excedente estrutural de liquidez, sob a presença de uma crise financeira ou, ainda, enfrentando outros desafios de natureza conjuntural ou mesmo estrutural” (VIANA, 2018, p. 23).

Os detalhes e os dados contidos em cada balanço variam conforme a estrutura e as características de cada banco central. No entanto, como regra, são disponibilizados na *internet*.²¹⁵ Observe-se:

*Central bank balance sheets are usually displayed in various central bank publications: **annual reports** (end-of-year balance sheets); **statistical annexes** to economic bulletins; **press releases** of, for example, weekly frequency. The format of, and the accounting practices underlying, central bank balance sheets are not homogeneous; which is to say that international standards are absent. **To understand better the details of the different positions, it is therefore useful to consult the annual report of the central bank or any specific documentation the central bank may have issued.** All central bank publications, including balance sheets, can normally be found on the websites of the central banks (BINDSEIL, 2004, p. 45).*

No Brasil, o BCB disponibiliza em sua página na *internet* balancetes mensais e o balanço patrimonial contendo seus resultados semestrais. Ressalte-se que o balanço relativo ao mês de dezembro de cada ano traz dados consolidados de todo o exercício. Com efeito:

O BCB é uma entidade que recebe delegação do Estado para exercer algumas funções: emissor de moeda, executor da política monetária, depositária 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**

²¹⁵ Conforme informações disponíveis em sua página eletrônica: “**The Federal Reserve operates with a sizable balance sheet that includes a large number of distinct assets and liabilities. The Federal Reserve's balance sheet contains a great deal of information about the scale and scope of its operations. For decades, market participants have closely studied the evolution of the Federal Reserve's balance sheet to understand more clearly important details concerning the implementation of monetary policy. Over recent years, the development and implementation of a number of new lending facilities to address the financial crisis have both increased complexity of the Federal Reserve's balance sheet and has led to increased public interest in it**”. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm. Acesso em 30.11.2019.

semestralmente, por meio do qual revela o resultado financeiro oriundo das operações com esses ativos e passivos (BRASIL, 2019a, p. 08. Grifado).

Para a competência encerrada em 31 de dezembro de 2018, a autoridade monetária brasileira apresentou a seguintes informações:

Tabela 12: Balanço do BCB em 31.12.2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL			BALANÇO PATRIMONIAL			fl. 1		
Em milhares de Reais								
ATIVO	Notas	31.12.2018	31.12.2017	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Notas	31.12.2018	31.12.2017	
ATIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS		1.601.808.345	1.363.766.435	PASSIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS		118.608.557	114.558.859	
Caixa e Equivalentes de Caixa	4.1	42.445.756	82.492.082	Operações Contratadas a Liquidar	17	464.817	384.386	
Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras	5	15.759.333	43.803.351	Depósitos de Instituições Financeiras	18	2.755	2.352	
Recursos sob Administração Externa	6	13.497.940	1.197.789	Compromisso de Recompra	7.1	49.564.334	52.454.859	
Compromisso de Revenda	7.1	98.331.981	78.875.997	Derivativos	8.1	630	2.221	
Derivativos	8.1	483	2.016	Créditos a Pagar	19.1	15.793.124	13.713.331	
Títulos	9.1	1.361.308.747	1.093.834.090	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	20	52.782.396	48.021.418	
Créditos a Receber	11.1	2.052.143	2.317.025	Outros		501	492	
Ouro Monetário	12	10.774.447	9.313.546					
Participação em Organismos Financeiros Internacionais	13	59.635.533	52.130.529					
Outros		2.002	-					
ATIVO EM MOEDA LOCAL		1.878.538.055	1.812.230.232	PASSIVO EM MOEDA LOCAL		2.970.104.851	2.686.830.748	
Caixa e Equivalentes de Caixa	4.2	31	-	Operações Contratadas a Liquidar	17	25.671	7.261	
Compromisso de Revenda	7.2	14.040	-	Depósitos de Instituições Financeiras	18	444.152.075	453.729.168	
Derivativos	8.2	980.300	115.607	Compromisso de Recompra	7.2	1.175.999.993	1.091.328.757	
Títulos Públicos Federais	9.2	1.795.199.557	1.662.315.859	Obrigações com o Governo Federal	10	1.302.160.782	1.095.957.988	
Créditos com o Governo Federal	10	52.725.737	108.753.804	Créditos a Pagar	19.2	674.722	753.880	
Créditos a Receber	11.2	25.547.387	37.444.620	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	20	41.144	29.673	
Depósitos Judiciais	14	1.612.792	1.558.380	Provisões	21	46.679.540	44.830.508	
Bens Móveis e Imóveis	15	842.801	865.591	Outros		370.944	193.513	
Outros	16	1.615.430	1.176.391					
				MEIO CIRCULANTE	22	264.967.689	250.363.681	
				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	23	126.665.323	124.243.379	
				Patrimônio	23.1	139.675.451	139.675.451	
				Reserva de Resultados	23.2	2.403.844	6.624.205	
				Reserva de Reavaliação	23.2	408.372	414.217	
				Ganhos (Perdas) Reconhecidos Diretamente no Patrimônio	23.3	(15.822.344)	(22.470.494)	
TOTAL DO ATIVO		3.480.346.400	3.175.996.667	TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO		3.480.346.400	3.175.996.667	

As notas explicativas da administração são parte integrante das demonstrações financeiras.

Fonte: BCB (www.bcb.gov.br)

A análise do balanço acima revela algumas informações necessárias para o entendimento de como são executadas as atribuições do BCB.

Antes de qualquer outra constatação, verifica-se que o balanço apresenta valores elevados em termos absolutos e relativos (PELLEGRINI, 2018). Como se pode observar, o BCB encerrou o ano de 2018 com ativos no montante de R\$ 3,480 trilhões, correspondendo a quase 50% do PIB brasileiro naquele exercício, e com um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 126 bilhões.²¹⁶ São valores que se destacam quando comparados com os de outros bancos centrais. Note-se:

²¹⁶ O último balanço patrimonial disponibilizado pelo BCB, publicado em 30 de junho de 2019, aponta o montante de R\$ 3,556 trilhões de ativos e um patrimônio líquido de R\$ 125,981 bilhões.

O balanço patrimonial retrata os direitos do Banco Central, no lado do ativo; e as obrigações, no lado do passivo. A diferença entre o ativo e o passivo resulta no **patrimônio líquido** que, espera-se, seja positivo, para que o Banco Central esteja apto a executar suas importantes atribuições.

Um ponto chama a atenção quando se analisa o balanço patrimonial: o acentuado tamanho de algumas contas do ativo e do passivo. A **carteira de títulos públicos** e o **saldo da conta única** correspondem à importante parcela do ativo e do passivo do Banco Central, respectivamente. A carteira responde por mais da metade do ativo, 27% do PIB, e a conta única equivale a cerca de 1/3 do passivo, 16,7% do PIB. **Essas duas contas são reflexos diretos da relação entre o Tesouro e o Banco Central. Ao mesmo tempo que o Tesouro deve ao Banco Central (carteira), o Banco Central deve ao Tesouro (conta única).**

As outras contas mais relevantes são as **reservas internacionais**, no ativo, e as **operações compromissadas**, no passivo. Essas duas contas estão relacionadas entre si, já que as compromissadas foram utilizadas para retirar a liquidez da economia, advinda da aquisição dos haveres externos, notadamente no período 2006 a 2012. (...)

Um outro ponto que salta aos olhos a respeito do balanço patrimonial é o enorme tamanho do Banco Central, 48,4% do PIB, fruto dos elevados saldos dos dois pares de contas acima apontados: o primeiro, a carteira e a conta única; e o segundo, as reservas e as compromissadas. **Além do tamanho absoluto, a comparação com os bancos centrais de outros países evidencia que o Banco Central do Brasil destoa do padrão internacional** (PELLEGRINI, 2018, p. 01-02. Grifado).

A explicação apresentada de modo mais frequente para o aumento da dimensão do BCB, inclusive em documentos oficiais do governo brasileiro, indica o aumento de ativos em moeda estrangeira, as chamadas reservas internacionais. Nesse contexto, o BCB teria acompanhado o movimento de outros países de economia semelhante e igualmente exportadores de *commodities*, ao longo da primeira década do Século XXI. Estes, ao aumentarem suas receitas de exportação de produtos primários, teriam dirigido os saldos excedentes em moeda estrangeira para a composição de reservas em ativos estrangeiros, principalmente em dólar.

Conforme registrado pelo Tribunal de Contas da União, no relatório e parecer prévio emitido em análise das contas do Presidente da República relativas ao exercício de 2007:

O persistente aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional elevou consideravelmente o resultado positivo da balança comercial e, por conseqüência, a entrada de moeda estrangeira na economia nacional nos últimos três anos. Esse movimento, juntamente com a contínua entrada de capital estrangeiro no País, determinou valorização considerável da moeda nacional frente ao numerário internacional representado pela moeda americana e **permitiu a acumulação de reservas pelo Bacen que alcançou em dezembro de 2007 o montante de R\$ 302,3 bilhões ou US\$ 170,7 bilhões.**

Compras de divisas pelo Banco Central implicam aumento de liquidez da economia, anulado pela emissão de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional ou pela contratação de operações compromissadas de recompra pelo Banco Central do Brasil. O diferencial entre as taxas de juros de referidos passivos e aquelas às quais se aplicam as reservas internacionais constitui custo que, posteriormente, vai se refletir no resultado do Bacen e do Tesouro.

Demonstrações financeiras publicadas pela autoridade monetária evidenciam que, do resultado negativo de R\$ 48,3 bilhões apresentado no ano de 2007, cerca de R\$ 43,2 bilhões referem-se ao custo de manutenção das reservas internacionais (...). **A redução do saldo em reais das reservas internacionais, advinda da valorização da moeda nacional ocorrida em 2007, foi considerada no cálculo do mencionado custo de manutenção das reservas, em razão da regra de contabilidade bancária que determina que o saldo de ativos financeiros receba “marcação a mercado”, ainda que a entidade não transacione o papel.**

O elevado custo de captação da moeda nacional pelo Banco Central – quando este se vê obrigado a conter o aumento da liquidez resultante da troca de dólares por reais – levou dirigentes públicos a proporem um mecanismo para diminuir a valorização do real frente ao dólar (BRASIL, 2008, p. 28. Grifado).

O aumento do tamanho de bancos centrais decorrente do crescimento das reservas internacionais em países exportadores de *commodities* foi acompanhado por países de economia mais desenvolvida, mas que estiveram mais diretamente expostos à crise de 2007/2008, como Estados Unidos, Inglaterra, Japão e os países da Zona do Euro.²¹⁷ Naquela conjuntura, os bancos centrais desses países passaram a adquirir títulos de dívidas públicas e privadas, de modo a promover a liquidez julgada necessária para a retomada das atividades nas economias em crise. Note-se:

²¹⁷ *“In January 2008, the US monetary base equaled \$US830,632 million. In the accelerated upwards very quickly and by December 2015, stood at \$US3,835,800 million – a huge increase by any standard. **The rise in bank reserves at the US central bank is not an isolated event and similar balance sheet shifts occurred in recent years in others nations (for example Japan and UK).** Many mainstream economics predicted that the substantial rise in central bank reserves would flood each economy with money and cause inflation. History tells us that over the same period inflation has been low”* (MITCHELL, WATTS, WRAY, 2019, p. 26. Grifado).

Desde o início dos anos 2000 houve notável processo de **expansão dos balanços dos Bancos Centrais (BC's)**. Em primeiro lugar, isso envolveu sobretudo os países emergentes, com crescimento dos superávits em transações correntes após a crise asiática e, posteriormente, elevação de relações de troca com o ciclo de alta de preços de *commodities*.

Com a crise financeira de 2008, a **expansão dos balanços atingiu também os principais BC's do mundo desenvolvido**, como o **Federal Reserve (Fed)** e o **Banco da Inglaterra** e, mais recentemente, o **Banco Central Europeu (BCE)** e o **Banco do Japão**, em decorrência de políticas de compras de ativos (*quantitative easing* ou QE) ou empréstimos de longo prazo (*Long Term Refinancing Operations – LTRO*, na Zona do Euro) (FERREIRA, 2016b, p. 02-03. Grifado).

Desse modo, em ação concertada com os respectivos tesouros nacionais, os balanços das autoridades monetárias foram ampliados em proporções até então inéditas. Note-se:

A economia poderia ter descambado para uma espiral deflacionária semelhante à da Grande Depressão se os bancos centrais se limitassem a aplicar a política monetária convencional. Eles tinham plena consciência dessa ameaça e rapidamente recorreram a instrumentos não convencionais de política monetária quando a crise começou a se agravar. O Fed, por exemplo, tentou substituir a moeda interna que evaporava, aumentando a quantidade de moeda externa. Lembre que num regime fiduciário os bancos centrais podem criar moeda externa a seu critério. **Depois da crise financeira de 2007-8, o Fed efetuou compras vultosas de produtos de atividades bancárias paralelas e de dívidas públicas por meio de reservas recém-criadas pelo Banco Central.** Esse curso de ação é denominado *alívio quantitativo (quantitative easing)*.

Por um lado, medidas de política monetária não convencionais – como o alívio quantitativo – evitaram que a economia imergisse em uma espiral deflacionária. **Por outro lado, os balanços patrimoniais dos bancos centrais se expandiram em níveis sem precedentes.** O do Fed, por exemplo, passou de 0,9 trilhão de dólares em setembro de 2008 para 2,2 trilhões de dólares em novembro de 2008. No fim de 2013, seis anos depois do começo da crise, o Fed estava na terceira rodada de alívio quantitativo, e seu balanço patrimonial cresceu ainda mais, chegando a 4 trilhões de dólares.

A quantidade de moeda externa mais do que triplicou desde 2007. Os bancos centrais em todo o mundo ampliaram suas atividades e seus balanços patrimoniais” (MCMILLAN, 2018, p. 115. Grifado).

Como detinham ativos em moeda estrangeira e em títulos privados (sujeitos à avaliação pelo mercado quanto à liquidez e à solvabilidade dos emissores privados), os balanços (já ampliados) passaram a apresentar volatilidade e tal fato

gerou oscilação dos resultados apurados. Sendo assim, aumentou-se o risco de diversos bancos centrais apresentarem perdas, embora sejam entidades intrinsecamente propensas a resultados positivos. Note-se:

During the global financial crisis, a number of central banks expanded their balance sheets considerably by introducing a number of non-standard monetary policy operations. These new programmes, combined with other measures such as the introduction of less stringent requirements for the collateralization of loans made via non-standard operations, also increased the risk of incurring losses (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 13. Grifado).

Ressalte-se que esses balanços até então menores não estavam expostos a ativos marcados a mercado. Desse modo, havia relativa constância e baixa propensão à oscilação do valor de seus componentes. Observe-se:

Nos países desenvolvidos, em especial nos EUA e na União Europeia, os bancos centrais se engajaram em políticas ativas de crédito para auxiliar a recuperação do setor privado financeiro e não financeiro. Isso os fez acumular volumosos créditos contra o setor privado. Alguns desses créditos são contabilizados pelo valor de mercado, cuja oscilação pode gerar grandes ganhos ou perdas patrimoniais. **Isso muda a natureza do resultado do BC de um fluxo contínuo e pouco volátil de ganhos para algo mais impreciso, com grande peso das variações dos valores de mercado dos ativos e passivos no resultado final.**

Já os emergentes exportadores de *commodities*, como o Brasil, receberam grandes fluxos de moedas estrangeiras e passaram a acumula-las no balanço do BC. **Isso também submete o resultado da autoridade monetária a maior incerteza e volatilidade, em função da variação da cotação da moeda internacional em um regime de câmbio flutuante (MENDES, 2016, p. 208. Grifado).**

Com balanços maiores e expostos aos riscos de títulos públicos e privados (cujos valores, conforme mencionado, variam conforme a percepção da saúde financeira do emissor), os bancos centrais passaram a apresentar sucessivos resultados negativos. Tal fato pôs em risco a manutenção do patrimônio líquido do respectivo banco central e sua chamada força financeira (*“financial strenght”*) (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016). O que passou a demandar uma atuação coordenada por parte dos respectivos tesouros.

No balanço de um banco central, o patrimônio líquido (PL) corresponde à diferença entre ativos e passivos. Em sentido reverso, os ativos devem ser

equivalentes ao somatório dos passivos e do PL. Desse modo, resultados negativos elevados e sucessivos, ao aumentar o passivo (sem o correspondente aumento de ativo) tendem a diminuir rapidamente o PL de um banco central.

O principal objetivo de um banco central, em contraste a um banco comercial, não é gerar receitas para o governo e/ou acionistas. Dessa forma, seu desempenho não pode ser avaliado unicamente pelo montante de lucro gerado por suas atividades. Em outros termos: *“The profit made by central banks, unlike that of private companies and commercial banks, is not an indicator of policy performance or operational efficiency”* (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 04). Em suma, um “resultado positivo é meramente um resultado possível, no âmbito de seu mandato legal de, por exemplo, assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 121).

Como a finalidade pública de um banco central é a manutenção da estabilidade do sistema financeiro e de preços (ao menor custo fiscal e social possível), para atingi-la, a autoridade monetária não está obrigada de buscar resultados positivos a todo custo.²¹⁸

Entretanto, elevados e sucessivos resultados negativos, no longo prazo, podem gerar dúvidas quanto à capacidade de cumprimento de tais objetivos. Por outro lado, sucessivos resultados positivos e regras claras quanto à sua distribuição e formação de reservas no próprio banco central reforçam sua autonomia operacional e aumentam sua credibilidade perante os mesmos agentes de mercado e a sociedade em geral. Nesse sentido:

The performance of central banks should not be assessed against the level of reported profit, but against the extent to which policy objectives, such as controlling inflation or achieving financial stability, have been achieved. Therefore, profit maximization is not, and must not be, a goal for central banks. If a central bank operates merely as an agency of government, all profits accrue to the state, which in turn directly bears all losses. However, certain issues might arise when a central bank is granted financial and institutional independence, as has increasingly occurred in recent times, but its profit distribution

²¹⁸ “Um BC não deve ter a preocupação com o resultado de seu balanço patrimonial, mas sim de pautar sua atuação exclusiva para perseguir os objetivos da política monetária. 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” (LEISTER; MEDEIROS, 2016, p. 144-145).

rules are not adjusted accordingly. In this case, positive financial results strengthen the credibility of central banks, and they contribute to their financial independence in the long run, as long as they allow central banks to maintain an appropriate level of capital and reserves to protect themselves against any risk exposure” (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 08. Grifado).

De todo modo, o patrimônio líquido de um banco central é considerado um indicador de credibilidade, a demonstrar a capacidade da autoridade monetária em cumprir suas atribuições no médio e no longo prazos. Note-se:

No limite, sabe-se que o BC não quebra em moeda doméstica.

Ou seja, um BC com PL negativo não é sinônimo de uma autoridade monetária “falida”. Por outro lado, obviamente, não seria o caso se o exemplo fosse retratado por um banco comercial, uma vez que por muito menos, diante um PL fragilizado, mas ainda positivo, a falência pode se tornar a ordem do dia.

Entretanto, o que se observa no caso de um banco central é que, a despeito de não “quebrar”, a credibilidade em suas políticas e uma boa compreensão por parte dos agentes econômicos em relação à sua comunicação são elementos fundamentais para se viabilizar uma satisfatória condução de política monetária.

Esses fatores estão no pano de fundo de o porquê, apesar de os bancos centrais conseguirem operar com PL negativo, recomenda-se que eles busquem uma posição patrimonial considerada suficientemente positiva.

Entretanto, a capacidade de manutenção de um patrimônio líquido positivo, mesmo que relevante, não é condição necessária e nem suficiente para se alcançar a estabilidade macroeconômica. Existem, inclusive, bancos centrais que possuem PL muito baixo (ou mesmo negativo) e ainda assim são reconhecidos por entregarem baixa inflação e estabilidade financeira (VIANA, 2018, p. 34-35. Grifado).

De volta ao balanço do BCB exposto anteriormente, observa-se que, do lado esquerdo, há ativos em moeda estrangeira e ativos em moeda nacional. Os mais relevantes, ambos os casos, são os títulos públicos. Os ativos em moeda estrangeira correspondem, em sua quase totalidade, às chamadas reservas internacionais. Em moeda nacional, o principal item é composto pela carteira de títulos do Tesouro Nacional destinados à execução da política monetária.

Do lado direito, os principais passivos do BCB em moeda estrangeira são os depósitos de organismos financeiros internacionais e, em valores próximos, compromissos de recompra de títulos (operações compromissadas). Por sua vez,

os principais passivos do BCB em moeda nacional correspondem a três grupos: 1) depósitos de instituições financeiras (predominantemente depósitos compulsórios); 2) compromissos de recompra (a chamadas operações compromissadas) e 3) obrigações com o governo federal (cujo componente predominante é o saldo da Conta Única). Além disso, há um outro item, que corresponde à diferença entre os demais passivos e o patrimônio líquido, qual seja, o meio circulante. No entanto, conforme visto, este não gera obrigações de juros ao BCB.

Note-se que, em ambos os lados do balanço, a participação do Tesouro Nacional é não só relevante, mas predominante e determinante. De um lado, induz e, de outro, fornece os meios e dá o suporte necessário à ação da autoridade monetária.

Além disso, é importante ressaltar que, ao lado da descrição (estática) feita acima, há uma abordagem (dinâmica) sobre as movimentações do balanço de um banco central. Esse aspecto mostra-se essencial à análise dos movimentos de expansão ou de diminuição do meio circulante (poder de emissão), à verificação da eficácia da política monetária e à mensuração do resultado contábil-financeiro da atuação do BCB. Para tanto, descreve-se abaixo um modelo simplificado de balanço patrimonial. Observe-se:

Gráfico 07: Balanço simplificado de um banco central

BALANÇO PATRIMONIAL SIMPLIFICADO DE BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO
Moeda estrangeira <i>Reservas internacionais</i>	Moeda estrangeira <i>Operações compromissadas</i>
Moeda Local <i>Carteira de títulos</i> <i>Empréstimos ao sistema bancário</i>	Moeda Local <i>Reservas bancárias</i> <i>Depósitos do Tesouro Nacional</i> <i>Operações compromissadas</i>
	Meio circulante
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ativo – passivo)

O caráter dinâmico decorre do fato de que o total de ativos de um banco central deve ser igual ao somatório entre seus passivos e seu patrimônio líquido. A expressão numérica de tais itens varia ao longo do exercício. Desse modo, o

aumento ou diminuição de qualquer uma dos itens acima demandará necessariamente a compensação entre os demais componentes do balanço, como em um sistema de vasos comunicantes. Por consequência, tendo como pressuposto um PL constante, a apuração do meio circulante será feita pela diferença entre, de um lado, os ativos e, de outro, o patrimônio líquido e os passivos não monetários do respectivo banco central.²¹⁹

Desse modo, quando o banco central aumenta o nível de reservas internacionais deverá, em contrapartida, diminuir de algum outro ativo (como a carteira de títulos) ou aumentar um ou mais itens do passivo (como as operações compromissadas, reservas bancárias ou mesmo o meio circulante).²²⁰

No caso brasileiro, o aumento das reservas internacionais decorreu da aquisição de moeda estrangeira no mercado interno. Tal procedimento teve como resultado o aumento do meio circulante (moeda nacional). Como forma de compensar esse aumento, o BCB teve que alterar um ou mais itens do passivo de seu balanço. No caso, aumentou-se, no mesmo período, o montante de operações compromissadas de recompra.²²¹

²¹⁹ “A variação da base monetária, sob a hipótese inicial de patrimônio líquido assumido constante, respeitará o movimento de balanço dado pela expressão 1: $(\Delta \text{ passivo monetário}) = (\Delta \text{ ativo do BCB}) - (\Delta \text{ passivo do BCB})$. Em outras palavras, significa que a mutação em qualquer rubrica do balanço patrimonial ocorrida no passivo não monetário e (ou) nos ativos do BC pode afetar decisivamente o montante do passivo monetário do BC (base monetária) e, com isso, expandir ou contrair liquidez no mercado interbancário” (VIANA, 2018, p. 23).

²²⁰ “Assumindo a relação direta entre expansão da base monetária e o consequente aumento da liquidez em mercado, o avanço da base pode provocar pressões indesejadas de mudanças na taxa de juros do mercado interbancário. **Cabe ao BC, assim, regular a liquidez nesse mercado, absorvendo-a (expandindo-a) para que a taxa básica de juros definida como meta seja preservada.** Esse movimento ocasiona uma recomposição do ativo e (ou) do passivo não monetário [operações compromissadas, conta única e passivos em moeda estrangeira], por meio de diferentes modos possíveis, sendo a utilização de operações compromissadas a mais comumente praticada para gerir o ajuste fino da liquidez em mercado (VIANA, 2018, p. 23. Grifado).

²²¹ “Inicialmente, o incremento das reservas foi útil por fornecer ao país um seguro contra crises internacionais. Entretanto, dada a intensidade da entrada de divisas, as reservas subiram de modo acentuado de 2006 a 2012. **O Banco Central, na condição de responsável pela gestão das reservas e da política cambial, comprou as reservas e com isso injetou liquidez na economia. Para compensar, fez operações compromissadas, contando ainda com a ajuda dos compulsórios no biênio 2010-2011.** (...) Considerando-se o total desse período, o efeito expansionista foi de R\$ 467,2 bilhões, grande parte do total de R\$ 505 bilhões do efeito das reservas, em todo período coberto. A coincidência temporal dos eventos é indicação dessa relação (...). **Do final de 2005 ao final de 2012, as reservas internacionais subiram de US\$ 53,8 bilhões para US\$ 373,1 bilhões, aumento de 594%. No mesmo período, o saldo das compromissadas, somadas aos compulsórios, cresceu 472%.** Vale observar que embora a intenção do Banco Central fosse controlar a liquidez gerada pela compra das reservas internacionais, o efeito prático foi que as compromissadas foram utilizadas para financiar a compra de reservas internacionais” (PELLEGRINI, 2017a, p. 17-18. Grifado).

Em último caso, o aumento do ativo sem compensação no passivo acarreta o aumento do PL do banco central. Pode-se afirmar que esse movimento ocorreu no Brasil, pois, ao mesmo tempo em que as reservas internacionais aumentaram, o PL do BCB aumentou igualmente em grandes proporções (passou de aproximadamente R\$ 14 bilhões para R\$ 126 bilhões, entre 2007 e 2018).

No entanto, conforme exposto, um PL elevado não é necessariamente indicador de uma eficaz atuação de um banco central. Principalmente se for adotado o “modelo agente/principal”, no qual tesouro atua como garantidor financeiro de sua atuação e, ao mesmo tempo, adota política fiscal em sintonia com os objetivos da política monetária.²²² De todo modo, o êxito do cumprimento das atribuições de um banco central decorre do constante equilíbrio entre todas essas variáveis, de modo a garantir a estabilidade de preços sem comprometer o crescimento econômico. Tudo isso, ao menor custo fiscal e social possível.

Caso o Tesouro aumente despesa, o caminho convencionalmente adotado seria retirar dinheiro dos particulares (via tributação ou emissão de dívida pública) para previamente acumular recursos financeiros. Este movimento, em um primeiro momento, diminui a rubrica “meio circulante” e aumenta o item “depósitos do tesouro nacional”, ambos do lado do passivo. Em um segundo momento, quando da realização das despesas, a direção se inverte: o dinheiro retorna aos particulares, o que gera aumento do meio circulante e redução dos depósitos do Tesouro Nacional. Processo equivalente à criação e à destruição de moeda pela autoridade monetária.²²³ Em ambos os casos, cabe ao BCB, mediante os

²²² “O Chile, na década de 1990, aparentaria contradizer essa regra de que é necessário um balanço robusto para que se atinjam os objetivos do Banco Central (em especial o da estabilidade de preços). Ao longo daquela década, o Banco Central do Chile consistentemente registrou perdas da ordem de 1% do PIB e, em alguns anos, ultrapassou-se o nível de 2% de perdas. No entanto, a inflação caiu de 30% no início da década para baixo de 5% em 1999. O ano de 1999 foi um marco na história econômica chilena pelo fim da política de bandas cambiais e pela adoção de metas de inflação. No ano seguinte, adotou-se também uma regra fiscal. Ainda que os desenvolvimentos institucionais formais tenham acontecido somente no final da década, já havia uma melhora clara do arcabouço fiscal ao longo dela, com a adoção de uma política fiscal contracionista” (FERNANDES, 2016, p. 531-532).

²²³ “Nos tempos modernos, em que a quantidade de dinheiro trocado eletronicamente supera o volume de comércio com o dinheiro em cédulas, até mesmo o trabalho físico de imprimir cédulas de dólar e de euro é uma espécie de atividade paralela para os bancos centrais. **O trabalho real de criar ou destruir dinheiro em tempos modernos é tão banal quanto poderoso:** alguns trabalhadores de nível médio se sentam em frente a computadores no nono andar do Fed, em Nova York, Lower Manhattan, na City de Londres ou no Bundesbank alemão, em Frankfurt, e compram ou vendem valores mobiliários com alguns cliques nos teclados dos computadores. Eles estão cumprindo ordens dos comitês de definição de políticas, liderados por Bernanke, King e Trichet [então presidentes, respectivamente, do Fed, Bank of England e ECB] nos últimos anos:

instrumentos à sua disposição (taxas de juros, depósitos compulsórios e operações de redesconto) realizar o ajuste da liquidez de modo a dirimir os riscos de eventuais pressões inflacionárias.

Caso o aumento dos depósitos do Tesouro venha a ser menor do que a variação do meio circulante, pode-se estar diante de um processo de cobertura de déficits fiscais mediante emissão monetária. Tal fato pressionará o nível de preços. Nesse caso, é necessário adotar alguma medida de compensação, como a redução de despesas ou a emissão de títulos públicos para fins de financiamento dos déficits.

Conforme exposto no capítulo anterior, constatou-se expressivo aumento do item “operações compromissadas” no balanço do BCB nos últimos anos, o que aponta para a utilização de tal instrumento com finalidades fiscais e não apenas monetárias. No entanto, é importante observar que a quantidade de moeda em circulação, objeto da chamada Teoria Quantitativa da Moeda, não é considerada mais o principal alvo operacional da ação dos bancos centrais, como ocorria ao longo do Século XX (BINDSEIL, 2004, p. 49).

O último exemplo diz respeito às reservas internacionais. Como são registradas como ativos de um banco central,²²⁴ a diminuição de seu montante demanda algum tipo de compensação em seu balanço. Com efeito, embora tal movimento (redução das reservas) acarrete a redução da base monetária em moeda nacional (pois moeda estrangeira será “trocada” por Real no mercado interno), haverá pressão sobre as taxas de câmbio. De um lado poderá haver diminuição da pressão inflacionária; por outro, a cotação do Real frente ao Dólar, em razão de todos os seus custos fiscais e econômicos inerentes, poderia demandar alguma outra intervenção governamental. Como, por exemplo, o aumento do resgate de operações compromissadas.²²⁵

compram títulos com dinheiro que não existia anteriormente; quando vendem títulos, esses dólares, libras e euros deixam de existir” (IRWIN, 2014, p. 07-08. Grifado).

²²⁴ Conforme disposto na Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964:

Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

VIII - Ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional;

²²⁵ **“Se a intenção for evitar ou dirimir o efeito sobre a taxa de câmbio, o BCB teria que realizar as vendas de reservas consideradas excedentes de acordo com janelas de oportunidades que aparecessem, nas quais demandas extras de dólar pudessem absorver as vendas, sem valorizar a taxa de câmbio.** Nesse caso, as vendas na dimensão requerida

Desse modo, uma relevante diminuição das reservas internacionais deverá ser acompanhada pela compensação de algum outro item do balanço do BCB. No lado ativo, poderia ser, em tese, aumento da carteira de títulos da autoridade monetária (os quais, como visto, impactarão os indicadores do endividamento bruto – DBGG, no “conceito FMI”). Caso contrário, mantendo o PL constante, o lado passivo deveria apresentar diminuição em algum item para compensar o aumento da base monetária (como operações compromissadas, depósitos bancários ou da conta única, mediante, neste último caso, emissão de dívida pública). Em não havendo qualquer medida compensatória no passivo, a diminuição das reservas internacionais poderia ser compensada com a redução do patrimônio líquido do banco central. Ressalte-se: todos esses itens do balanço do BCB (reservas internacionais, operações compromissadas, saldo da conta única e patrimônio líquido) apresentam valores elevados, em termos absolutos e relativos, e demandam progressiva redução (PELLEGRINI, 2018).

Como se pode perceber, a análise do balanço patrimonial de um banco central, tanto no seu caráter estático quanto no seu aspecto dinâmico, permite constatar a complexidade e a interligação entre seus ativos e passivos. De maneira que a alteração de qualquer um deles demanda as devidas compensações, sob pena de impactos na economia real e no endividamento público. Nesse contexto, tal documento revela a proximidade entre as autoridades fiscal e monetária, bem como a necessidade de sincronia e coordenação no relacionamento entre os bancos centrais e os respectivos governos, principalmente por meio dos orçamentos públicos.

Mais do que qualquer outro documento, são os balanços que refletem as atividades executadas, indicam os termos da interação entre os mencionados órgãos e apontam as eventuais fragilidades, os custos e as tendências.

teriam que ser graduais. O gradualismo requerido se ajusta também à recomendada parcimônia na escolha do montante de reservas a ser vendido, tendo em vista a incerteza em relação ao nível adequado de reservas. Reforça também o fato de que a venda de reservas é coadjuvante diante do protagonismo do ajuste fiscal na busca do controle do endividamento público” (PELLEGRINI, 2017b, p. 52. Grifado).

4.3 O RESULTADO DAS OPERAÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS

Os bancos centrais são entidades lucrativas por natureza. Além de “fabricar moeda”, possuem ativos que rendem juros, como as reservas internacionais. Ademais, um de seus principais passivos, a base monetária, não gera o pagamento de juros (MENDES, 2016, p. 206). Nesse sentido:

O BC é a única entidade da economia que pode adquirir ativos pagando-os com um instrumento financeiro que ele mesmo cria, sobre o qual não incidem juros e cujo valor de face é maior que o custo de produção. Isso faz com que um banco central típico, cuja principal função é ofertar meios de pagamento e controlar a liquidez da economia, seja uma entidade altamente lucrativa. Emite passivo a custo zero e o utiliza para comprar ativos que rendem juros (MENDES, 2016, p. 207).

Em condições normais, resultados da autoridade monetária tendem a ser positivos. Contudo, a depender de questões conjunturais ou mesmo em situações de crise econômica, é comum também haver resultados negativos.²²⁶

Dessa forma, a apuração do resultado, a destinação dos lucros e a cobertura dos prejuízos, dada a dimensão e o impacto dos valores envolvidos, constituem tema que demanda atenção especial por parte do Direito Financeiro. Conforme relatório de auditoria realizada pelo TCU acerca da matéria²²⁷:

(...) no que tange à coordenação entre as políticas fiscal e monetária, em função da clássica separação entre ambas; da regra de não expansão fiscal por intermédio de emissão de moeda; da não limitação da política monetária pela política fiscal; e, entre outros fatores, da diferença existente entre o regime contábil de apuração do resultado do Bacen e do restante do setor público, **a transferência ou a cobertura do resultado patrimonial do Bacen ganha aspecto de extrema relevância** (BRASIL, 2011, p. 07. Grifado).

²²⁶ “Como emissor de moeda, o Banco Central tem uma fonte de recursos não remunerada (a base monetária), característica que lhe permite ter resultado positivo na aplicação de tais recursos em ativos remunerados, auferindo receita de senhoriagem. Porém, isso não significa necessariamente que a autoridade monetária mostre resultado positivo no balanço de cada período de apuração” (LOYOLA, 2016, p. 227).

²²⁷ “...auditoria no Banco Central do Brasil e na Secretaria do Tesouro Nacional destinado a verificar a influência das políticas monetária e cambial na política fiscal, bem como avaliar a legalidade da sistemática de repasse de resultados positivos do Banco Central ao Tesouro Nacional e da cobertura de resultados negativos, decorrentes da execução das políticas cambial e monetária” (BRASIL, 2011, p. 01).

De um modo geral, a apuração do resultado das operações de um banco central, como qualquer outra entidade, é feita pela diferença entre receitas e despesas. Assim, os ingressos que resultam dos ativos constituem receitas e as saídas decorrentes dos passivos são as despesas.

Conforme visto, os principais ativos do balanço de um banco central são: 1) as reservas em (títulos públicos) moeda estrangeira e 2) os empréstimos ao setor bancário. Assim, as receitas de um banco central são os juros auferidos em razão dos títulos dívida que possui e dos empréstimos que concede ao bancos em geral.

O passivo de um banco central tem como principais componentes: 1) a base monetária; 2) operações compromissadas; 3) depósitos bancários remunerados e 4) depósitos do Tesouro. Desses, a base monetária não gera despesa com juros. Os bancos centrais arcam apenas com os custos de produção do papel-moeda e da infraestrutura informatizada, os quais são ínfimos, diante do valor de face do dinheiro. Assim, a maior parte das despesas da autoridade monetária advém dos juros pagos sobre operações compromissadas, depósitos bancários e a remuneração das disponibilidades de caixa do Tesouro.

Por fim, à diferença entre receitas e despesas, deve ser acrescida a variação cambial (decorrente da marcação a mercado) dos ativos em moeda estrangeira.

O resultado é obtido pela diferença entre receitas, despesas e variação cambial. Percebe-se, pois, que está sujeito às variações da taxa de juros interna, da taxa de juros externa e da variação do câmbio. Note-se

Assim, os resultados do Bacen se mostram particularmente sensíveis aos níveis das taxas de juros doméstica e internacional e aos movimentos da taxa de câmbio, sendo que a depreciação cambial aumenta o resultado do Banco Central, enquanto a apreciação o diminui.

Além da exposição de seu balanço aos níveis de juros domésticos e externos, o diferencial entre eles é relevante na apuração do resultado do Bacen, tendo em vista que a expansão monetária derivada da compra líquida de moeda estrangeira pelo Bacen é normalmente esterilizada pela venda de títulos públicos de sua carteira, na maioria das vezes com acordos de recompra. Com isso, juros domésticos mais elevados do que os recebidos pelo Bacen na aplicação das reservas internacionais trazem um impacto negativo no resultado contábil da autoridade monetária (LOYOLA, 2016, p. 227).

A tabela abaixo indica os resultados semestrais da atuação do BCB, no período entre 2000 e 2018.

Tabela 13: Resultado semestral do BCB (R\$ 1.000)

ANO	RESULTADO OPERAÇÕES NÃO CAMBIAIS			RESULTADO EQUALIZAÇÃO CAMBIAL		
	1º. SEM.	2º. SEM.	ANUAL	1º. SEM	2º. SEM	ANUAL
2000	309.151	1.308.474	1.617.625			
2001	-4.084.749	7.158.161	3.073.412			
2002	-10.910.085	-6.283.614	-17.193.699			
2003	24.181.794	7.136.558	31.318.352			
2004	2.795.700	-258.271	2.537.429			
2005	-11.616.553	1.161.877	-10.494.963			
2006	-12.523.956	-643.092	-13.167.048			
2007	-30.304.910	-17.209.229	-47.514.139			
2008	3.172.740	10.172.653	13.345.393	-44.798.256	171.416.012	126.617.756
2009	-941.601	6.550.645	5.609.044	-93.787.316	-53.931.576	-147.718.892
2010	10.803.195	4.926.775	15.729.970	-1.893.172	-46.636.548	-48.529.720
2011	12.230.706	11.240.704	23.471.410	-46.199.286	90.240.059	44.040.773
2012	12.318.246	12.296.483	24.614.729	32.210.001	-9.900.595	22.309.406
2013	17.688.071	14.267.811	31.955.882	15.766.502	15.918.931	31.685.433
2014	5.271.503	25.655.376	30.926.879	-51.223.608	65.173.472	13.949.864
2015	35.184.659	41.521.539	76.706.198	46.406.630	110.938.092	157.344.722
2016	-17.308.089	7.780.387	-9.527.702	-184.645.409	-55.674.283	-240.319.692
2017	11.271.662	14.709.838	25.981.500	-15.744.789	-30.677.374	-46.422.163
2018	19.655.292	25.554.330	45.209.622	146.201.403	-19.133.818	127.067.585

Fonte: BCB (Balanços semestrais). Elaboração própria.

Devem ser observados três pontos relevantes quanto ao resultado do BCB no período (2000-2018). Primeiro, o aumento dos valores (embora não de modo constante) ao longo de todo o período. Segundo, a existência a partir de 2008 de duas apurações de resultados (um, referente à equalização cambial, e outro, relativo ao resultado das demais operações). Terceiro, a volatilidade do resultado, com sucessivos e elevados resultados negativos e positivos (como, por exemplo, entre os anos de 2008 e 2009, quando se apresentou um resultado cambial deficitário em R\$ 45 bilhões, para, em seguida, um resultado positivo de R\$ 170 bilhões e, no semestre seguinte, novamente um prejuízo de R\$ 93 bilhões).

De acordo com a legislação em vigor após o ano de 2008, o BCB deveria repassar os resultados cambiais positivos em dinheiro ao Tesouro Nacional e este deveria cobrir os resultados negativos do BCB mediante a emissão de títulos da dívida pública.²²⁸ Tal situação gerava elevado fluxo de dinheiro e títulos públicos entre BCB e o Tesouro, com todos os custos monetários e fiscais daí decorrentes.

²²⁸ Nos termos da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008:

“Art. 5º Para pagamento dos valores a que se referem os arts. 2º, inciso II, 4º, 7º, § 1º, e 9º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001, e o inciso II do art. 6º desta Lei [resultados negativos das

Como dito, a destinação dos resultados positivos e da cobertura dos resultados negativos das operações dos bancos centrais constitui questão relevante para o Direito Financeiro, principalmente no contexto do aumento dos balanços dos bancos centrais e da oscilação de seus resultados, verificados ao longo da primeira década do Século XXI.

Em sentido amplo, bancos centrais atuam por delegação governamental para emitir moeda de curso forçado, manter seu poder de compra, assegurar a credibilidade, a liquidez e solidez do sistema financeiro e garantir acesso ao crédito ao menor custo possível, além de servir como banqueiro do governo. Em razão da natureza delegada das atividades que exerce, atuando sob o modelo “agente/principal”, os resultados (lucros ou prejuízos) devem ser repassados ao titular da delegação.²²⁹

O modo de apuração, o montante, a composição de reservas e as condições do repasse (ou cobertura) são objeto de reserva legal e o detalhamento varia de país para país. Observe-se:

In general terms, a central bank's annual net profits (recognized positive and negative income, less operating costs) can either be passed on to shareholders (government and/or private sector) in the form of a dividend, or added to its financial reserves. In cases where a central bank has either both public and private ownership or only private ownership, the amount of profit that can be distributed to private shareholders is typically subject to a cap (ranging from 6% to 12% of the nominal value of the paid-up capital), while the remaining distributable profit, net of any transfers to equity (capital and reserves) goes to the government” (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 09).

operações do BCB], poderão ser emitidos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna adequados aos fins de política monetária, com características definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda.”

²²⁹ **“Há dois arranjos institucionais polares no relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro:** 1) Modelo Agente/Principal; 2) Modelo *Corporate*. No **modelo Agente/Principal**, o Banco Central é simplesmente um agente do governo e muitos riscos, incluindo os cambiais e de *duration* são absorvidos pelo Tesouro. O resultado financeiro da autoridade monetária é transferido para o Tesouro se for positivo e coberto por transferências do Tesouro, se for negativo. No **modelo Corporate**, o capital do Banco Central funciona como um colchão para absorver possíveis perdas financeiras e no limite não há qualquer obrigação financeira por parte do Tesouro de assumir essas perdas. Todos os ativos financeiros (tais como reservas cambiais) entram no balancete do Banco Central e a diretoria da instituição decide de forma autônoma sobre o seu próprio apetite de risco (...). em ambos os modelos, pressupõe-se que não há financiamento do Banco Central ao Tesouro. Através da legislação pertinente ao Banco Central pode-se determinar o tipo de arranjo institucional em diversos países” (FERNANDES, 2016, p. 527. Grifado).

De acordo com Bunea, Karakitsos, Merrinan e Studener (2016), em uma amostra de cem casos, haveria pelo menos seis modelos de destinação dos resultados positivos de bancos centrais, a saber:

Category 1: a fixed percentage of the current net profit is distributed (e.g. 80%) – 11 central banks apply such a rule;

Category 2: a fixed percentage of the current net profit is allocated to reserves (e.g. 25%) without any reference to a limit for these reserves – 8 central banks apply this rule;

Category 3: an amount between zero and a maximum percentage of the current net profit is allocated to reserves (e.g. up to 25%, as opposed to a fixed percentage of 25%) – 7 central banks apply this rule;

Category 4: a (usually fixed) percentage of the current net profit is allocated to reserves until these reach a certain target level which is usually a proportion of a particular balance sheet item (e.g. 20% until reserves are twice the paid-up capital) – 19 central banks apply this rule;

Category 5: no value or percentage is defined in the legal framework in relation to distribution/allocation – 8 central banks apply this rule;

Category 6: the distribution/allocation of net results is bilaterally agreed on a regular basis between the central bank and the government – 6 central banks apply this rule (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 10. Grifado).

Ou seja, de acordo com a exposição acima, em havendo resultados positivos nos balanços dos bancos centrais, estes poderão ter uma (ou mais) das seguintes destinações: 1) distribuição ao respectivo governo; 2) distribuição a eventuais acionistas particulares e 3) formação de reservas.

Em muitos países, há combinações entre as três alternativas. A proporção entre distribuição e formação de reservas pode variar (em percentual fixo ou variável de lucros; em percentual fixo ou variável de reservas ou mesmo mediante acordo entre tesouro e o respectivo banco central). Em suma: “são três as possíveis destinações de um resultado positivo: a constituição de reservas com lucros retidos, a transferência para o MF e – se o banco central for propriedade apenas parcial do governo – o pagamento de dividendo aos acionistas” (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 121).

A destinação do resultado positivo do Banco Central Europeu (BCE), em razão de seu caráter supranacional, passa por duas etapas: primeiramente, uma parte é retida para a formação de um fundo geral de reserva, destinado a compensar eventuais resultados negativos (esta reserva é limitada ao valor do

capital do BCE); em seguida, o valor remanescente é distribuído aos países da Zona do Euro,²³⁰ na proporção de sua participação no BCE (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 11).

No caso do FED, há algumas peculiaridades quanto à composição e destinação de seu resultado. Historicamente, o FED apresenta baixa volatilidade em seus resultados. Desse modo, é uma entidade lucrativa e que, descontadas as despesas de seu custeio, repassa o lucro ao Tesouro dos Estados Unidos da América. Note-se:

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

No caso dos EUA, não há formação de reservas significativas antes da transferência do lucro ao Tesouro. Isso, contudo, não chega a ser um problema, pois a participação de ativos em moeda estrangeira no ativo total do Fed é baixa. (...)

Em função da baixa participação de ativos cuja variação patrimonial afeta o lucro, o Fed é tipicamente lucrativo. Por isso, não se faz necessária a formação de reservas com parte do lucro obtido por aquele banco central (MENDES, 2016, p. 213-215).

Além de ser tipicamente lucrativo, o FED possui autonomia orçamentária frente ao Congresso dos Estados Unidos da América. Afirma-se isso porque, de acordo com as leis que regem sua atuação, está autorizado a abater do resultado as despesas de seu custeio. Só após, é que é feito o repasse ao Tesouro estadunidense. Nesse sentido, o FED apresenta elevado grau de autonomia, pois não se submete ao debate orçamentário nem mesmo para o custeio de suas atividades administrativas (CONTI-BROWN, 2016). Ao contrário do BCB, em que o custeio administrativo deve estar previsto na Lei Orçamentária Anual, como todas as demais entidades que compõem a Administração Pública Federal, nos termos do artigo 5º, § 6º, da LRF, segundo o qual integrarão “as despesas da

²³⁰ Conforme informação disponibilizada na *Home Page* do Banco Central Europeu: “**What happens if there is money left over? Some money may be set aside to cover any future losses. But after that, any remaining ECB profits go to the national central banks of the euro area countries, as the shareholders of the ECB. The central banks may save some of this money or use some in their work, but profits usually go to the country’s government, thus contributing to its budget. This benefits euro area taxpayers.**” Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_profits.en.html. Acesso em 31.11.2019.

União, e serão incluídas na lei orçamentária, as do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos”.

Conforme Conti-Brown (2016), nos Estados Unidos da América, existem pelo menos quatro mecanismos de financiamento das atividades de órgãos e entidades governamentais:

***First**, the vast majority of governmental institutions—from the Congress to the courts to the White House, and most agencies, institutions, programs, and commissions in between—are funded through Congress’s annual appropriations process. That is, the president proposes his budget to the Congress, based presumably on inputs from those agencies who require the funding, political machinations ensue, and a budget is passed funding the government. The process begins anew a year later.*

***Second**, the majority of actual government expenditures does not occur through this appropriation process but instead is part of the government’s mandatory commitments. These commitments include entitlement programs such as Social Security, Medicare, Medicaid, and other forms of direct assistance; some kinds of disaster relief; and interest on the national debt.*

*And **third**, some governmental agencies, including some of the banking agencies, are “self-funded,” meaning that they raise their money by assessing fees against the entities they regulate. For example, the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), the agency in charge of insuring the nation’s banking deposits, charges banks fees for that insurance. From those fees, the FDIC not only covers losses to the insurance fund but also covers its expenses. The new Office for Financial Research (OFR), an agency set up by the Dodd-Frank Act to provide the Treasury with research on financial stability, is funded by an assessment on members of the financial industry.*

***And then there is the Fed.** Like the FDIC or OFR, the Fed is “self-funded” in that it is not part of the annual appropriations process, nor is it a “mandatory commitment.” But unlike the FDIC, most of its budget doesn’t come from assessments against regulated entities. **Instead, the Fed funds itself with a portion of the proceeds from its open market operations** (CONTI-BROWN, 2016, p. 206-207. Grifado).*

Conforme informação disponível na *Home Page* do *Board of Governors of the Federal Reserve System*, as receitas, despesas e a distribuição dos resultados do FED estão representadas na tabela abaixo:

Tabela 14: “Income, expenses, and distribution of net earnings of the Federal Reserve Banks, 2017 and 2016 (Millions of dollars)”

<i>Item</i>	2017	2016
Current income	114,194	111,744
<i>Loan interest income</i>	1	1
<i>SOMA interest income</i>	113,592	111,105
<i>Other current income</i> ¹	601	638
Net expenses	33,398	17,263
<i>Operating expenses</i>	4,337	4,205
<i>Reimbursements</i>	-698	-677
<i>Net periodic pension expense</i>	525	565
<i>Interest paid on depository institutions deposits and term deposits</i>	25,862	12,044
<i>Interest expense on securities sold under agreements to repurchase</i>	3,365	1,122
<i>Other expenses</i>	7	4
Current net income	80,796	94,481
Net additions to (deductions from) current net income	1,933	-114
<i>Treasury securities gains (losses)</i>	28	-15
<i>Federal agency and government-sponsored enterprise mortgage-backed securities</i>	8	19
<i>Foreign currency translation gains (losses)</i>	1,894	-103
<i>Net income (loss) from consolidated VIE</i>	4	-12
<i>Other deductions</i>	-1	-3
Assessments by the Board of Governors	2,037	2,006
<i>For Board expenditures</i>	740	709
<i>For currency costs</i>	724	701
<i>For Consumer Financial Protection Bureau costs</i> ²	573	596
<i>Net income before providing for remittances to the Treasury</i>	80,692	92,361
<i>Earnings remittances to the Treasury</i>	80,559	91,467
<i>Net income after providing for remittances to the Treasury</i>	133	894
<i>Other comprehensive gain (loss)</i>	651	-183
<i>Comprehensive income (loss)</i>	784	711
Total distribution of net income	81,343	92,178

Item	2017	2016
<i>Dividends on capital stock</i>	784	711
<i>Transfer to surplus and change in accumulated other comprehensive income</i>	0	0
<i>Earnings remittances to the Treasury</i>	80,559	91,467

Fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/2017-ar-federal-reserve-banks.htm#xincomeandexpenses-726d864b>.

Acesso em 30.11.2019.

Como se pode observar, o FED não forma reserva de resultados. Além disso, não tem seu custeio administrativo incluído nas leis de orçamento federal, pois suas despesas são pagas por meio das receitas resultantes em suas atividades.²³¹

Outra característica exposta na tabela acima diz respeito ao fato de o FED possuir acionistas privados e distribuir dividendos (“*Dividends on capital stock*”),²³² algo que não ocorre no BCB, o qual, desde sua criação possui natureza de Direito Público, sob a forma de “autarquia federal”.²³³ Em 2016 e 2017, o FED remeteu aproximadamente 80% de suas receitas, a título de lucros, ao Tesouro daquele país (nos montantes de US\$ 91,5 bilhões e US\$ 80,5 bilhões, respectivamente).

²³¹ “*That the Fed funds itself largely from the proceeds of its substantial assets, taken together with the nature of the Fed’s ability to create money in pursuit of its monetary policy objectives, means that the Fed’s funding is unique in government. As we have seen, the Fed conducts monetary policy by, among other options, creating money with which it can buy government—and more recently, nongovernment—securities. These interest-bearing assets generate money that the agency can subsequently use to fund itself. The Fed thus has the ability to create from nothing the money it eventually uses to pay its employees, fund its conferences, and renovate its buildings*” (CONTI-BROWN, 2016, p. 207. Grifado).

²³² “*The Federal Reserve Act requires that member commercial banks subscribe a amount of capital equal to 6 percent of member bank’s capital and surplus. One half of the subscribe amount is paid in cash, the remaining half subject to payment on demand. Federal Reserve surplus is maintained at a level that matches the member banks paid in capital. The Federal Reserve Act requires that the Federal Reserve to pay a six percent dividend to member bank on their paid-in capital* (STELLA, 1997, p. 13).

“*According to the Federal Reserve Act, the capital stock of each Federal Reserve bank is divided into shares that are worth US \$100 each, and the outstanding capital stock can be periodically changed as the capital stock of member banks or their number vary. These shares are non-transferable. The Fed earns significant profits from its operations; the dividends paid out to these banks by the Fed are, however, limited by law to six percent annually*” (CHAUDHURI, 2018, p. 35).

²³³ Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964:

“Art. 8º A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em **autarquia federal**, tendo sede e foro na Capital da República, **sob a denominação de Banco Central da República do Brasil**, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência desta lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei número 8495, de 28/12/1945, dispositivo que ora é expressamente revogado.”

Inobstante um banco central típico não tenha como principal objetivo a obtenção de lucros e resultados positivos, uma sequência de resultados negativos diminuirá seu patrimônio líquido e colocará em xeque a confiança na sua capacidade de executar os objetivos de política monetária. Dessa forma:

Embora a transferência do resultado positivo do BC ao MF seja um princípio bastante difundido, sendo adotado como contrapartida do monopólio conferido à autoridade monetária para a emissão de moeda, o mesmo não se pode dizer da cobertura de resultados negativos. **Esse ponto não é consensual porque, ainda 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 a posição financeira negativa do BC possa tornar-se uma restrição ao cumprimento de seu mandato quanto à inflação e outras responsabilidades. **Não por outro motivo, o FMI usualmente recomenda que, em situações nas quais a autoridade monetária se encontra com o patrimônio líquido estruturalmente negativo, o governo realiza sua capitalização (...) por injeção de dinheiro ou de títulos públicos** (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 124. Grifado).

Por outro lado, um balanço patrimonial positivo não pode ser o único ou o principal critério para avaliar a efetividade e a eficácia da atuação de uma autoridade monetária,²³⁴ pois “alguns bancos centrais com frágil solidez financeira têm apresentado, nos últimos anos, boa performance”, sendo “elucidativos os casos dos bancos centrais do Chile, da República Tcheca, de Israel e do México” (VIANA, 2018, p. 38).

Assim, Bunea, Karakitsos, Merrinan e Studener (2016) indicam cinco categorias para cobertura dos resultados negativos das autoridades monetárias:

- (a) **consumption of specific buffers**, meaning that the loss is covered from the existing buffers (for example, revaluation reserves and specific provisions against defined types of losses). This is one of the first and most likely tools for covering a loss;
- (b) **consumption of general reserves**, meaning that the (remaining) loss is covered from buffers of a general nature (as long as available);

²³⁴ “Desperta a atenção o fato de o próprio BC poder ser levado a uma condução contraditória de política econômica visando à preservação de seu patrimônio líquido. Foi o caso do Banco Central da Costa Rica, que entrou em choque em relação aos seus objetivos-fim com a necessidade, apontada pela própria instituição, de se sustentar um patrimônio líquido positivo à custa de um patamar inflacionário mais elevado (VIANA, 2018, p. 37).

(c) *loss carried forward*, meaning that a (remaining) loss in a particular year, which cannot be covered from specific or general buffers, is carried over to the next year(s) and possibly offset against part or all of the future annual profits. This could result in negative equity pending completion of the process;

(d) *claims against future profits*, which is similar to the *loss carried forward* treatment, with the presentational difference in the balance sheet that the losses are reported as claims against the national government, and therefore no negative equity is reported;

(e) *direct recapitalization by the government or shareholders* which, in most cases, would take place only after the specific buffers and general reserves have been depleted, and where the carrying of losses would otherwise be prolonged over an indefinite period

(BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 13-14).

Conforme será exposto ao final do capítulo, com a entrada em vigor da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, o Direito brasileiro passou a estabelecer a formação de reserva de resultados (cambiais) pelo BCB para compensação de futuros resultados negativos. Só após o esgotamento das reservas e do atingimento de um patamar mínimo do patrimônio líquido é que o Tesouro Nacional fará a cobertura do prejuízo.

4.4 RESULTADO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: REGRAS DE APURAÇÃO, DESTINAÇÃO E COBERTURA ATÉ A LEI N. 11.803, DE 05 DE NOVEMBRO DE 2008

4.4.1 Resultado do BCB com baixo volume de reservas internacionais

A Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, ao criar o BCB, estabeleceu em sua redação original (artigo 8º, parágrafo único) que os resultados de suas operações seriam incorporados ao seu patrimônio.²³⁵ Note-se:

Art. 8º A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em **autarquia federal**, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de **Banco Central da República do Brasil**, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são

²³⁵ De acordo com o Decreto-Lei n. 7.293, de 02 de fevereiro de 1945, o “excesso de receita” da SUMOC seria “escriturado como renda eventual da União” (artigo 8º, parágrafo único).

transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência desta lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei número 8495, de 28/12/1945, dispositivo que ora é expressamente revogado.

Parágrafo único. **Os resultados obtidos pelo Banco Central da República do Brasil serão incorporados ao seu patrimônio.** (Grifado)

Esse dispositivo vigorou com essa redação até meados dos anos 1980, quando foi alterado pelo Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de novembro de 1987. Esse instrumento normativo, editado no contexto de diversas alterações na estrutura das finanças públicas brasileiras (principalmente a criação da STN e o fim da conta-movimento), estabeleceu que os resultados do BCB deveriam, do exercício de 1988 em diante, ser repassados ao Tesouro Nacional, após descontadas as despesas da autarquia. Assim, por força do mencionado decreto-lei, a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, passou a vigorar com a seguinte redação:

Art. 8º (...)

Parágrafo único. **Os resultados obtidos pelo Banco Central do Brasil**, consideradas as receitas e despesas de todas as suas operações, **serão**, a partir de 1º de janeiro de 1988, **apurados pelo regime de competência e transferidos para o Tesouro Nacional**, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores (Grifado).

A alteração legislativa ocorreu logo após a extinção da conta movimento entre BCB e o Banco do Brasil e o fim de um contínuo fluxo de valores entre tais instituições e o Tesouro Nacional. É possível que o estabelecimento de repasse de resultados positivos do BCB ao Tesouro Nacional tenha sido instituído para compensar a perda de receita em razão das mencionadas alterações. Note-se

Initially, the Central Bank of Brazil did not transfer its profits to the government Treasury, so the use of Conta de Movimento was a direct way in which the government could access seigniorage revenues. Interestingly, when that account was frozen in 1986, the government started to use another similar account between the Bank of Brazil and the central bank, Conta de Suprimentos Especiais, until its elimination in 1988. When both accounts became unavailable, the government established the transfer of the profits of the central bank to the Treasury. In fact, after 1988, there were two ways in which the government could access seigniorage revenues: through the transfer of profits and through the remuneration of its deposits at the Central Bank of Brazil. The new constitution in 1988 established that the government could not have accounts with commercial banks, but

rather only one account, and that account should be at the central bank, the Conta Única do Tesouro (Single Government Account), which should be used for all its transactions. A particular feature of this account is that the Central Bank of Brazil became responsible for paying interest on its balances, which was based on the average remuneration of the government debt securities in its portfolio” (AYRES, GARCIA, GUILLEN, KEHOE, 2019, p. 29. Grifado).

A nova lei trouxe as seguintes alterações: 1) a ampla abrangência da apuração do resultado, a incluir “as receitas e despesas de todas as suas operações” (tanto as de custeio, quanto as relativas à política monetária, cambial e creditícia); 2) a inclusão do regime de competência também para as receitas e 3) a previsão de compensação de “eventuais prejuízos de exercícios anteriores”.²³⁶ Na ocasião, não houve previsão de constituição de reservas de resultados positivos no âmbito do BCB.

O dispositivo em questão (artigo 8º, parágrafo único) ainda não foi expressamente revogado, e mantém a mesma redação estabelecida pelo Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de novembro de 1987, não obstante a sucessão de leis e medidas provisórias posteriores terem alterado as regras sobre o resultado do BCB, com destaque para a Lei de Responsabilidade Fiscal, de 2000.

Na mesma ocasião, em 1987, foi acrescentado dispositivo a estabelecer que “a forma e prazo de transferência” dos resultados do BCB para o Tesouro Nacional passaria a ser atribuição do Conselho Monetário Nacional, “sem prejuízo da competência do Tribunal de Contas da União” (artigo 4º, XXVII, da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, com redação dada pelo Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de novembro de 1987).

A previsão de tal competência para o CMN justificou-se, a princípio, pela constatação de que o fluxo de resultados poderia não ser neutro do ponto de vista da política monetária. Nesse sentido, “existem efeitos sobre as finanças públicas – expansão e retração monetária, por exemplo – advindos da transferência do resultado positivo do BC ao TN. Efeitos esses que, ao que parece, precisam ser previamente analisados pelo CMN.” (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 166)

²³⁶ “Frise-se que outras importantes modificações foram promovidas em referido dispositivo, quais sejam: (i) o resultado do BC englobaria as receitas e as despesas de todas as suas operações; (ii) o resultado seria apurado de acordo com o regime de competência; (iii) o resultado negativo não seria coberto pelo TN, mas incorporado ao patrimônio do BC; (iv) apenas o resultado positivo seria transferido ao TN; (v) a transferência de resultado positivo somente ocorreria após terem sido compensados prejuízos obtidos anteriormente” (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 165-166).

No entanto, a discricionariedade no estabelecimento de regras para a apuração e repasse de resultados positivos, prevista para o CMN, foi mitigada pela Lei n. 7.862, de 30 de outubro de 1989. Conforme sua redação original, os resultados do BCB passariam a ser apurados semestralmente e, se positivos, encaminhados ao Tesouro Nacional (mediante crédito na Conta Única) até o último dia do mês subsequente ao da apuração. Além disso, os valores passariam a ser vinculados à amortização da dívida pública federal.²³⁷ Note-se:

Art. 4º Os **resultados positivos** do Banco Central do Brasil, apurados em seus **balanços semestrais**, serão recolhidos ao Tesouro Nacional, **até o último dia do mês subsequente ao da apuração**.

Parágrafo único. Os recursos transferidos ao Tesouro Nacional, a que se refere o *caput*, serão destinados **exclusivamente à amortização de dívida pública federal**.

Ressalte-se que a alteração diz respeito unicamente aos resultados positivos apurados a cada semestre. Os resultados negativos continuariam a ter o mesmo tratamento: não gerariam obrigações externas ao balanço e seriam compensados com futuros resultados positivos da autoridade monetária. Em termos concretos, deveria haver uma reserva de resultados negativos, a qual ficaria à espera de futuros resultados positivos para compensação, com fundamento no artigo 8º, parágrafo único da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Nesse sentido:

O resultado negativo, entretanto, ainda seria mantido no patrimônio da autoridade monetária. Frise-se, contudo, que o art. 4º da lei nº 7.862, de 1989, não mais trazia a expressão positivada pelo decreto-lei nº 2.376, de 1987, que determinava que a transferência do resultado ao TN somente ocorreria “após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores” (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 167. Grifado).

²³⁷ “Ainda em relação à lei nº 7.862, de 1989, frise-se que, pela primeira vez, uma lei estabeleceu uma espécie de vinculação para os recursos recolhidos em razão da transferência do resultado do BC ao TN. O parágrafo único do art. 4º passou a determinar que esses recursos somente poderiam ser utilizados para amortização de dívida pública federal. Note-se que o referido parágrafo não estabelecia qualquer restrição em relação: (i) ao tipo de dívida que poderia ser amortizada, ou seja, poderia ser uma dívida contratual ou uma dívida representada por títulos públicos; e (ii) ao detentor dos créditos. Isto é, os recursos poderiam ser utilizados para o pagamento de dívida que estivessem na carteira do BC ou na carteira de qualquer outra entidade no resto do mundo. No entanto, ao usar a palavra ‘amortização’, o referido parágrafo estabelecia que os recursos somente poderiam ser empregados para o pagamento do principal da respectiva dívida, ou seja, não poderiam ser utilizados para o pagamento de juros e encargos” (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 166-167).

No contexto da criação do Plano Real, a Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995, alterou o artigo 4º da Lei n. 7.862, de 30 de outubro de 1989. Passou a vigorar a seguinte redação:

Art. 4º Os resultados positivos do Banco Central do Brasil, apurados em seus balanços semestrais, serão recolhidos ao Tesouro Nacional, **até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração.**

§ 1º Os recursos a que se refere o caput deste artigo serão destinados à **amortização da dívida pública do Tesouro Nacional**, devendo ser amortizado, prioritariamente, o principal atualizado e os respectivos juros da **Dívida Pública Mobiliária Federal interna** de responsabilidade do Tesouro Nacional **em poder do Banco Central do Brasil.**

§ 2º Excepcionalmente, os resultados positivos do segundo semestre de 1994 serão transferidos mensalmente ao Tesouro Nacional, até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração.

§ 3º Os recursos transferidos ao Tesouro Nacional nos termos do parágrafo anterior serão utilizados, exclusivamente, para amortização do principal atualizado e dos respectivos encargos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de responsabilidade do Tesouro Nacional **em poder do Banco Central do Brasil.**

§ 4º O disposto no parágrafo anterior não se aplica ao resultado referente ao primeiro semestre de 1994. (Grifado).

A nova lei trouxe duas alterações sobre a destinação dos resultados positivos apurados nos balanços semestrais do BCB: 1) antecipou o prazo para o recolhimento ao Tesouro Nacional: no caso, “até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração” e 2) vinculou ainda mais a aplicação das receitas oriundas dos resultados positivos do BCB, estabelecendo prioridade ao “principal atualizado e os respectivos juros da Dívida Pública Mobiliária interna de responsabilidade do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil”.

O artigo 4º, da Lei n. 7.862, de 30 de outubro de 1989, continuou em vigor até ser expressamente revogado pela Medida Provisória n. 1.789, de 29 de dezembro de 1998. Essa medida provisória, após diversas substituições e reedições (sem alteração relevante de seu conteúdo) está em vigor por meio da Medida Provisória n. 2.179-36, de 28 de junho de 2001, a qual dispõe “sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil, e dá outras providências”.

Especificamente sobre o resultado das operações do BCB, assim dispõe a Medida Provisória n. 2.179-36, de 28 de junho de 2001 (dispositivo que vigorou até o ano de 2019):

Art. 2º 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**.

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

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

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

De acordo com os dispositivos acima: 1) os balanços do BCB passariam a ser anuais (e não mais semestrais, conforme a regra anterior; entretanto, com a LRF, voltaram a ser semestrais); 2) os resultados positivos deveriam ser “objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional”; 3) o resultado negativo não mais seria incorporado ao patrimônio do BCB, à espera de compensação com resultados positivos futuros; passaria a ser objeto de pagamento, pelo Tesouro, em favor do BCB, até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço, de modo a preservar o patrimônio líquido do BCB e 4) a constituição de reservas pelo BCB passaria a ser limitada a vinte e cinco por cento do resultado apurado em seu balanço, sendo o montante estabelecido pelo próprio BCB.

No intervalo entre a edição da Medida Provisória n. 1.789, de 29 de dezembro de 1998 e última reedição de seu conteúdo (Medida Provisória n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001), entrou em vigor a Lei de Responsabilidade Fiscal. Esta lei complementar passou a veicular regras sobre o tratamento dos

resultados do BCB e impôs dever de transparência quanto aos principais componentes do relacionamento financeiro entre o BCB e o Tesouro Nacional (tais como as disponibilidades de caixa, reservas cambiais e carteira de títulos), nos termos de seus artigos 5º, § 6º, e 7º:

Art. 5º O projeto de lei orçamentária anual, elaborado de forma compatível com o plano plurianual, com a lei de diretrizes orçamentárias e com as normas desta Lei Complementar:

(...)

§ 6º Integrarão as despesas da União, e serão incluídas na lei orçamentária, **as do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos.**

Art. 7º O **resultado do Banco Central do Brasil**, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui **receita do Tesouro Nacional**, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

§ 1º O **resultado negativo** constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e **será consignado em dotação específica no orçamento.**

§ 2º O **impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil** serão demonstrados trimestralmente, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União.

§ 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão **notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos**, destacando os de emissão da União.(Grifado)

Em resumo, esse era o quadro normativo: 1) a apuração deveria ser semestral; 2) o regime contábil adotado deveria ser o de competência, tanto para despesas quanto para as receitas; 3) o BCB poderia constituir até o montante de 25% do resultado apurado e o reter, a título de reservas; 4) havendo resultado positivo, os valores seriam considerados receitas do Tesouro Nacional e deveriam ser a ele repassados até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços; 5) havendo resultado negativo, os valores seriam considerados obrigação do Tesouro Nacional para com o BCB e deveriam ser consignados em dotação específica no orçamento, devendo ser pagos até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço e 6) as receitas oriundas do resultado positivo deveriam ser exclusivamente destinadas ao pagamento da

Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, a parcela da dívida junto ao BCB.

Além disso, a LRF passou a veicular regras de transparência quanto aos componentes do resultado do BCB, com destaque para os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional, das reservas cambiais e da carteira de títulos da autoridade monetária, “nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União” (artigo 7º, § 2º e § 3º, da LRF).

Até a edição da Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008, essas eram as regras em vigor para a apuração, pagamento e cobertura dos resultados das operações do BCB.

Dos dispositivos LRF acima transcritos, pelo menos um foi objeto de questionamento perante o STF, na ADI n. 2.238/DF.²³⁸ Sobre a regra de cobertura de resultado negativo do BCB, como obrigação a cargo da União, afirmou-se na ADI que o artigo 7º, § 1º, da LRF estaria a autorizar a concessão de créditos orçamentários ilimitados, em violação ao artigo 167, VII, da Constituição brasileira de 1988. Conforme o dispositivo constitucional, são vedados “a concessão e a utilização de créditos ilimitados”. Os fundamentos apresentados na petição inicial²³⁹ sobre este ponto seguem transcritos abaixo:

01. O § 1º do art. 7º da Lei de Responsabilidade Fiscal estabelece que “o resultado negativo (do Banco Central) constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica do orçamento”.
02. Essa disposição pretende legalizar um estado de coisas recentemente criado, que vale a pena historiar.
03. **Até 1987, os resultados do Banco Central eram acumulados na própria autarquia. A partir daquele ano, os resultados positivos – exceto uma parcela destinada a**

²³⁸ Houve também questionamento de natureza formal, no sentido de que a matéria deveria ser objeto de lei complementar relativa ao Sistema Financeiro Nacional, com fundamento no artigo 192, da Constituição brasileira de 1988 (em sua redação original). Tal argumento não foi acolhido pelo STF. Nesse sentido: “**Evidentemente, não havia qualquer inconstitucionalidade na LRF. Se a norma questionada fosse reconhecida como matéria de lei complementar, prevaleceria a LRF. Se não fosse, a antinomia se resolveria segundo os princípios da hermenêutica jurídica e não pela declaração de inconstitucionalidade.** Outro não foi o entendimento do relator: ‘tratando-se de normas que não se revestem de caráter de lei complementar, enquanto inseridas em diploma da espécie, é fora de dúvida que a antinomia, no caso, haverá de ser resolvida segundo os princípios aplicáveis à espécie, sem nenhuma conotação de natureza constitucional, não havendo que se falar, por isso, em ofensa ao art. 62 da CF ou ao princípio da razoabilidade’” (OLIVEIRA, 2013, p. 725. Grifado).

²³⁹

Disponível

em:

<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=11786143&prclID=1829732&ad=s#>. Acesso em: 31.08.2019.

reservas – passaram a ser transferidos para o Tesouro, constituindo em receita. Essa mudança tinha uma razão: como os ganhos de um Banco Central decorrem basicamente da senhoriagem, ou seja, da emissão de moeda, e sendo essa emissão monopólio do Estado, os seus resultados deveriam ser apropriados pela União, transformando-se em receita pública e, através do orçamento, controlado pelo Congresso Nacional. **Observe-se que eventuais resultados negativos, nesse novo sistema, seriam compensados no patrimônio líquido e com o resultado de exercícios seguintes.**

04. Até o segundo semestre de 1994, os resultados negativos do Banco Central só excepcionalmente ocorriam. Nesse exercício, após a entrada em vigor do Real, o Banco apresentou um resultado negativo expressivo, de R\$ 14,4 bilhões (em valores de dezembro/99), o qual foi lançado contra o patrimônio da instituição, aguardando cobertura futura.

05. O Banco Central, no entanto, continuou a ter resultados negativos ou resultados positivos inexpressivos, nos semestres que se seguiram, em consequência do custo público da política cambial adotada pelo governo e do modo como o estado brasileiro financiou a valorização artificial da moeda nacional. Constatando-se, em dezembro de 1995, que o patrimônio líquido do Banco Central se tornara negativo, o balanço seguinte mudou a classificação do resultado negativo, que foi retirado do patrimônio líquido e transferido para resultados a compensar.

06. Em dezembro de 1998, a Medida Provisória 1789 (atual MP 1980-20) determinou que o resultado negativo do Banco Central deveria ser transferido para o Tesouro automaticamente, sendo pagos em moeda ou pela emissão de títulos, até o décimo dia útil do exercício seguinte ao da publicação do balanço da autarquia.

07. Vem agora a Lei de Responsabilidade Fiscal sacramentar essa prática recentemente estabelecida.

08. Veja-se: qualquer resultado negativo do Banco Central, qualquer que seja o seu vulto, sem nenhuma limitação, passa a constituir-se em obrigação do Tesouro, sendo consignado em dotação específica no Orçamento.

09. O art. 167, VII, da Constituição Federal, no entanto, dispõe que:

“Art. 167. São vedados:

.....
VII – a concessão ou utilização de créditos ilimitados;”

10. No entanto, é isso exatamente o que se faz aqui. **O Banco Central poder ter resultados negativos sem limitação, na tranquila certeza de que esse resultado será absorvido como obrigação do Tesouro Nacional, é exatamente um crédito ilimitado que se lhe é aberto.** (Grifado)

A ação (ADI n. 2.238-DF) foi proposta em julho de 2000, pouco tempo após a sanção da LRF. O pedido de suspensão cautelar da vigência do artigo 7º, § 1º, foi negado em julgamento que foi concluído, neste ponto, em 22 de fevereiro de

2001.²⁴⁰ Na ocasião, o plenário do STF afastou a inconstitucionalidade material do dispositivo. Foi acolhido entendimento do relator, cujo voto²⁴¹ apresentou a seguinte fundamentação:

5. Art. 7º, § 1º, segundo o qual o resultado negativo do Banco Central constituirá obrigação do Tesouro para com este, qualquer que seja o resultado, sem nenhuma limitação.

Para os autores, as normas ofendem o art. 167, VII, da Constituição, que veda a concessão e a utilização de créditos ilimitados.

Manifesto que, no caso, não se está diante de concessão ou utilização de créditos pelo Poder Público e, muito menos, de forma ilimitada, razão pela qual a alegação não merece acolhida.

A justificativa apresentada na apreciação do pedido cautelar foi breve. Dada a relevância e o montante dos valores que envolvem os resultados do BCB e o impacto nas políticas monetária e fiscal, o STF poderia ter aprofundado a análise. Deveria ter sido abordada, por exemplo, a exigência de simetria quanto ao tratamento dos resultados do BCB: se o Tesouro tem como receita o resultado positivo (além da remuneração das disponibilidades da Conta Única), cabe-lhe também arcar com o eventual resultado negativo, tal como acontece nos países cujo relacionamento entre banco central e tesouro adota o modelo “agente/principal” (FERNANDES, 2016, p. 527).

Ressalte-se que o suporte do Tesouro Nacional ao BCB não afasta a possibilidade de constituição de reserva de resultados pela autoridade monetária (conforme previsto pela LRF),²⁴² de modo a atenuar a necessidade de

²⁴⁰ “Vistos, relatados e discutidos estes autos, acordam os Ministros do Supremo Tribunal Federal, por seu Tribunal Pleno, na conformidade da ata do julgamento e das notas taquigráficas: (...) V – por unanimidade, **indeferir o pedido de suspensão cautelar** do inciso II do § 2º do artigo 4º; do § 4º do artigo 4º; do artigo 7º, caput; **do § 1º do artigo 7º** e do § 5º do artigo 9º, todos da Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000. Ainda por unanimidade, não conhecer da ação no que toca aos §§ 2º e 3º do artigo 7º. E, também por unanimidade, deferir o pedido de medida cautelar para suspender a eficácia do § 3º do artigo 9º da mesma lei complementar. Votou o Presidente. Em seguida, o julgamento foi adiado por indicação do Ministro-Relator. 22.02.2001;” (Grifado). Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=547193>. Acesso em 31.08.2019.

²⁴¹ Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=547193>. Acesso em: 31.08.2019.

²⁴² “**Uma vez apurado o resultado dos bancos centrais é preciso saber o que fazer com o lucro ou prejuízo.** Dado que os BCs exercem suas atividades por delegação governamental, e que se constituem em instituição sem fins lucrativos, uma possibilidade é que seus **lucros sejam repassados ao Tesouro. De forma simétrica, faz sentido que os eventuais prejuízos dos BCs sejam cobertos pelo respectivo Tesouro.** Outra possibilidade seria o BC, em vez de transferir o resultado para o Tesouro, constituir reservas patrimoniais em anos com lucros e utilizá-las para

destacamento de recursos do orçamento da União (ainda que oriundos de emissão de dívida pública) para compensação ou cobertura de resultados negativos.

Além disso, o suporte do Tesouro Nacional não atenua o dever de o BCB explicitar e justificar os objetivos, as estratégias, os resultados e os custos de toda as suas operações. Em resumo, o dever de *accountability* por parte do BCB, como contrapartida à sua autonomia operacional de direito e de fato.²⁴³ Nesse sentido, e principalmente por ser composto por agentes não eleitos e que não são, a princípio, expostos à responsabilidade política (TUCKER, 2018), o BCB tem o dever de justificar de modo transparente todos os fundamentos econômicos, jurídicos e políticos das opções e dos instrumentos de execução da política monetária.

Em todo caso, o entendimento adotado pelo STF, no julgamento do pedido cautelar na ADI 2.238-DF, não merece reparo no que tange ao artigo 7º, da LRF. Acertou, portanto, ao confirmar que a opção adotada não configura concessão de crédito ilimitado e, assim, não viola a Constituição brasileira de 1988 (artigo 167, VII). Com efeito:

O cumprimento de obrigação imposta por lei não configura concessão de crédito ilimitado. Não é a lei criadora da obrigação que concede o crédito, atribuição da lei orçamentária anual. Há outras normas legais e constitucionais que impuseram à União obrigações compulsórias, geradoras das chamadas despesas obrigatórias, as quais devem ser cumpridas independentemente do montante a ser suportado pelo Orçamento, a exemplo dos benefícios previdenciários (OLIVEIRA, 2013, p. 724. Grifado).

Não se trata, pois, de crédito ou dotação orçamentária ilimitada. Até porque o resultado negativo somente será coberto no orçamento do exercício seguinte ao da aprovação do balanço do BCB. Dessa forma, no momento da elaboração da

cobrir prejuízos quando estes ocorressem. Como mostra Stella (1997), as duas opções (transferência ou constituição de reservas) não substituem perfeitamente uma à outra e podem ter consequências relevantes sobre as políticas monetária e fiscal” (MENDES, 2016, p. 213. Grifado).

²⁴³ “O fornecimento do bem público ‘moeda’ dependeria de políticas de longo prazo, de modo que o padrão monetário possa desempenhar suas funções de forma adequada no sistema econômico. A centralização das funções monetárias na esfera do Poder Executivo, em especial na estrutura do banco central, decorre do funcionamento dos mecanismos de gestão da moeda. **No entanto, isso não implica restringir o horizonte de contestação pública, tampouco da responsabilização de órgãos estatais que operam de forma autônoma em relação ao espaço político** (DURAN, 2013, p. 31. Grifado).

LOA, o valor eventualmente a ser coberto já é conhecido e a dotação ao final aprovada terá valor limitado.

Procedimento semelhante ocorre com as dívidas decorrentes de decisões judiciais transitadas em julgados, cujo pagamento é feito pelo procedimento de precatório. A inclusão, na lei orçamentária do exercício seguinte, dos valores apresentados até 31 de julho do ano corrente não é concessão de crédito ilimitado.²⁴⁴ É bem verdade que o regime de precatórios tem fundamento constitucional, ao contrário das regras de apuração de resultado do BCB. No entanto, as situações mostram-se equivalentes em sua essência, pois em ambas as dotações previstas nas leis orçamentárias apresentam valores definidos e limitados.

No caso da atuação do BCB, é importante frisar seu dever de transparência, estabelecido pela LRF (artigo 7º, § 2º e § 3º, e artigo 9º, § 5º), de modo a expor suas opções, estratégias, resultados e custos. Os parâmetros são estabelecidos pela Lei de Diretrizes Orçamentárias e no “anexo específico sobre os objetivos da política monetária, cambial e creditícia”, de modo que os resultados (positivos ou negativos) sejam explicitados quanto ao impacto e aos custos fiscais “das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil na execução de suas políticas”. Nesse sentido, a Lei n. 13.898, de 11 de novembro de 2019, estabelece (como ocorreu com as LDO’s dos exercícios anteriores):

Art. 147. O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil na execução de suas políticas serão demonstrados nas notas explicativas dos balanços e dos balancetes trimestrais, para fins do disposto no § 2º do art. 7º da Lei Complementar nº 101, de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal, divulgados em sítio eletrônico, e conterão:

- I - os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional;
- II - os custos de manutenção das reservas cambiais, demonstrando a composição das reservas internacionais com

²⁴⁴ Constituição brasileira de 1988:

“Art. 100. Os pagamentos devidos pelas Fazendas Públicas Federal, Estaduais, Distrital e Municipais, em virtude de sentença judiciária, far-se-ão exclusivamente na ordem cronológica de apresentação dos precatórios e à conta dos créditos respectivos, proibida a designação de casos ou de pessoas nas dotações orçamentárias e nos créditos adicionais abertos para este fim.

(...)

§ 5º É obrigatória a inclusão, no orçamento das entidades de direito público, de verba necessária ao pagamento de seus débitos, oriundos de sentenças transitadas em julgado, constantes de precatórios judiciais apresentados até 1º de julho, **fazendo-se o pagamento até o final do exercício seguinte, quando terão seus valores atualizados monetariamente.**” (Grifado).

metodologia de cálculo de sua rentabilidade e do custo de captação; e

III - a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.

Parágrafo único. As informações de que trata o caput constarão também de relatório a ser encaminhado ao Congresso Nacional, no mínimo, até dez dias antes da reunião conjunta prevista no § 5º do art. 9º da Lei Complementar nº 101, de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal.

Art. 148. A avaliação de que trata o art. 9º, § 5º, da Lei Complementar nº 101, de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal será efetuada com fundamento no anexo específico sobre os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, bem como as metas de inflação estimadas para o exercício de 2020, conforme o disposto no § 4º do art. 4º daquela Lei Complementar, observado o disposto no inciso I do caput do art. 10 desta Lei.

Parágrafo único. A avaliação mencionada no caput incluirá a análise e justificativa da evolução das operações compromissadas do Banco Central do Brasil no período.

Voltando às regras que regem a apuração e destinação do resultado do BCB, constata-se que o quadro normativo descrito é compatível com balanços que geram resultados pouco oscilantes, especialmente no caso de bancos centrais cujos ativos e passivos são pouco expostos à marcação a mercado, como câmbio ou o valor de mercado de títulos de dívida privada. Para bancos centrais que apresentam resultados voláteis, tais regras brasileiras poderiam levar ao comprometimento do patrimônio líquido ao longo dos exercícios.

No entanto, o BCB passou a aumentar o montante de reservas em moeda estrangeira e tal estratégia deixou seu balanço exposto a variações cambiais, a partir da metade da primeira década do Século XXI.²⁴⁵ O resultado foi a sucessão

²⁴⁵ “A realidade brasileira de baixo estoque de reservas internacionais alterou-se com a estratégia de forte crescimento de seu montante a partir de meados dos anos 2000, que se estendeu até o início da década seguinte (...). **Frente ao cenário de ampla liquidez internacional e ao boom das commodities, o BCB adotou uma estratégia deliberada de diminuição de seu passivo externo e de acúmulo de reservas internacionais, assumindo como foco principal a estratégia de fortalecimento da posição externa do país, seja diretamente – mediante a constituição de um colchão de liquidez em moeda estrangeira –, seja indiretamente – via impacto positivo sobre os ratings externos (...).** A autoridade monetária passou, então, a enfrentar duas novas realidades: i) expressivo aumento de ativos denominados em moeda forte, em seu balanço, e ii) necessidade crescente de realizar operações de esterilização, para fazer frente à expansão de liquidez ocasionada pela sua atuação de comprador de dólares no mercado à vista. **A manutenção da utilização do método de marcação a mercado (MaM) sobre o crescente estoque de reservas internacionais provocou o aumento da sensibilidade do balanço do BCB ao movimento da taxa de câmbio,** o que se deve ao fato de o balanço da autoridade monetária ser contabilizado em reais e de se utilizar a MaM sobre a totalidade do

de elevados resultados positivos e negativos, com forte impacto nos demais componentes da política fiscal e monetária.²⁴⁶

Nesse contexto, a solução adotada consistiu em separar a apuração do resultado dos ativos em moeda estrangeira e operações cambiais (e derivativos) do resultado das demais operações do BCB, com o objetivo de proteger o patrimônio líquido da autoridade monetária das oscilações verificadas. O BCB passaria a apurar dois resultados semestrais: 1) o de ativos e operações com moeda estrangeira e 2) o das demais operações.

Assim, foi editada a Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008, posteriormente convertida na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008. Sobre esse ponto, a Exposição de Motivos da MP²⁴⁷ indicou os seguintes fundamentos:

- 6. O Banco Central do Brasil, atento às diretrizes fixadas pelo Governo brasileiro, tem buscado reforçar as reservas cambiais do País, principalmente mediante aquisições no mercado de câmbio doméstico.** Dessa forma, observadas as preocupações de não interferir na formação da taxa de câmbio e não impor volatilidade, tendências ou limites artificiais ao mercado, o Banco Central do Brasil vem agindo resolutamente no sentido de fortalecer a posição externa do País, reduzindo sua exposição a crises externas. Deve-se recordar que, a partir da adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, as taxas de câmbio no País passaram a ser livremente definidas em função das operações praticadas pelos agentes econômicos em mercado, sem interferência sistemática da autoridade monetária.
- 7. Ocorre que, ao adquirir divisas, o Banco Central do Brasil necessita vender títulos de sua carteira, com o objetivo de esterilizar o acréscimo de liquidez resultante das intervenções no mercado de câmbio, considerados constantes os outros fatores condicionantes da liquidez na economia.** Essa troca de ativos internos por externos acarreta um desequilíbrio estrutural nas contas da autoridade monetária, cujo

estoque de reservas internacionais, expressa no balanço patrimonial (BP) da autoridade monetária à taxa de câmbio de seu fechamento semestral” (VIANA, 2018, p. 51-52. Grifado).

²⁴⁶ Como exemplo de volatilidade, note-se que no exercício de 2008 (o primeiro de vigência da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008), o balanço do BCB indicou que “O resultado no período foi **positivo em R\$13.345.393 (R\$47.514.139 negativo em 2007)** e decorreu basicamente da rentabilidade dos títulos públicos federais que o Bacen mantém em carteira. A diferença em relação ao resultado de 2007 decorre da edição da Lei 11.803/2008, que definiu as operações de equalização cambial entre o Bacen e o Tesouro (...). O resultado do primeiro semestre (R\$3.172.740) foi transferido ao Tesouro Nacional em setembro/2008 e o resultado do segundo semestre (R\$10.172.653) será transferido até o décimo dia útil após a aprovação das demonstrações financeiras pelo CMN (...). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslari/BD200812DF-dezembro2008.pdf>. Acesso em 31.08.2019.

²⁴⁷ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Ato2007-2010/2008/Exm/EMI-34-MF-BCB-Mpv-435-08.htm. Acesso em: 31.08.2019.

passivo constitui-se basicamente de obrigações em moeda nacional com residentes no País.

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

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

10. Diante do exposto, propomos adotar, conjuntamente com a cessão de títulos do Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil, acima referida, **um mecanismo destinado a reduzir a volatilidade do resultado do Banco Central do Brasil, mediante a transferência, para a União, do resultado financeiro das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil, desde 2 de janeiro de 2008, com reservas cambiais e, no mercado interno, com derivativos cambiais.** Deve-se salientar que tal procedimento contábil não altera o fluxo financeiro entre os dois entes, de modo que a medida não acarreta custos adicionais para o Tesouro (Grifado).

Buscou-se, com tais regras, reduzir a exposição de ativos e operações com moeda estrangeira à variação cambial. Conforme o balanço do BCB do segundo semestre de 2008,²⁴⁸ elaborado sob a nova metodologia, tem-se que:

No exercício de 2008 foram instituídas as operações de equalização cambial entre o Tesouro e o Bacen por meio da edição da Medida Provisória 435/2008, convertida na Lei 11.803, de 5.11.2008. **O objetivo é dar maior transparência aos resultados das operações da autoridade monetária e reduzir a volatilidade de seu resultado, derivada do crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais (...)** volatilidade essa que prejudica a análise, por parte dos agentes econômicos nacionais e internacionais, do resultado das operações de política monetária, função principal da autarquia. (Grifado)

²⁴⁸ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/BD200812DF-dezembro2008.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

Para tanto, alterou-se procedimento de apuração do resultado da autoridade monetária, separando-se os ativos e operações que envolviam divisas internacionais dos demais ativos e operações em moeda nacional. Os resultados decorrentes de moeda estrangeira passaram a ser segregados e repassados diretamente ao Tesouro Nacional (ou por ele cobertos) de modo a não mais impactar o balanço patrimonial do BCB. Passou-se a adotar o mecanismo de “zeragem diária e automática” dos efeitos das oscilações cambiais sobre as reservas internacionais e sobre as operações com derivativos cambiais.²⁴⁹

A descrição das regras para apuração e destinação (ou cobertura) do resultado do BCB, sob a vigência da MP 435, de 26 de junho de 2008 (convertida na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008) será feita na seção seguinte.

4.4.2 Resultado do BCB com elevado volume de reservas internacionais

Conforme trecho da Exposição de Motivos da MP n. 435, de 26 de junho de 2008,²⁵⁰ transcrito acima, as alterações nas regras de apuração e destinação do resultado do BCB tinham o objetivo de diminuir a exposição do balanço da autoridade monetária às oscilações cambiais.²⁵¹

Tais oscilações, àquela época, apresentavam amplitude e valores elevados, em razão do significativo aumento das reservas em moeda estrangeira,

²⁴⁹ “Percebe-se, pois, que o referido mecanismo logrou êxito em excluir, da apuração do resultado do BC, a volatilidade patrimonial da autoridade monetária. Em outras palavras, desde a edição da MP nº 435, de 2008, os ganhos e perdas com variação cambial – em razão da “zeragem” diária e automática produzida pela operação de equalização cambial – não mais são computados na apuração do resultado patrimonial semestral da autoridade monetária. Ou seja, a partir da equalização cambial, apenas as operações que não tenham relação com variação cambial é que integram a apuração do resultado do BC” (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 177-178).

²⁵⁰ Note-se que a MP n. 435 foi editada em 26 de junho de 2008. Anterior, pois, ao momento considerado como marco da crise de 2008, qual seja, a falência do banco de investimentos Lehmann Brothers, ocorrida em setembro de 2008.

²⁵¹ Conforme artigo 1º, a mencionada MP tinha os seguintes objetivos:

“Art. 1º Esta Medida Provisória dispõe sobre a **carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil** para fins de condução da política monetária, sobre o **resultado financeiro das operações com reservas e derivativos cambiais**, sobre as **sistemáticas de pagamento e de compensação de valores envolvendo a moeda brasileira em transações externas** e sobre a **utilização do superávit financeiro das fontes de recursos existentes no Tesouro Nacional em 31 de dezembro de 2007.**” Destes, apenas o resultado financeiro das operações com reservas e derivativos cambiais será objeto desta seção.

administradas pelo BCB. Tais variações, justificava-se na ocasião, poderiam comprometer o patrimônio líquido do BCB e pôr em xeque sua capacidade de atingir suas atribuições, enquanto executor das decisões de política monetária.

A segregação do resultado de operações cambiais (equalização cambial) fundamentou-se no artigo 6º dos referido instrumento normativo (Grifados):

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

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

II - **se negativo**, obrigação da União com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o **décimo dia útil do exercício subsequente** ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.²⁵²

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

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

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

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

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

²⁵² Artigo 5º, da mesma lei: “Art. 5º Para pagamento dos valores a que se referem os arts. 2º, inciso II, 4º, 7º, § 1º, e 9º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001, e o inciso II do art. 6º desta Lei, **poderão ser emitidos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna** adequados aos fins de política monetária, com características definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda.” (Grifado)

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

O ponto essencial de tal alteração é que, com sua entrada em vigor, as variações cambiais não mais comporiam o resultado do BCB, sob a justificativa de preservar seu patrimônio líquido. No entanto, mesmo fora do balanço e do cálculo do patrimônio líquido do BCB, a variação cambial não deixou de existir. Suas causas permaneceram: elevado volume de reservas internacionais²⁵³ e exposição à variação cambial. E esse quadro se acentuou principalmente em razão dos efeitos da crise financeira internacional, iniciada em 2008.

Desse modo, mesmo com a alteração da metodologia de apuração e da segregação das contas cambiais, o resultado continuou a impactar o relacionamento entre BCB e o Tesouro Nacional, em razão do aumento do fluxo de dinheiro e de títulos públicos entre ambos os lados da relação (CARVALHO JUNIOR, 2016; MENDES, 2016; FERREIRA, 2016b; VIANA, 2018).

O fator mais relevante, repita-se, foi a elevada dimensão das reservas em moeda estrangeira mantidas pela autoridade monetária. Sua redução gera externalidades, como a redução da liquidez na economia nacional e a diminuição da demanda por operações compromissadas (o que, inclusive, reduziria os custos

²⁵³ **“Essa tendência disseminada de aumento das reservas externas entre os países em desenvolvimento reacendeu a antiga discussão a respeito do nível adequado dessas reservas. Um ponto de partida para abordar o assunto é lembrar que as reservas são ativos externos sob controle das autoridades monetárias e prontamente utilizáveis para atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos. Sendo assim, as reservas servem como espécie de seguro contra os efeitos de interrupções inesperadas na disponibilidade externa de recursos, fato que usualmente afeta negativamente o setor real da economia, notadamente produção, emprego e consumo.**

Mas, ao contrário dos seguros usuais, as reservas não atuam apenas depois que ocorrem crises no balanço de pagamentos, blindando o país dos seus efeitos perniciosos. Elas servem também para evitar que as próprias crises ocorram, ao informar aos agentes econômicos que o país está suficientemente protegido contra acontecimentos externos imprevistos relevantes. **Dito de outra forma: a existência de um bom nível de reservas sinaliza aos agentes econômicos que o governo detém munição suficiente para agir no caso de crise externa, que redunde em fuga de capitais ou fenômenos correlatos.**

Trata-se de uma discussão complexa, pois o nível adequado de reservas depende do contexto financeiro internacional no qual o país está inserido e de suas características específicas. Em um ambiente internacional globalizado, com elevados e por vezes voláteis fluxos de capital entre fronteiras, tal qual o observado desde meados dos anos 1990, a necessidade de reservas precaucionais é certamente maior do que a verificada nas décadas de 1950 e 1960, quando as transações correntes com bens e serviços predominavam amplamente em relação às transações de capital” (PELLEGRINI, 2017b, p. 21-22).

da dívida pública brasileira). Em todo caso, tal redução requer cálculos complexos para determinar o tamanho ideal das reservas e para redução gradual do volume.²⁵⁴

Conforme Carvalho Junior (2016), a equalização cambial, com fundamento na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, era feita da seguinte forma:

Basicamente, conforme estabelecem os dispositivos acima, a equalização cambial consiste no seguinte: (i) apuram, diariamente, as oscilações provocadas pela variação da taxa de câmbio sobre os saldos, em reais, das reservas internacionais e dos derivativos cambiais; (ii) caso essa oscilação seja positiva – aumento do saldo dos respectivos ativos, portanto – registra-se, de imediato, um passivo, de igual monta, para a autoridade monetária; e (iii) caso essa oscilação seja negativa – redução dos saldos dos respectivos ativos –, registra-se um outro ativo, de igual monta, para o BC.

A operação de equalização cambial também poderia ser explicada com outras palavras, como segue: (i) se, em determinado dia, a taxa de câmbio aumenta – o real se desvaloriza, portanto –, então ocorre um aumento no saldo, em reais dos ativos do BC indexados à taxa de câmbio; (ii) de acordo com o regime contábil da competência, referido aumento no saldo do ativo deve ser registrado como uma receita para o BC; (iii) a operação de equalização cambial, no entanto, determina que se registre, no mesmo dia e em igual monta, um passivo para o BC; (iv) também de acordo com o regime de competência, o aumento de referido passivo deve ser registrado como uma despesa para a autoridade monetária; (v) no fim do dia, portanto, os ganhos oriundos da oscilação positiva na taxa de câmbio são anulados pelo registro de um passivo no patrimônio do BC.

²⁵⁴ “Caso houvesse a intenção de ir além no ajuste [redução do tamanho do balanço do BCB], haveria a necessidade de providências complementares que reduzissem outras contas ativas e passivas do balanço patrimonial do Banco Central. Duas possíveis candidatas são as outras duas grandes contas desse balanço: **reservas internacionais** e **compromissadas**. **Um modo de lograr a redução conjunta dessas duas contas seria a venda de parte das reservas internacionais, parte essa calculada com base em alguma métrica de nível adequado de reservas**. A contrapartida pelo lado do passivo dessa redução do ativo seria justamente a redução das compromissadas, pois a venda de reservas provocaria excesso de liquidez no mercado, a ser enxugada com o resgate de compromissadas.

Evidentemente, a política de venda de reservas não se justificaria pela simples vontade de reduzir o tamanho do Banco Central. Seria a eventual opção por usar as reservas para resgatar a dívida pública (no caso, compromissadas) que traria como efeito colateral benéfico a redução do tamanho do Banco Central. **Isso porque a decisão pela venda de reservas é deveras complexa e, se fosse adotada, teria que ser de modo gradual e após atendida certas condições, notadamente o encaminhamento do ajuste fiscal.** Do contrário, os potenciais efeitos negativos da decisão poderiam ser significativos, notadamente sobre o risco país e a taxa de câmbio.

A título de exercício, considere-se a redução de cerca de US\$ 60 bilhões das reservas com resgate simultâneo das compromissadas. A uma taxa de câmbio de R\$ 3,90, tal montante levaria à redução extra de R\$ 234 bilhões do tamanho do Banco Central, 3,6% do PIB, além dos 9,9% do PIB já indicados, expressos na redução do saldo da conta única e da carteira de títulos do Banco Central” (PELLEGRINI, 2018, p. 08. Grifado).

No que tange à redução da taxa de câmbio, a equalização funciona da seguinte forma: (i) se, em determinado dia, a taxa de câmbio diminui – o real se valoriza, portanto –, então ocorre uma redução do saldo, em reais, dos ativos do BC indexados à taxa de câmbio; (ii) de acordo com o regime contábil da competência, referida redução de saldo de um ativo deve ser registrada como uma despesa para o BC; (iii) a operação de equalização cambial, no entanto, determina que se registre, no mesmo dia e em igual monta, um outro ativo para o BC; (iv) também de acordo com o regime de competência, o aumento de referido ativo deve ser registrado como uma receita para a autoridade monetária; (v) no fim do dia, as perdas oriundas da oscilação negativa na taxa de câmbio são anuladas, portanto, pelo registro de um ativo no patrimônio no BC.

(...)

Assim, caso o montante dos passivos registrados em função da equalização cambial seja maior que os ativos assim registrados, então significa que, ao longo do semestre, as variações na taxa de câmbio provocaram, originalmente – antes de cada equalização diária –, receitas maiores do que despesas, ou seja, um resultado positivo com variações cambiais. No entanto, caso o montante dos ativos registrados em razão da equalização cambial seja maior que o montante dos passivos, então significa que, ao longo do semestre, as variações na taxa de câmbio produziram – antes de cada equalização diária – despesas maiores que receitas, ou seja, um resultado negativo com variações cambiais (CARVALHO JUNIOR, 2016, p. 176. Grifado).

Concluído o registro diário dos resultados positivos ou negativos da variação cambial, é realizada a consolidação, ao final de cada semestre, do resultado cambial. O cálculo abrange “o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, nele incluído seu patrimônio líquido” (artigo 6º, §1º, I).

No caso do resultado das operações com derivativos cambiais, o cálculo era menos complexo: o somatório dos valores dos “ajustes periódicos dos contratos de derivativos cambiais firmados pelo Banco Central do Brasil no mercado interno” (artigo 6º, § 1º, II).

Em suma, se em um semestre, houvesse aumento do valor do Dólar frente ao Real, a tendência seria de o resultado cambial ser positivo (e seu produto, creditado na Conta Única do Tesouro em dinheiro). Caso contrário, se ao longo do semestre houvesse movimento de queda do valor do Dólar em comparação ao Real, a tendência seria de o resultado cambial ser negativo (que, por sua vez,

seria coberto pelo Tesouro Nacional, não em dinheiro, mas mediante títulos públicos, conforme artigo 5º, da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008).

Pode-se afirmar que, ao longo dos anos em que essa metodologia esteve em vigor, a equalização cambial atingiu o objetivo apresentado para sua criação: preservar o patrimônio líquido do BCB dos efeitos da volatilidade cambial.

Na verdade, mais do que preservar, houve aumento significativo do montante do PL do BCB, após a vigência da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008. Tal fato pode se inferido dos valores apresentados em seus balanços, conforme tabela abaixo:

Tabela 15: Patrimônio líquido do BCB (em R\$)

ANO	PL	ANO	PL
2000	3.472.415.000	2010	15.958.637.000
2001	5.263.698.000	2011	18.830.516.000
2002	5.254.045.000	2012	21.524.159.000
2003	7.044.102.000	2013	18.596.394.000
2004	10.020.788.000	2014	18.710.015.000
2005	8.578.687.000	2015	103.481.550.000
2006	13.720.738.000	2016	125.816.034.000
2007	1.006.654.000	2017	124.243.379.000
2008	14.227.611.000	2018	126.665.323.000
2009	20.098.650.000	2019*	131.220.702.000*

* Valor apurado até novembro de 2019, conforme balanço referente ao mencionado mês.

Fonte: BCB (Balanços semestrais). Elaboração própria.

Mesmo se tratando de valores históricos e sem correção inflacionária, pode-se observar dois fatos relevantes: até 2007, principalmente entre 2004 e 2007, houve grande oscilação do PL do BCB. Após 2008, houve sensível aumento de seu montante. Partiu-se de R\$ 14 bilhões para R\$ 131 bilhões, em novembro de 2019. Sob esse parâmetro, o BCB manteve sua força financeira ao longo dos anos posteriores à crise financeira de 2008.²⁵⁵

²⁵⁵ *"In essence, the, central banks need not have capital nor even positive net worth to function in a technical sense. Eventually, however, their balance sheets deteriorate to a point where they either must abandon control over inflation, repress the financial system, become reliant on constant infusions from the treasury, of – the last alternative – be recapitalized. These options, save the last, either force the abandonment of an important central bank objective or jeopardize its independence. An independent central bank must therefore be mindful of developments in its balance sheet and in its profit and loss statement. Most directly, rules governing the accounting practices followed by the bank, and those determining the annual*

No entanto, a preservação (e aumento) do patrimônio líquido do BCB apresentou consideráveis efeitos colaterais, pois permitiu elevado fluxo de recursos financeiros fora do orçamento da União, proporcionou aumento do endividamento público e foi objeto de questionamentos jurídicos e econômicos ao longo dos últimos anos. Observe-se:

(...) o relacionamento entre o Banco Central do Brasil (BCB) e o Tesouro Nacional (TN) se deteriorou consideravelmente, em meio ao forte processo de acúmulo de reservas internacionais e ao advento da Lei nº 11.803 de 2008. A compreensão equivocada da importância do patrimônio líquido (PL) de um banco central levou as autoridades a criarem o mecanismo de equalização cambial, no bojo dessa Lei. Embora esse mecanismo tenha sido efetivo em preservar contabilmente o patrimônio líquido do BCB, gerou-se como consequência um sistemático processo de transferências de moeda e títulos públicos entre o BCB e o TN, e uma confusão entre resultados realizados e não realizados.

A consequência desse processo foi o forte crescimento do volume de títulos públicos em carteira do BCB e de disponibilidades monetárias na Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN). Sendo que, neste último caso, o efeito foi majorado devido ao fato de o saldo da CUTN ser remunerado por uma taxa de juros elevada (próxima à Selic), retroalimentando, assim, as vultosas disponibilidades de origem não realizada à disposição do TN.

Como efeito, os resultados cambiais positivos transferidos ao TN, direta ou indiretamente (remuneração de seu elevado saldo na CUTN), foram, como visto, fartamente utilizados para: **i) resgatar títulos públicos em mercado; ii) financiar de forma extraorçamentária a capitalização de instituições financeiras federais (IFF), destacadamente o BNDES; e, iii) contribuir, de maneira fundamental, para que o governo federal venha cumprindo formalmente a Regra de Ouro das finanças públicas** (VIANA, 2018, p. 114. Grifado).

No âmbito jurídico, houve questionamentos quanto à constitucionalidade da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008. Tanto de caráter formal, quanto material.

Sob o primeiro aspecto, afirmava-se que a equalização cambial não poderia ser veiculada por lei ordinária, porque estaria a tratar norma geral de finanças públicas, matéria que deveria ser objeto de lei complementar, conforme o artigo 163²⁵⁶ e artigo 165, § 9º,²⁵⁷ II, ambos da Constituição brasileira de 1988. Nesse

transfer of profit and coverage of losses must be clear and adequate to prevent a serious deterioration in central bank net worth" (STELLA, 1997, p. 12).

²⁵⁶ Art. 163. Lei complementar disporá sobre:

sentido, igualmente, tal tema não poderia ter sido veiculado por medida provisória (não obstante a MP n. 435, de 26 de junho de 2008), em face da vedação prevista no artigo 62, § 1º, III,²⁵⁸ do texto constitucional.

Essa discussão foi levada ao Tribunal de Contas da União, por meio de seus órgãos internos, em procedimento de auditoria no BCB e na STN. No entanto, o TCU adotou o entendimento de que a matéria não seria privativa de lei complementar, pois a lei estaria a normatizar questões específicas da União (no caso, a metodologia de apuração do resultado da autoridade monetária). Assim, afastou a alegação de inconstitucionalidade formal da lei que criou a equalização cambial, nos termos do Acórdão 1.259/2011 (BRASIL, 2011).

Na ocasião, o TCU acolheu o posicionamento de sua Consultoria Jurídica, no sentido de que a exigência de lei complementar para finanças públicas (artigos 163 e 165, § 9º, da Constituição brasileira de 1988) diz respeito ao estabelecimento de normas gerais aplicáveis a todos os níveis de governo.²⁵⁹ Atualmente, essa função é exercida principalmente pela Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, e pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Assim, existentes as normas gerais, caberia a cada um dos entes detalhar e normatizar suas demandas, por meio de leis específicas, sem contudo extrapolar os limites das leis de cunho nacional.

I - finanças públicas;

II - dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público;

III - concessão de garantias pelas entidades públicas;

IV - emissão e resgate de títulos da dívida pública;

V - fiscalização financeira da administração pública direta e indireta;

VI - operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

VII - compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional.

²⁵⁷ Art. 165. (...)

§ 9º Cabe à lei complementar:

(...)

II - estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta bem como condições para a instituição e funcionamento de fundos.

²⁵⁸ Art. 62. Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional.

(...)

§ 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria:

(...)

III – reservada a lei complementar;

²⁵⁹ “Tem-se, assim, que o conteúdo dos artigos 163 e 165, § 9º, II, da Constituição Federal diz respeito à necessidade de edição de normas gerais de finanças públicas, não havendo tratamento específico de matérias, lei esta que venha a substituir a Lei 4.320/64 e que tratará sobre ‘normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal’” (BRASIL, 2011, p. 38).

Em suma, para o TCU, não haveria reserva de lei complementar para a edição de regras quanto à metodologia de apuração do resultado do BCB. Bastaria, para tanto, a edição de lei ordinária. Assim, o artigo 7º, da LRF, estaria a veicular matéria de lei ordinária no formato de lei complementar. Note-se:

27. Como se vê, até a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, a questão referente à transferência de resultados financeiros entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional sempre foi tratada por meio de lei ordinária, não tendo havido até então qualquer questionamento acerca da necessidade de edição de lei complementar para a regulamentação da matéria.

28. Curiosamente, somente depois de ter havido o disciplinamento da matéria pela Lei de Responsabilidade Fiscal, cuja natureza, como se sabe, é de lei complementar, é que houve o questionamento acerca da constitucionalidade da matéria, tendo o Supremo Tribunal Federal, por ocasião do julgamento da Medida Cautelar na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.238, quando da análise da própria Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101), asseverado que a matéria tratada no art. 7º da LRF não exigia a regulação por lei complementar. Veja-se, respectivamente, no que interessa, a ementa e trecho do voto condutor da decisão:

EMENTA: CONSTITUCIONAL. MEDIDA CAUTELAR EM AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. LEI COMPLEMENTAR Nº 101, DE 04 DE MAIO DE 2000 (LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL). MEDIDA PROVISÓRIA Nº 1.980- 22/2000.

Lei Complementar nº 101/2000. Não-conhecimento.

I - Os §§ 2º e 3º do art. 7º da LC nº 101/00 veiculam matérias que fogem à regulação por lei complementar, embora inseridas em diploma normativo dessa espécie. Logo, a suposta antinomia entre esses dispositivos e o art. 4º da Medida Provisória nº 1.980-22/00 haverá de ser resolvida segundo os princípios hermenêuticos aplicáveis à espécie, sem nenhuma conotação de natureza constitucional. Ação não conhecida.

II – Ação prejudicada quanto ao inciso I do art. 30 da LC nº 101/00, dado que já expirado o prazo da norma de caráter temporário.

(...)

Lei Complementar nº 101/2000. Vícios materiais. Cautelar indeferida.

(...)

VII – Art. 7º, caput: norma de natureza fiscal, disciplinadora da realização de receita, e não norma vinculada ao sistema Financeiro Nacional.

VIII – Art. 7º, § 1º: a obrigação do Tesouro Nacional de cobrir o resultado negativo do Banco Central do Brasil não constitui utilização de créditos ilimitados pelo Poder Público. (...) (BRASIL, 2011).

De fato, a apuração do resultado do BCB constitui matéria peculiar à realidade da União, enquanto ente federativo competente para a elaboração e execução das ações de política monetária. São, pois, normas específicas em relação ao regramento das finanças públicas e em relação ao Sistema Financeiro Nacional. Para o estabelecimento de normas gerais, sim, exige-se expressamente a edição de lei complementar, nos termos dos artigos 163 e 192,²⁶⁰ ambos da Constituição brasileira de 1988. Para questões específicas, não.

Nesse sentido, não havendo previsão expressa de quórum qualificado para a edição de leis sobre política monetária e cambial e seus resultados, não se vislumbra impedimento constitucional para que a matéria seja regulada por lei ordinária. Ressalte-se que, desde pelo menos a edição da Lei n. 7.862, de 30 de outubro de 1989, até a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, o tema é objeto de leis ordinárias e de medidas provisórias. A exceção seria a LRF. Contudo, conforme exposto acima, ela estaria a veicular (em seu artigo 7º) matéria de lei ordinária (fato que não acarreta inconstitucionalidade, conforme entendimento do STF sobre a relação entre essas duas espécies normativas).

Quanto ao conteúdo propriamente dito, dizia-se que o mecanismo de segregação do resultado cambial estabelecido pela Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, gerava financiamento implícito do Tesouro pelo Banco Central, fato que violaria a vedação constitucional do artigo 164, § 1º da Constituição brasileira de 1988.

A verificação de tal inconstitucionalidade material é atividade complexa e requer a análise minuciosa de opções macroeconômicas. Em verdade, dada a natureza das atribuições de um banco central e de seu relacionamento com o respectivo governo, é difícil estabelecer limite preciso entre o que efetivamente é repasse de lucros, juros, remuneração ou outra alguma forma sub-reptícia de financiamento do Tesouro Nacional por meio do BCB. Em verdade:

Não existe a possibilidade de separação perfeita entre Tesouro e Banco Central. Na verdade nunca houve tal separação. O próprio gerenciamento de dívida e da liquidez do Tesouro interage diretamente com as operações de política

²⁶⁰ Art. 192. O **sistema financeiro nacional**, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por **leis complementares** que dispõem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Grifado).

monetária. Ademais, com o aumento da sofisticação das operações financeiras do governo (particularmente em relação ao gerenciamento de caixa), intensificam-se algumas dessas interações. Ambas as instituições interagem também com o sistema bancário, seja como usuários dos serviços de transações bancárias, seja como contrapartes financeiras de determinadas operações. O Banco Central é ainda o banqueiro do Tesouro e fornece a ele uma série de serviços, tal como gerenciar a Conta Única (...). O Tesouro Nacional e o Banco Central gerenciam diferentes partes do balanço patrimonial do governo como um todo, com diferentes prioridades e diferentes percepções de risco. **Sem uma governança adequada e sem coordenação, sempre existirão riscos de que se adotem políticas conflitantes com potenciais perdas para a política macroeconômica** (FERNANDES, 2016, p. 543. Grifado).

Não há dúvida, de que a segregação de funções em entes distintos (Tesouro Nacional e Banco Central) é um relevante avanço institucional, pois proporciona maior transparência às atividades realizadas. No entanto, não é possível antecipar e impedir por completo algum tipo de financiamento do Tesouro, decorrente do fluxo de recursos entre as duas entidades.

Tome-se o exemplo da remuneração da Conta Única da União. É verdade que se as disponibilidades de caixa do Tesouro estivessem sob a guarda de bancos comerciais, a expectativa é que estes remunerariam os saldos e a União obteria receitas consideráveis. Nesse sentido, se o BCB não remunerasse o saldo da Conta Única em valores de mercado, haveria um custo de oportunidade para o Tesouro. No entanto, pergunta-se: por que a remuneração das disponibilidades é apurada e creditada pelo BCB em favor do Tesouro Nacional a cada dez dias? Por que o montante apurado a título de remuneração das disponibilidades de caixa não constitui reserva de valor para ser somada (ou compensada) aos resultados semestrais do BCB? Não seria uma espécie de financiamento do Tesouro o repasse de remuneração das disponibilidades ao longo de um semestre, considerando que ao longo do ano o BCB venha a apresentar resultado negativo? Em suma, ao antecipar resultados positivos sob a forma de remuneração de disponibilidades de caixa, não seria uma forma de o BCB financiar implicitamente o Tesouro?

Outro exemplo: a própria semestralidade da apuração dos resultados não estaria a permitir um fluxo de receitas positivas em um período mais curto, a despeito de um possível resultado anual negativo? Por que não adotar a

periodicidade anual, de modo a ser feitas compensações ao longo de doze meses? Períodos mais curtos de apuração não seriam uma forma de financiamento do Tesouro pelo BCB?

Na verdade, as respostas ultrapassam a análise estritamente jurídica quanto ao mérito de seu conteúdo. São, na verdade, opções de política monetária e fiscal que devem ter sólidos fundamentos técnicos, para, ao final, ser respaldadas na legislação em vigor. Neste ponto, o relacionamento entre Tesouro e Banco Central passa pelo estabelecimento e a execução de complexas diretrizes que ultrapassariam o código binário de “financiamento” ou “não financiamento” do governo pela autoridade monetário.

No entanto, mesmo diante de tais questionamentos, os fluxos de resultados entre BCB e Tesouro, decorrentes do aumento das reservas internacionais e da adoção da equalização cambial, sob a vigência da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, representaram efetivo financiamento implícito do Tesouro. A conclusão decorre da análise dos fluxos gerados pelos resultados apresentados na tabela abaixo, já reproduzida neste capítulo:

Tabela 13 - Resultado semestral do BCB (R\$ 1.000)

ANO	RESULTADO OPERAÇÕES NÃO CAMBIAIS			RESULTADO EQUALIZAÇÃO CAMBIAL		
	1º. SEM.	2º. SEM.	ANUAL	1º. SEM	2º. SEM	ANUAL
2000	309.151	1.308.474	1.617.625			
2001	-4.084.749	7.158.161	3.073.412			
2002	-10.910.085	-6.283.614	-17.193.699			
2003	24.181.794	7.136.558	31.318.352			
2004	2.795.700	-258.271	2.537.429			
2005	-11.616.553	1.161.877	-10.494.963			
2006	-12.523.956	-643.092	-13.167.048			
2007	-30.304.910	-17.209.229	-47.514.139			
2008	3.172.740	10.172.653	13.345.393	-44.798.256	171.416.012	126.617.756
2009	-941.601	6.550.645	5.609.044	-93.787.316	-53.931.576	-147.718.892
2010	10.803.195	4.926.775	15.729.970	-1.893.172	-46.636.548	-48.529.720
2011	12.230.706	11.240.704	23.471.410	-46.199.286	90.240.059	44.040.773
2012	12.318.246	12.296.483	24.614.729	32.210.001	-9.900.595	22.309.406
2013	17.688.071	14.267.811	31.955.882	15.766.502	15.918.931	31.685.433
2014	5.271.503	25.655.376	30.926.879	-51.223.608	65.173.472	13.949.864
2015	35.184.659	41.521.539	76.706.198	46.406.630	110.938.092	157.344.722
2016	-17.308.089	7.780.387	-9.527.702	-184.645.409	-55.674.283	-240.319.692
2017	11.271.662	14.709.838	25.981.500	-15.744.789	-30.677.374	-46.422.163
2018	19.655.292	25.554.330	45.209.622	146.201.403	-19.133.818	127.067.585

Fonte: BCB (Balanços semestrais). Elaboração própria.

Serão comparados os resultados de dois exercícios: 2008 e 2018 (o primeiro ano de vigência da equalização cambial e o último ano com dados anuais consolidados pelo BCB).

Em 2008, o resultado anual (não cambial) foi positivo em R\$ 13,345 bilhões. O resultado total da equalização cambial foi de R\$ 126,617 bilhões. No entanto, o BCB não repassou R\$ 126,617 ao Tesouro de uma só vez. Primeiro, houve a cobertura do resultado negativo do BCB (-R\$ 44,498) no primeiro semestre, com títulos públicos. Após, no segundo semestre, o Tesouro recebeu de imediato R\$ R\$ 171,416 bilhões em dinheiro, em razão do resultado positivo semestral.

Situação parecida ocorreu em 2018. O resultado anual (não cambial) foi positivo em R\$ 45,2 bilhões. Por sua vez, o resultado anual da equalização cambial foi positivo em R\$ 127 bilhões. No entanto, em face da semestralidade, houve dois fluxos de resultados cambiais em 2018: no primeiro semestre, o BCB creditou ao Tesouro R\$ 146,2 bilhões, em dinheiro; no segundo semestre, o TN cobriu o resultado cambial negativo do BCB (-R\$ 19,1 bilhões), por meio de títulos públicos.

Tal situação agravou-se pelo fato de que os resultados da equalização cambial eram decorrentes em sua maior parte de reavaliação (contábil) de ativos, sem que os ganhos ou as perdas tivessem sido efetivamente realizados.²⁶¹ Sem tal mecanismo de repasse de resultados cambiais ao Tesouro Nacional, não teria havido esses fluxos. Em consequência, não teria havido aumento do saldo da Conta Única, não teria havido aumento de liquidez por expansão de despesa (ainda que por “substituição de fontes”), não teria havido aumento da carteira de títulos do BCB, não teria havido necessidade de aumento de operações compromissadas e, por fim, não teria havido aumento da dívida pública bruta e de seus custos.

Portanto, observando-se os resultados semestrais na tabela acima, constata-se que o mecanismo de repasse imediato, ao Tesouro, de resultados da equalização cambial gerou um financiamento indevido do Tesouro pelo BCB, em violação à regra prevista no artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988.

²⁶¹ “Considerando que parte significativa do resultado transferido advém de ganhos e perdas não realizados, decorrentes de valorização e desvalorização de reservas; e dado que o Tesouro pode usar esse dinheiro para fazer despesas fora da relação com o BC (por exemplo, amortizando a dívida e pagando juros ao mercado), surge a possibilidade de financiamento implícito do BC ao Tesouro” (MENDES, 2016, p. 222).

Em sentido contrário, afirma-se que só haveria financiamento do Tesouro pelo BCB se houvesse algum um contrato de empréstimo ou uma operação de crédito devidamente formalizada, tal como os bancos realizam com seus clientes.

Note-se:

O ponto mais importante aqui, porém, é uma característica fundamental do empréstimo, seja como comodato, seja como mútuo: a obrigação do tomador do empréstimo de, decorrido algum tempo, restituir a coisa ou bem de mesmo gênero, qualidade e quantidade do mutuado. **Quando o Banco Central transfere ao Tesouro Nacional lucro contábil decorrente da valorização, em reais, de parte de seu ativo, não está sujeito tal transferência a nenhuma restituição.** Em consequência, não se caracteriza, sob a ótica jurídica, o empréstimo vedado pela Constituição [artigo 164, § 1º]. (...) **Ou, em linguagem mais estéril, tenho que não fere o dispositivo constitucional a distribuição, pelo Banco Central ao Tesouro Nacional, dos resultados decorrentes da variação cambial, mesmo que seja um resultado meramente contábil.** Se se entende que tal prática deve ser **restringida** ou **coibida**, que se edite norma a respeito. **No primeiro** caso, por exemplo, expurgando-se a antinomia hoje existente de o Banco Central transferir o resultado em moeda corrente enquanto, na mão contrária, o Tesouro Nacional cobre a perda com títulos públicos. **No segundo**, simplesmente proibindo” (MONTEIRO, 2016, p. 188-191. Grifado).

No entanto, tal entendimento é de cunho preponderantemente formalista e não procede. Primeiro, em razão da natureza da natureza do resultado: decorrente de variação do valor das reservas em face de oscilação cambial diária. Segundo, por conta da assimetria do instrumento por meio do qual são repassados: se positivo, é creditado dinheiro em favor do Tesouro Nacional, no prazo de dez dias úteis após a aprovação do balanço; se negativo, cabe ao Tesouro emitir títulos em favor do BCB no exercício financeiro seguinte. Terceiro, porque, no campo das finanças públicas, empréstimos, operações de crédito e financiamentos possuem um arco grande de abrangência e inclui qualquer operação assemelhada, nos termos do artigo 29, III, da Lei de Responsabilidade Fiscal, abaixo transcrita:

Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

(...)

III - **operação de crédito**: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de

título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil **e outras operações assemelhadas**, inclusive com o uso de derivativos financeiros; (Grifado)

Mesmo que não havendo a formalização em contrato de empréstimo ou operação de crédito, o intenso e frequente fluxo de dinheiro e títulos públicos entre Tesouro Nacional e o Banco Central, em decorrência do mecanismo de equalização cambial, configura financiamento implícito (dinheiro de um lado, títulos públicos, do outro) e é expressamente proibido pela Constituição brasileira de 1988 (artigo 164, § 1º). Nesse ponto, ao determinar o repasse imediato desses resultados ao Tesouro Nacional, a Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008 e Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008 eram materialmente inconstitucionais.

Contudo, em 2019, tal mecanismo de repasse de resultados cambiais foi revogado pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, e não pode mais ser objeto de controle abstrato de constitucionalidade.

Além do financiamento implícito do Tesouro pelo BCB, criticava-se também a própria natureza dos resultados gerados pela equalização cambial. Tratava-se de monetização de ganhos não realizados, com a avaliação periódica (diária) de ativos. Como visto, tal procedimento gerava semestralmente elevado fluxo financeiro entre Tesouro e BC: envio de dinheiro pelo BCB ou emissão de títulos públicos pelo Tesouro. Note-se:

A lei também criou um mecanismo que amplia os fluxos financeiros entre as duas instituições. Isso porque trata os dois resultados em separado. Assim, se há um lucro nas operações cambiais e um prejuízo nas demais operações, o BC envia o valor do lucro ao TN, em dinheiro, e o TN envia o valor da perda ao BC, em títulos. Se o ajuste de contas entre as duas instituições se desse pelo valor líquido dos resultados cambiais e não cambiais, certamente os fluxos financeiros entre o TN e o BC seriam menores.

A lei 11.803/08 promoveu, ainda, outra importante alteração nas relações entre o BC e o TN ao criar uma nova modalidade de colocação de títulos do TN na carteira do BC; sempre que a autoridade monetária ficar com poucos títulos em carteira, o TN é autorizado a entregar títulos ao BC, sem contrapartida financeira. Ou seja, trata-se de uma espécie de capitalização do BC pelo TN, que recebe títulos para o seu ativo e registra a contrapartida como aumento do patrimônio líquido (MENDES, 2016, p. 222. Grifado).

Em outras palavras, em havendo resultado cambial positivo, criava-se dinheiro (em favor do Tesouro) sem contrapartida na economia real, apenas com a avaliação de ativos (reservas em moeda estrangeira). Note-se:

Atualmente, o Tesouro Nacional possui quase US\$ 400 bilhões em reservas internacionais, sob a responsabilidade do Banco Central. Até o advento da lei nova, variações no câmbio impactavam as receitas e despesas (endividamento) do Tesouro. **Ou seja, se o dólar subisse, o valor das reservas, convertido em reais, aumentava em igual proporção. Se o dólar caísse, o valor das reservas, em reais, igualmente cairia. Uma verdadeira “roda gigante”, “marcada a mercado”, a ser apurada diariamente.** Pela legislação anterior, essa mera variação contábil poderia gerar receitas sem qualquer respaldo ou lastro econômico, e fazer com que o Banco Central financiasse indevidamente o Tesouro Nacional, procedimento esse vedado pela Constituição.

Para melhor compreender, seria como se alguém possuísse um imóvel e, ante a notícia de sua valorização no mercado, o proprietário (mesmo sem o vender e apenas “especulando”) pudesse creditar em sua conta corrente o resultado positivo dessa valorização (CONTI, 2019b)

Tais resultados não eram segregados em reservas para compensação futura, pois eram diretamente creditados na Conta Única.²⁶² Em um ambiente de baixa eficácia de regras fiscais,²⁶³ é intuitiva a possibilidade de aumento da

²⁶² **“Alguns autores consideram a transferência de resultados não realizados, sob o ponto de vista econômico, equivalente a um financiamento não esterilizado do Bacen ao Tesouro, o que é vedado em muitos países, inclusive constitucionalmente no Brasil.** Vale notar que a questão da transferência de resultados não realizados não foi suscitada pelo mecanismo criado pela lei nº 11.308 (sic). A marcação a mercado de ativos e passivos do Banco Central implica necessariamente a existência de resultados não realizados, refletidos na apuração do lucro da instituição – o que, pela legislação vigente, também está sujeito aos mecanismos de transferência ao Tesouro. **Assim, o fulcro da questão está na constituição ou não de reservas no balanço do Bacen para evitar a transferência de resultados não realizados ao Tesouro, sejam eles de origem cambial ou não.** As características da política cambial brasileira (regime de taxas flutuantes, elevada proporção reservas/PIB) exacerbam o problema, tendo em vista acentuarem a volatilidade dos resultados do Bacen” (LOYOLA, 2016, p. 229. Grifado).

²⁶³ **“Um dos temas mais frequentes no debate internacional sobre regras fiscais é a utilização da chamada ‘contabilidade criativa’ com o fim de subestimar despesas, superestimar receitas e reduzir endividamento. Tais práticas assumem diversas formas, mas usualmente implicam a mudança de uma forma de cálculo adotada tradicionalmente, a exclusão de certos itens de despesa do cálculo do déficit público, a realização de operações pouco convencionais entre entes governamentais. O ponto central é que a contabilidade criativa enfraquece as regras fiscais por diminuir a credibilidade dos números anunciados e representa uma redução da transparência das contas públicas. (...) Como não se confia nos números apresentados acaba-se por exigir um prêmio de risco mais elevado, para compensar possíveis passivos não explicitados e resultados positivos superestimados”** (LIMA, 2015, p. 256-258. Grifado).

despesa pública com recursos oriundos de mecanismo equivalente a emissão monetária, acompanhada dos riscos fiscais inerentes (MENDES, 2016).

Por fim, ainda em relação à equalização cambial, é importante distinguir a parcela proveniente de avaliação de ativos (reservas em moeda estrangeira) da que advém de operações com derivativos cambiais (como os contratos de *swaps* cambiais). No primeiro caso, o resultado decorre unicamente da marcação a mercado, em face da oscilação do câmbio. No segundo caso, as operações com derivativos geravam resultados reais, pois os ativos foram adquiridos ou alienados em mercado, gerando perdas ou ganhos efetivos.

Em suma, ao longo de sua vigência, os fluxos oriundos da equalização cambial: 1) geraram um financiamento implícito do Tesouro Nacional pelo BCB; 2) permitiram expansão fiscal (inclusive e principalmente por meio de bancos estatais, como o BNDES); 3) pôs em xeque a autonomia operacional do BCB, visto que o cumprimento de suas atribuições ficaria sujeito aos interesses do Tesouro (tanto no que tange aos resultados cambiais, quanto à recomposição da carteira de títulos) e 4) deteriorou os indicadores da Dívida Pública, ao elevar a liquidez na economia, que, por sua vez, exigiu a realização de operações compromissadas para sua neutralização (CARVALHO JUNIOR, 2016; LEISTER, MEDEIROS, 2016; MENDES, 2016; CARVALHO JUNIOR, 2018).

Quanto à expansão fiscal, dois aspectos devem ser considerados. O primeiro diz respeito à vinculação das receitas oriundas do resultado positivo da equalização cambial. Por lei, deveriam ser destinadas “exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil”, nos termos do artigo 6º, § 3º, da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008.

Entretanto, aponta-se que entre 2009 e 2014 houve expansão fiscal proporcionada em grande parte pelo fluxo de resultados cambiais do BCB (MENDES, 2016; CARVALHO JUNIOR, 2016).

Como teria sido possível aumentar despesa pública com tal receita em face da vinculação ao pagamento da dívida pública? Com mecanismo contábil conhecido como “substituição de fontes”: por meio dele, teria sido possível a utilização de tais recursos para o pagamento do serviço da dívida e isso teria trazido espaço para o aumento da despesa a partir de recursos originalmente

destinados a essa finalidade, principalmente no período entre 2009 e 2014.²⁶⁴ Ao final, o resultado cambial (não realizado) teria dado suporte indireto a parte considerável da expansão da despesa pública no mencionado período.

Ainda quanto à expansão fiscal, em segundo lugar, devem ser mencionados três exemplos de aplicação dos recursos oriundos da equalização cambial no BCB, mediante a “substituição de fontes”: 1) o pagamento, em 2015, do que ficou conhecido por “pedaladas fiscais”, procedimento contábil detectado pelo TCU, quando da emissão de parecer prévio às contas da Presidente da República no exercício de 2014 (MENDES, 2016, p. 232); 2) a expansão de despesas correntes, por meio do cumprimento meramente formal da regra de ouro, com recursos oriundos da equalização cambial (VIANA, 2018, p. 82-93) e 3) a capitalização de instituições financeiras federais, com destaque para o BNDES,²⁶⁵ entre 2008 e 2015 (CARVALHO JUNIOR, 2016; VIANA, 2018, p. 94-112).

Após onze anos de vigência, a quase totalidade da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, foi revogada pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, cuja análise será feita na seção seguinte.

²⁶⁴ “Tanto os recursos ordinários, oriundos de tributação, quanto a remuneração da conta única do Tesouro, fontes usualmente alocadas para o pagamento da dívida, deixaram de ser aplicados a tal finalidades. Puderam, com isso, pagar outras despesas do Tesouro. Esse mecanismo de ‘substituição de fontes’ mostra como a entrada dos recursos do resultado do BC no pagamento da dívida pôde ser usada para expandir a capacidade de gasto do Tesouro em outras despesas primárias” (MENDES, 2016, p. 228).

²⁶⁵ “(...) **a capitalização do Banco foi realizada por meio de operações por fora do orçamento (extraorçamentárias) envolvendo emissão direta de títulos públicos do TN ao BNDES, com vencimentos em grande parte concentrados entre os anos 2009 e 2016.** Como efeito, o TN pôde utilizar o elevado saldo de disponibilidades, em grande parte vinculado, para pagar o principal e os juros dos títulos, em curto espaço temporal. **Do ponto de vista dos indicadores de resultado fiscal e de dívida pública, foi mostrado que a estratégia deliberada de operacionalizar a capitalização por fora do orçamento não ocasionou impacto sobre o resultado primário, nem, estaticamente, sobre a DLSP.** Embora tenha pressionado a taxa implícita de juros, com potenciais efeitos negativos sobre o endividamento público no médio e no longo prazos (...). **Notou-se ainda que essa operação significou ao BNDES a assunção de crescente passivo com o TN, dado que o crédito da União junto ao banco saltou de 0,2% do PIB, no início de 2008, para 8,6%, no final de 2015, denotando expressivo aumento da interpenetração patrimonial entre as duas instituições, com concomitante aproximação do fiscal com o financeiro-creditício.** Essa conexão se torna ainda maior ao se considerar, também, os subsídios financeiros (explícitos) e creditícios (implícitos) decorrentes, no primeiro caso, dos desembolsos do BNDES no âmbito do PSI e, no segundo, do diferencial de juros entre o custo de captação do TN – custo médio de emissão dos títulos da DPMFi – e o juros pago ao TN pelo BNDES (predominantemente TJLP), em consequência do empréstimo concedido ao banco de desenvolvimento (...)” (VIANA, 2018, p. 111. Grifado).

4.5 REGRAS DE APURAÇÃO DO RESULTADO SOB A VIGÊNCIA DA LEI N. 13.820, DE 03 DE MAIO DE 2019

As regras para a apuração do resultado do BCB e de seu relacionamento com Tesouro Nacional, atualmente estão estabelecidas na Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019. Conforme consta em sua epígrafe, dispõe “sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil para fins de condução da política monetária”.²⁶⁶

A nova lei originou-se do PLS n. 314/2017, apresentado pelo Senador Ricardo Ferraço, cuja justificativa aponta para a necessidade de restringir mecanismo de financiamento do Tesouro pelo BCB por meio de ganhos meramente contábeis, uma vez que esses resultados, em face da volatilidade cambial, estariam a proporcionar: 1) a expansão do gasto primário do Tesouro Nacional; 2) o aumento do endividamento público e 3) a redução da transparência das contas públicas. Na exposição de motivos,²⁶⁷ há o seguinte resumo da matéria:

Este projeto tem por objetivo alterar a forma como os lucros ou prejuízos do Banco Central são transferidos ao Tesouro Nacional ou cobertos por ele. As regras atualmente vigentes estão estabelecidas na Medida Provisória nº 2.179-36, de 24 de agosto de 2001, e na Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008. Essas regras estão em desacordo com as melhores práticas contábeis internacionais e têm viabilizado um financiamento implícito do Banco Central ao Tesouro, o que colide com o art. 164, § 1º, da Constituição Federal, que veda expressamente qualquer tipo de financiamento dessa natureza.

A consequência de tal financiamento tem sido o estímulo à expansão do gasto primário, o aumento da dívida pública por meio das operações compromissadas do Banco Central e a redução na transparência das contas públicas, em especial no que se refere ao perfil de prazo, composição e custo da dívida mobiliária federal. Trata-se, portanto, de uma proposição

²⁶⁶ Nos termos de seu artigo 11 (“Esta Lei entra em vigor no primeiro dia do semestre subsequente à data de sua publicação oficial.”), o primeiro balanço semestral do BCB a ser elaborado e publicado em conformidade com as novas regras, será referente ao segundo semestre de 2019, com dados até o dia 31 de dezembro.

²⁶⁷ Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7179279&ts=1567534116979&disposition=inline>. Acesso em 31.08.2019.

voltada ao aperfeiçoamento da responsabilidade fiscal e ao aumento da transparência das contas públicas.

A legislação atual determina que os lucros do Banco Central sejam transferidos ao Tesouro Nacional, em dinheiro, enquanto os prejuízos são cobertos pelo Tesouro por meio de transferência de títulos ao Banco Central. Além disso, o resultado é dividido em duas partes: aquela referente às contas cambiais (variação no valor das reservas internacionais e lucros ou prejuízos com operações de *swaps* cambiais) e aquela referente às demais contas não cambiais.

Esse modelo tem causado distorções. **A primeira delas está relacionada ao fato de que os lucros e prejuízos das operações cambiais têm grande valor absoluto e são bastante voláteis.** Isso decorre de o Banco Central ter acumulado grande volume de reservas internacionais em seu balanço. Sempre que o real se desvaloriza frente às demais moedas, o valor das reservas internacionais, em reais, aumenta, gerando grandes ganhos patrimoniais para o BC. O inverso se dá nos casos de valorização do real.

Ocorre que, como o BC não vende as reservas, mantendo-as em seu balanço, esses ganhos e perdas não se realizam na prática. Apesar disso, são contabilizados como lucros ou perdas, em função de o Banco Central apurar seu balanço em regime de competência, precificando as reservas internacionais pelo seu valor de mercado (marcação a mercado).

Uma vez apurado um grande ganho do BC, ele é obrigado pela legislação a transferi-lo ao Tesouro Nacional. Isso coloca na mão do Tesouro um volume de recursos criado por simples oscilação circunstancial de preços das reservas. E o Tesouro pode gastar esse dinheiro. Trata-se, obviamente, de um financiamento por expansão monetária, visto que esse dinheiro não foi extraído da sociedade por meio de impostos ou emissão de dívida.

Por outro lado, quando o Banco Central tem prejuízo em decorrência de valorização da taxa de câmbio, o Tesouro tem que cobrir a perda. **Se o fizesse com o dinheiro recebido anteriormente, a título de repasse de lucro do BC, teríamos um sistema simétrico: lucros do BC vão para o Tesouro e ficam reservados para pagar prejuízos futuros.** Mas não é isso que acontece. Pela legislação atual, o Tesouro pode cobrir esse prejuízo mediante emissão de títulos.

Em consequência, temos um sistema em que há fluxos de dinheiro do BC para o Tesouro (nos momentos de lucro) e fluxos de títulos do Tesouro para o BC (nos momentos de perda). Como estamos em um sistema de câmbio flutuante, em que ora o câmbio sobe e ora desce, ao longo dos anos o que tivemos foi um grande fluxo de dinheiro indo do BC para o Tesouro e um grande fluxo de títulos transitando na direção contrária. **Trata-se, obviamente, de um mecanismo implícito de empréstimos do BC ao Tesouro.**

A princípio isso não seria problemático. Afinal, a legislação em vigor obriga o Tesouro a usar os recursos recebidos a título de resultado do BC para pagar juros e amortização da dívida. **Ocorre que, podendo usar esse dinheiro para pagar juros e amortização da dívida em poder do mercado (e não apenas**

dívida na carteira do BC), o Tesouro tem condições de usar os recursos vindos do BC para financiar despesas primárias, por meio de expediente conhecido como “troca de fontes orçamentárias”. O mecanismo é simples: não houvesse recursos transferidos pelo BC, o Tesouro teria que usar recursos de outras fontes para pagar a dívida pública (arrecadação de tributos, emissão de títulos novos, venda de ativos ou outra fonte de receita). Uma vez que ele recebe dinheiro do BC, carimbado para pagar dívida, ele o usa nessa finalidade e desloca os outros recursos, antes usados para pagar dívida, para o custeio de novas despesas. **O resultado final é que a entrada do resultado do BC no cofre do Tesouro terá permitido a expansão da despesa primária.** (Grifado)

Para resolver os problemas apontados acima oriundos da legislação anterior, a nova lei aprovada trouxe as seguintes alterações: 1) a constituição de reservas de resultados positivos das operações cambiais e não mais o repasse para o Tesouro Nacional; 2) a alteração do mecanismo de cobertura de resultados negativos do BCB, por meio, de modo sucessivo, da reversão de reservas de resultados cambiais, redução do patrimônio líquido do BCB e emissão de títulos por parte do Tesouro Nacional; 3) o dever de manutenção, por parte do Tesouro Nacional, de um patamar mínimo de patrimônio líquido do BCB e 4) dever de manutenção, pelo Tesouro Nacional, de um patamar mínimo de títulos públicos na carteira do BCB.

Primeiramente, a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, em seu artigo 2º, reafirma: 1) a periodicidade da apuração do resultado do BCB (semestral); 2) a constituição e retenção de reservas pelo BCB; 3) a regra geral de repasse à União dos resultados positivos das operações da autoridade monetária e 4) a vinculação da receita de resultado positivo exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). Note-se:

Art. 2º O **resultado positivo** apurado no **balanço semestral** do Banco Central do Brasil, **após a constituição de reservas**, será considerado obrigação da referida entidade com a União, devendo ser objeto de pagamento até o 10º (décimo) dia útil subsequente ao da aprovação do balanço semestral.

§ 1º Durante o período compreendido entre a data da apuração do resultado do balanço e a data do efetivo pagamento referido no **caput**, a obrigação de que trata este artigo terá remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil.

§ 2º Os valores pagos à União na forma do **caput** deste artigo serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). (Grifado)

Embora com redação enxuta, o disposto acima traz alterações relevantes em relação ao modelo anterior. Em primeiro lugar, revoga-se a regra que limitava a constituição das reservas a 25% do resultado apurado, conforme previsto na MP n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001,²⁶⁸ e na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008.²⁶⁹ Tais dispositivos foram expressamente revogados.²⁷⁰ A alteração atende à afirmação de que tal limitação, nos termos das regras então em vigor, afetaria a autonomia do BCB na condução da política monetária, pois retiraria da autarquia a discricionariedade de estabelecer o montante adequado de reservas necessário ao atendimento dos objetivos da política monetária.²⁷¹ Com a nova lei, não há mais essa limitação legal, opção que reforça a autonomia operacional do BCB.

Em segundo lugar, a lei nova traz uma flexibilização da vinculação das receitas oriundas do resultado do BCB. Continua a exclusividade no pagamento da DPMF; entretanto, afasta-se a prioridade no pagamento da dívida na carteira do BCB, conforme previsão das regras anteriores.

Em terceiro lugar, sendo provavelmente a alteração mais relevante promovida pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019: o fim do repasse automático do resultado positivo das reservas em moeda estrangeira e operações com derivativos cambiais. Conforme visto na seção anterior, sob a vigência da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, havia a segregação entre o resultado

²⁶⁸ Art. 2º O resultado apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil **após computadas eventuais constituições ou reversões de reservas** será considerado:

(...)

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

²⁶⁹ Art. 4º A **constituição de reservas** prevista no caput do art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001, **não poderá ser superior a vinte e cinco por cento** da soma entre o resultado apurado no balanço do Banco Central do Brasil e o resultado do cálculo definido no art. 6º desta Lei. (Grifado)

²⁷⁰ Art. 10. Ficam revogados:

I – o art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 24 de agosto de 2001;

II – os arts. 3º, 4º e 6º da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008;

III – os arts. 3º, 4º, 6º e 7º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995. (Grifado)

²⁷¹ “Com o advento da MP nº 435/2008 e da Lei nº 11.803/2008, não é dado mais ao Bacen o direito de decidir sobre o montante das reservas de resultado oriundos da variação cambial, simplesmente porque referido resultado já não mais integra o resultado do Bacen, uma vez que é automaticamente anulado pelo registro de uma obrigação junto ao TN. Significa dizer que todo o resultado positivo derivado da variação cambial deverá ser obrigatoriamente transferido ao TN” (BRASIL, 2011, p. 28).

cambial e o resultado das demais operações do BCB. Em sendo positivos, os valores não se comunicavam e eram repassados, separadamente, ao Tesouro Nacional.

Pela nova regra (artigo 3º), não haverá mais repasse do resultado (não realizado) oriundo da avaliação das reservas internacionais e das operações com moeda estrangeira. Os lucros serão separados em reservas para compensações de futuros resultados negativos. Note-se:

Art. 3º A **parcela do resultado positivo** apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil que **corresponder ao resultado financeiro positivo de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais** por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, **será destinada à constituição de reserva de resultado.**

§ 1º Para os efeitos deste artigo, considera-se:

I – resultado financeiro das **operações com reservas cambiais**: o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, nele incluído seu patrimônio líquido;

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

§ 2º **Ato normativo conjunto do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda** regulamentará o procedimento de cálculo dos resultados financeiros de que trata o § 1º deste artigo.

§ 3º A **reserva de resultado** de que trata este artigo somente poderá ser utilizada para a finalidade prevista no inciso I do caput do art. 4º, ressalvada a hipótese prevista no art. 5º desta Lei. (Grifado)

Tenta-se, pois, restringir o fluxo de recursos oriundos de lucros não realizados para o Tesouro Nacional²⁷² e todos os seus efeitos: expansão da despesa pública, deterioração da transparência das contas públicas e aumento do endividamento, principalmente por meio do aumento de operações compromissadas, destinadas a reduzir as pressões inflacionárias decorrentes da

²⁷² Na Câmara dos Deputados, atuando como casa revisora, o projeto de lei passou a tramitar sob o número PL 9.283/2017. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2165022>. Acesso em: 31.08.2019.

expansão da despesa pública. Conforme parecer²⁷³ apresentado e aprovado pela Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria, Comércio e Serviços da Câmara dos Deputados sobre o projeto de lei (PL n. 9.283/2017):

15. A transferência dos recursos financeiros do Banco Central para o Tesouro Nacional resultou na amortização de parte da dívida mobiliária da União, mesmo em situação de déficit nominal. O aumento da liquidez na economia decorrente da amortização da dívida fez com que o Banco Central, de modo a controlar a inflação, realizasse operações compromissadas de curto prazo. Nessas operações, o Banco Central pode entregar, por exemplo, um título do Tesouro Nacional com prazo de vencimento de três anos como garantia de um empréstimo com prazo de três dias. Assim, durante os três dias o Banco Central diminui a quantidade de dinheiro disponível no mercado, podendo realizar nova operação compromissada no final deste prazo. Dessa forma, o Banco Central se financia com correção pela taxa Selic, oferecendo como garantia títulos públicos existentes na sua carteira, fazendo com que o perfil da dívida pública piore.

16. A proposta apresentada pelo Senador Ricardo Ferraço tem como principal objetivo a diminuição das transferências de recursos financeiros entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, as quais alcançaram no período de 2008 a 2016 o total de R\$ 1,14 trilhão, dos quais R\$ 548 bilhões foram repassados à União pelo Banco Central enquanto que R\$ 589 bilhões seguiram o caminho inverso. Ou seja, neste período o Tesouro Nacional emitiu R\$ 589 bilhões em títulos, havendo recebido do Banco Central R\$ 548 bilhões em dinheiro, fazendo com que na prática o Tesouro Nacional tenha indiretamente se financiado junto ao Banco Central.

Nos termos do artigo 3º, § 3º, acima transcrito, as reservas somente poderão ser utilizadas para a cobertura de resultados negativos ou para o pagamento da DPMFi, “quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o seu refinanciamento”, mediante autorização do CMN.²⁷⁴

Com a nova regra, o modelo de relacionamento entre Tesouro e Banco Central, no que tange ao tratamento de resultados não realizados, tende a se

²⁷³

Disponível

em:

<http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD0020180608000870000.PDF#page=293>. Acesso em 31.08.2019.

²⁷⁴ "Art. 5º Mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, os recursos existentes na reserva de resultado de que trata o art. 3º, observado o limite estabelecido no § 2º do art. 4º desta Lei, poderão ser destinados ao pagamento da DPMFi quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o seu refinanciamento."

aproximar das boas práticas internacionais acerca da matéria.²⁷⁵ Nesse sentido, recomenda-se que resultados meramente contábeis (não realizados) não devem ser repassados aos governos (e/ou acionistas).²⁷⁶ Devem ser retidos no balanço do banco central e compor reservas para futuras compensações.²⁷⁷ Esse entendimento está exposto em relatório produzido pela STN, acerca da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019:

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 (BRASIL, 2019a, p. 27. Grifado).

²⁷⁵ Conforme parecer apresentado e aprovado pela Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria, Comércio e Serviços da Câmara dos Deputados sobre o projeto de lei (PL n. 9.283/2017):

“18. Este modelo já é adotado atualmente por Bancos Centrais de outros países, como Alemanha, França e África do Sul, conforme dados da KPMG de 2012. Além disso, as diretrizes contábeis do Banco Central Europeu recomendam que os ganhos com flutuação de cotação de moeda estrangeira não sejam reconhecidos no resultado positivo da entidade.” Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD0020180608000870000.PDF#page=293>. Acesso em 31.08.2019.

²⁷⁶ ***The majority of the central banks in the sample (42) do not distribute unrealized gains. This is achieved either by recording unrealized gains directly in revaluation accounts outside the profit and loss account (central banks that apply the Eurosystem framework follow that rule), or by excluding unrealized gains from the distributable profits. There is also a significant risk that the unrealized gains will not be realized in the future due to interest rate and exchange rate volatility, especially if the portfolios concerned are relatively inactive.*** (BUNEA, KARAKITSOS, MERRIMAN, STUDENER, 2016, p. 23. Grifado)

²⁷⁷ **“Bancos centrais, como o brasileiro, que têm forte oscilação do seu resultado contábil, em decorrência da marcação a mercado dos ativos em moeda estrangeira, devem constituir reservas antes de transferir o resultado ao Tesouro e minimizar as transferências de lucros não realizados.** As elevadas transferências feitas no caso brasileiro têm efeitos adversos sobre a política fiscal, fragilizando a restrição orçamentária do governo, e também podem atrapalhar a política monetária. A reforma da legislação deve ir, portanto, na direção de mudar as regras de transferência com vistas a minimizar os fluxos de transferências e, ao mesmo tempo, torna-los mais previsíveis e menos voláteis. Além disso, deve ser dado ao Banco Central o direito de fazer reservas em montante suficiente para cobrir eventuais prejuízos futuros” (MENDES, 2016, p. 235. Grifado).

A Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, alterou o mecanismo de cobertura de resultado negativo do BCB pelo TN. Anteriormente, o prejuízo apurado em um semestre deveria ser consignado em dotação específica do orçamento (artigo 7º, § 1º, da LRF) e ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço (artigo 2º, II, da MP n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001), mediante a emissão de títulos públicos em favor do BCB.

Com a nova lei, a regra mudou. Em primeiro lugar, não haverá mais dois possíveis resultados negativos (um resultante de avaliação de reservas internacionais e operações cambiais e, outro, decorrente das demais operações). Haverá apenas um único resultado negativo (unificado). Para sua cobertura, a nova lei estabelece, sucessivamente, a utilização: 1) das reservas de resultados cambiais positivos, apurados nos semestres anteriores (artigo 4º, I); 2) do patrimônio institucional do BCB (artigo 4º, II) e 3) de títulos públicos emitidos pelo TN, quando esgotadas as possibilidades anteriores (artigo 4º, § 3º e § 5º). Note-se:

Art. 4º O **resultado negativo** apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil será coberto, **sucessivamente**, mediante:
I – **reversão da reserva de resultado** constituída na forma do art. 3º desta Lei;

II – **redução do patrimônio institucional** do Banco Central do Brasil.

§ 1º A cobertura do resultado negativo na forma do **caput** deste artigo ocorrerá na data do balanço do Banco Central do Brasil.

§ 2º A cobertura do resultado negativo na forma do inciso II do **caput** deste artigo somente ocorrerá até que o patrimônio líquido do Banco Central do Brasil atinja o limite mínimo de 1,5% (um inteiro e cinco décimos por cento) do ativo total existente na data do balanço.

§ 3º Caso o procedimento previsto no **caput** deste artigo não seja suficiente para a cobertura do resultado negativo, **o saldo remanescente será considerado obrigação da União com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o 10º (décimo) dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço.**

§ 4º Durante o período compreendido entre a data da apuração do resultado do balanço e a data do efetivo pagamento, a obrigação da União de que trata o § 3º deste artigo terá remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil.

§ 5º Para pagamento da obrigação a que se refere o § 3º deste artigo, **poderão ser emitidos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) adequados aos fins de política monetária**, com características definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda. (Grifado)

Observe-se que tal alteração da metodologia de cobertura de resultado do BCB poderá, na hipótese de sucessivos e elevados resultados negativos (decorrentes, por exemplo, de oscilações cambiais), pressionar o patrimônio líquido²⁷⁸ do BCB. Para atenuar tal risco, a nova lei estabeleceu patamares mínimos para o referido estoque. Estando em montante abaixo do mínimo, caberá ao Tesouro Nacional o restabelecimento (capitalização) dos valores. Note-se:

Art. 6º Sempre que, no 20º (vigésimo) dia do mês, o patrimônio líquido do Banco Central do Brasil atingir valor igual ou inferior a 0,25% (vinte e cinco centésimos por cento) do ativo total, a União, até o último dia útil do mesmo mês, efetuará emissão de títulos adequados aos fins de política monetária em favor do Banco, em montante necessário para que seu patrimônio líquido atinja o valor de 0,5% (cinco décimos por cento) do ativo total.

Parágrafo único. A emissão de títulos de que trata este artigo dar-se-á de forma direta em favor do Banco Central do Brasil, sem contrapartida financeira.

Tal mecanismo, acrescido do dever de o Tesouro Nacional manter a carteira de títulos do BCB em montante mínimo percentual estabelecido por lei,²⁷⁹ visa a reforçar a autonomia operacional da autoridade monetária.

²⁷⁸ Em novembro de 2019, o patrimônio líquido do BCB correspondia a R\$ 131.220.702.000. O maior valor nominal desde pelo menos o ano 2000. Em 2018, patrimônio líquido do BCB correspondia a R\$ 126.665.323.000, correspondente a aproximadamente 1,85% do PIB brasileiro (R\$ 6,87 trilhões, conforme divulgado pelo IBGE). Dados disponíveis em:

BCB (2019)
[https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslari/Demonstrações%20Novembro%202019%20%20\(publicação\).pdf](https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslari/Demonstrações%20Novembro%202019%20%20(publicação).pdf)

BCB (2018)
<https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslari/Demonstrações%20financeiras%20contábeis%20-%20Banco%20Central%20do%20Brasil.pdf>

IBGE: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>

Acesso: em 30.12.2019.

²⁷⁹ Art. 7º Sempre que o valor da carteira de títulos da DPMFi livres para negociação em poder do Banco Central do Brasil atingir percentual igual ou inferior a 4% (quatro por cento) de sua carteira total de títulos, **a União efetuará emissão de títulos adequados aos fins de política monetária em favor do Banco, em montante necessário para que sua carteira de títulos livres para negociação atinja o valor de 5% (cinco por cento) da carteira total.**

§ 1º Consideram-se livres para negociação os títulos da DPMFi existentes na carteira do Banco Central do Brasil que não sejam objeto de obrigação de recompra decorrente de operação compromissada, nem estejam vinculados a margem de garantia em operação com derivativos ou a operação de empréstimo de títulos.

§ 2º **O Banco Central do Brasil monitorará permanentemente os fatores condicionantes da base monetária e comunicará ao Ministério da Fazenda sempre que suas projeções indicarem que, nos 10 (dez) dias úteis seguintes, a carteira livre de títulos atingirá o percentual indicado no caput deste artigo, devendo a União, em até 5 (cinco) dias úteis a partir da comunicação, efetuar a recomposição da carteira nos termos do caput deste artigo.**

(...) 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 (...)** 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 (BRASIL, 2019a, p. 27. Grifado).

Pelas regras anteriores, não havia previsão legal de um volume mínimo para o patrimônio líquido e para a carteira de títulos. Quanto a essa última, cabia ao Ministro da Fazenda, por ato infralegal, estabelecer o montante abaixo do qual deveria haver a recomposição. Como já afirmado, tais alterações incrementam a autonomia operacional do BCB para a execução de suas atribuições.

Por fim, deve ser verificada a ocorrência de possível antinomia entre a Lei n. 13.802, de 03 de maio de 2019, e a Lei de Responsabilidade Fiscal, no que tange à cobertura do resultado negativo do BCB.

De acordo com a LRF (artigo 7º, § 1º), o “resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento”. Essa obrigação era cumprida mediante a emissão de “títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna adequados aos fins de política monetária”, com fundamento no artigo 10 da Medida Provisória n. 2.179-36, de 24 de agosto de 2001, e, posteriormente, no artigo 6º, da Lei n. 10.803, de 05 de novembro de 2008.

A Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, alterou, como visto, o mecanismo de cobertura de resultado negativo e colocou a emissão de títulos pelo Tesouro

§ 3º A comunicação ao Ministério da Fazenda de que trata o § 2º deste artigo será acompanhada de memória de cálculo que demonstre as projeções do Banco Central do Brasil para a carteira livre de títulos e o quantitativo necessário para que ela seja recomposta até o percentual indicado no caput deste artigo.

§ 4º Sem prejuízo do disposto neste artigo, o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda avaliarão a necessidade de aporte emergencial de títulos sempre que se verificar a possibilidade de comprometimento futuro da carteira de títulos disponíveis para a execução da política monetária.

§ 5º A emissão de títulos de que trata este artigo dar-se-á de forma direta em favor do Banco Central do Brasil, sem contrapartida financeira. (Grifado)

Nacional, como a terceira opção, após a utilização de reservas (de resultados cambiais) e do patrimônio líquido do BCB. Para tanto, revogou expressamente, os dispositivos da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008 e da Medida Provisória n. 2.179-36 de 24 de agosto de 2001. No entanto, não houve revogação expressa do artigo 7º, § 1º, da LRF. Dessa forma, há duas regras aparentemente em vigor: 1) a regra antiga, que estabelece que o resultado negativo é obrigação do Tesouro e será consignado em dotação orçamentária específica e 2) a regra nova, segundo a qual, a cobertura dos prejuízos do BCB será realizada, sucessivamente, por meio das reservas de resultado, da redução do patrimônio líquido e, por fim, por meio do Tesouro.

Poderia a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019 (lei ordinária), alterar as disposições da Lei de Responsabilidade Fiscal (lei complementar) quanto ao resultado do BCB? A resposta foi apresentada na seção anterior, conforme entendimento adotado pelo TCU, ao analisar a constitucionalidade da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008. Desse modo, embora a LRF seja lei complementar de normas gerais sobre finanças públicas, o conteúdo do artigo 7º, § 1º, por veicular detalhes acerca da apuração do resultado do BCB, diz respeito a norma específica dirigida unicamente para a União, no âmbito da regulação do relacionamento entre Tesouro Nacional e o BCB.²⁸⁰ Nesse caso, igualmente por não dizer respeito ao Sistema Financeiro Nacional propriamente dito, não seriam regra sujeita a quórum legislativo qualificado. Portanto, embora veiculada em lei complementar, podem ser alteradas ou mesmo revogadas por lei ordinária. Nesse sentido, a antinomia entre a regra contida no artigo 7º, § 1º, da LRF, e a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, resolve-se pelo postulado de Direito Intertemporal, segundo o qual, lei posterior revoga lei anterior.

Assim, com a mencionada lei ordinária de 2019, a cobertura de resultado negativo das operações do BCB, antes de constituir obrigação do Tesouro Nacional, deverá ser realizada por meio das reservas de resultado positivo e pela redução de seu patrimônio líquido da autoridade monetária.

Por fim, as alterações promovidas pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019 (unificação do resultado negativo, revogação da distribuição de resultados

²⁸⁰ “Tais questões, a nosso ver, por não tratarem da regulação geral das finanças públicas, e, sim, ao que parece, de aspectos financeiros e contábeis na relação entre Banco Central e Tesouro Nacional no que diz respeito à variação cambial, não constituem matérias próprias de lei complementar, conforme asseverado pelo Supremo Tribunal Federal” (BRASIL, 2011, p. 42).

positivos oriundos de variação cambial, cobertura do resultado negativo primeiramente por meio das reservas de resultado e do patrimônio líquido do BCB) tendem a reduzir o fluxo de dinheiro e de títulos entre as autoridades fiscal e monetária, a diminuir a demanda de operações compromissadas e a reduzir a emissão de títulos públicos do Tesouro em favor do BCB.

Vislumbra-se, no médio prazo, que o relacionamento entre Tesouro Nacional e BCB, sob novos parâmetros normativos, tende a contribuir para a redução do montante da dívida pública bruta brasileira (já pois o fluxo de títulos não se refletia no conceito de dívida pública líquida dotado pelo BCB). Além disso, espera-se melhoria nos demais indicadores das finanças públicas brasileiras.²⁸¹

A análise dos balanços do BCB, das informações do Tesouro Nacional e da execução orçamentária da União, nos semestres seguintes à entrada em vigor das alterações legislativas confirmará, ou não, o atingimento dos objetivos apresentados para a elaboração da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019.

²⁸¹ A lei n. 13.820/2019 traz inovações legislativas relevantes e que visam a trazer um pouco mais de segurança, clareza, redução e estabilidade no fluxo de recursos entre as referidas unidades, de modo a evitar o financiamento implícito do Tesouro e o impacto indevido no endividamento público. Um passo adiante que avança no sentido de dar maior transparência e segurança jurídica a relações ainda muito íntimas e não suficientemente públicas. Aguardaremos o passar do tempo, o início da vigência e a efetiva aplicação das novas regras para atestar o atingimento de tais objetivos. Nessas relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, queremos ver os detalhes do que se passa lá dentro, e com as portas abertas, não somente olhando pelo buraco da fechadura..." (CONTI, 2019b).

CONCLUSÃO

No Direito brasileiro, a mais importante de todas as regras dirigidas ao relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional está prevista no artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988. Nos termos deste dispositivo, é “vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.

Esse comando está situado na parte do texto constitucional voltada para as finanças públicas e foi objeto de discussão desde as primeiras reuniões da Assembleia Nacional Constituinte, em 1987. Desse modo, por expressa vedação constitucional, não cabe ao BCB, não obstante sua prerrogativa de emitir moeda, financiar as atividades do TN, principalmente em momentos de crise econômica, como a que o Brasil enfrentava nos anos 1980 e a que enfrenta nos últimos anos. O financiamento por meio de emissão monetária frequentemente acarreta pressões de demanda, que levam ao descontrole inflacionário e todos os efeitos negativos que decorrem dessa situação.

Dessa forma, a atividade financeira do Estado deve ser executada sob as diretrizes da responsabilidade na gestão fiscal, por meio de “ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, mediante o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas”, conforme artigo 1º, §1º, da Lei de Responsabilidade Fiscal, entre outras de suas diretrizes.

A princípio, não seria difícil verificar o cumprimento da regra constitucional que proíbe o financiamento do TN pelo BCB. Ao longo de sua vigência, não se verificou a existência de contratos de mútuo, assinados pelo Presidente da República, o Ministro da Fazenda (ou o Secretário do Tesouro Nacional) e o Presidente do Banco Central do Brasil, a partir dos quais, o BCB viesse a entregar dinheiro ao TN, tendo como contrapartida o dever, por parte deste último, de restituir os valores acrescidos de juros, no prazo estipulado no contrato.

No que tange às operações com títulos públicos, igualmente não há a possibilidade de empréstimos explícitos, pois há regras expressas que impedem tal procedimento. É o caso do artigo 39, da Lei de Responsabilidade Fiscal,

segundo o qual, a autoridade monetária não pode adquirir títulos da dívida pública, a não ser para fins de política monetária. É o caso do artigo 164, § 2º, da Constituição brasileira de 1988, que estabelece somente ser permitido ao BCB “comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros”.

No entanto, conforme exposto ao longo deste trabalho, existem possibilidades mais sofisticadas e implícitas de empréstimos e estas demandam a atenção do Direito Financeiro. Podem ser feitos por meio de mecanismos jurídico-contábeis e financeiros que, de forma sub-reptícia, levam ao financiamento do TN pelo BCB, em descumprimento da mencionada vedação constitucional.

Nesse sentido, constata-se que, sob a vigência da Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008, o relacionamento entre ambas as instituições gerou elevados fluxos semestrais de dinheiro e de títulos públicos, os quais chegaram, com frequência, a centena de bilhões de reais. Em razão da origem (da maior parte) dos resultados cambiais e de arranjos contábeis, tais fluxos levaram a um financiamento implícito do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

A origem desse financiamento implícito está na estratégia adotada pelo Governo brasileiro, que se intensificou do ano de 2005 em diante, de aumentar o montante de reservas internacionais. Estas reservas, por determinação legal, devem ficar sob a custódia do BCB. Embora constituam uma espécie de seguro em face de crises no balanço de pagamentos, constata-se que as reservas se encontram, desde então, em patamar muito acima do que é o recomendável para garantir tal segurança, de acordo com parâmetros internacionais.

Desse modo, a elevação do volume das reservas internacionais aumentou o tamanho do BCB e deixou seu balanço exposto a variações cambiais. Essa exposição acarretou uma sucessão de (elevados) resultados negativos entre os anos de 2005 e 2007, o que gerou o risco de redução do patrimônio líquido da autoridade monetária.

Embora a manutenção de um patrimônio líquido elevado não seja requisito para o bom desempenho de um banco central (ao contrário do que ocorre com bancos comerciais), o Governo brasileiro tomou a segunda decisão impactante sobre essa matéria: a criação do mecanismo de equalização cambial, por meio da Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008, posteriormente, convertida na Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008.

A partir de então, separou-se o produto das operações cambiais das demais atividades do BCB, com o objetivo declarado de neutralizar os efeitos da variação da cotação dólar sobre o patrimônio líquido do BCB. No entanto, a alternância de resultados negativos e positivos continuou, assim como o fluxo de dinheiro e títulos públicos em ambos os polos da relação.

Essas duas decisões alteraram profundamente, ao longo de mais de dez anos, os termos do relacionamento entre o TN e o BCB e levaram ao financiamento implícito de um pelo outro. Em consequência, houve uma sucessão de efeitos nas finanças públicas nacionais.

Em primeiro lugar, a moeda estrangeira utilizada para compor as reservas internacionais foi adquirida no mercado interno. Dessa forma, o BCB trocou Real por Dólar e, assim, injetou liquidez na economia nacional. A consequência imediata foi o aumento das operações compromissadas por parte do BCB. Tais operações constituem o principal instrumento de execução da política monetária e são realizadas por meio da venda (com compromisso de recompra no curto prazo) de títulos da dívida pública brasileira. O aumento no volume de tais operações tende a elevar o custo fiscal da dívida pública brasileira e impacta o orçamento do Governo Federal.

Em segundo lugar, a ocorrência de elevados resultados positivos oriundos da equalização cambial fez com que o BCB creditasse dezenas ou centenas de bilhões de reais na Conta Única do Tesouro Nacional. Como se tratava de recursos advindos de mera avaliação de ativos diante da variação do câmbio, essa receita era criada sem a contrapartida de sua prévia retirada da economia. Sendo assim, o saldo da Conta Única elevou-se ano após ano por dois motivos: primeiro, pelo ingresso direto dos resultados semestrais positivos do BCB; segundo, pela remuneração dos saldos. Caso esses recursos viessem a financiar despesas públicas (como, por exemplo, o pagamento da dívida pública em mercado), novamente haveria injeção de liquidez. E, fechando o ciclo, o BCB deveria atuar e realizar operações compromissadas.

Em terceiro lugar, a ocorrência de elevados resultados negativos advindos da equalização cambial fez com que o Tesouro Nacional emitisse títulos públicos em favor do BCB. Desse modo, o volume da carteira de títulos do BCB aumentou em elevada proporção. Conforme exposto ao longo do trabalho, muito embora não estivessem em circulação no mercado (e nessa situação não gerassem o

pagamento de juros), a mera existência de tais títulos em poder de BCB elevou os indicadores da dívida bruta brasileira. Ademais, a mera existência desses títulos públicos no lado ativo do balanço exige, em contrapartida, ou a redução de algum outro ativo (como as reservas internacionais, o que não correu) ou a elevação de um ou mais itens do lado passivo. Esse fato contribuiu, ao longo do período analisado, para o crescimento do tamanho do BCB.

Todas essas constatações e distorções nas finanças públicas brasileiras apontadas neste trabalho ocorreram após o elevado aumento das reservas internacionais, a começar em 2005, e se acentuaram após a criação do mecanismo de equalização cambial para apuração do resultado do BCB, em 2008.

Além da regra constitucional, o relacionamento entre o BCB e o TN, existem muitas outras normas que regem a matéria.

As mais importantes são: as regras sobre a apuração do resultado do BCB e sua destinação ao (ou cobertura pelo) Tesouro Nacional (previstas na LRF, em leis ordinárias e em medidas provisórias, abordadas ao longo do trabalho); as regras que estabelecem deveres de transparência na condução da política monetária, tais como, a exigência de que as leis de diretrizes orçamentárias federais apresentem anexo específico, a explicitar “os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente” (artigo 4º, § 4º, da LRF); a exigência de que os balanços do BCB apresentem explicações sobre “os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União” (artigo 7º, § 3º, da LRF); o dever de o Banco Central do Brasil apresentar semestralmente, perante o Congresso Nacional, “avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços” (artigo 9º, 5º, da LRF); regras sobre vinculação das receitas oriundas do resultado do Banco Central, destinadas às obrigações decorrentes da dívida pública; regras sobre a operacionalização da Conta Única do Tesouro Nacional, bem como sobre o modo de remuneração e a destinação das receitas daí

decorrentes; regras sobre a composição da carteira de títulos públicos no âmbito do BCB, entre outras tantas regras em vigor.

Em suma, constatou-se que as distorções existentes no âmbito do relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil não decorrem de falta de regras jurídicas. Em verdade, constatou-se que esse conjunto normativo é eficiente para evitar as diversas formas de financiamento explícito, por meio de empréstimos ou outras operações de crédito. No entanto, não se mostrou eficaz o suficiente para impedir a adoção de procedimentos e mecanismos contábeis que permitiram o financiamento implícito em elevada escala.

Para a verificação, o trabalho foi dividido em quatro capítulos. O primeiro teve como objetivo situar o tema em perspectiva histórica recente. Os demais capítulos tiveram como objeto os pontos mais relevantes sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, a saber: 1) a Conta Única do Tesouro Nacional; 2) a carteira de títulos para execução da política monetária e 3) a apuração e destinação dos resultados da autoridade monetária.

No capítulo um, demonstrou-se que o tema não é novo no Direito Financeiro brasileiro. Na verdade, a origem do artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988, decorre do período em que havia confusão de atribuições entre o Banco Central do Brasil, Banco do Brasil e as funções de tesouraria e execução orçamentária da União, no âmbito do Ministério da Fazenda.

Além disso, havia um mecanismo de emissão monetária, a conta-movimento entre o BB e o BCB, que, aliada à pluralidade de orçamentos que havia na época, afetava as finanças públicas brasileiras. Apontou-se, ainda nesse primeiro capítulo, que ao longo dos anos 1980, houve uma série de mudanças institucionais, que determinaram o fim da conta-movimento, a criação da STN, a criação da CTU, a entrada em operação do sistema SIAFI e a efetiva segregação de funções entre o BB e o BCB, o qual assumiu, com exclusividade, a condição de autoridade monetária no Brasil. Desde então, o relacionamento entre o TN e o BCB passou, de modo gradativo, a apresentar graus mais elevados de institucionalização.

Apontou-se, ainda nesse capítulo de registro histórico, outras fases e fatos relevantes, os quais acarretaram reflexos para os anos seguintes. Foram indicados o contexto e os efeitos da implantação do Plano Real (em 1994); a

posterior adoção (em 1999) do chamado tripé macroeconômico, caracterizado pelo câmbio flutuante, metas para inflação e superávit primário, além da entrada em vigor (em 2000) da Lei de Responsabilidade Fiscal. Ao final do capítulo, foram indicados os impactos da crise de 2008. Na ocasião, passou a haver maior coordenação entre tesouros e bancos centrais, com vistas ao enfrentamento dos efeitos da crise e isso resultou no aumento do balanço dos bancos centrais em diversos países. Por fim, abordou-se, nesse contexto, a criação do mecanismo de avaliação em separado de ativos de operações em moeda estrangeira (2008) e o fim do repasse de resultados não realizados do BCB ao Tesouro Nacional (2019). A conclusão parcial deste primeiro capítulo é que, mesmo com toda essa evolução normativa e institucional, da criação do BCB em 1964 até 2019, as regras que vigoraram não foram suficientes para coibir por completo o financiamento implícito do Tesouro Nacional pelas autoridades monetárias. Fosse por meio da conta-movimento, fosse por meio da equalização cambial.

No capítulo dois, abordou-se a Conta Única da União. Verificou-se tratar de estrutura jurídico-contábil sob a forma de conta bancária unificada, fundamentada em lei, especialmente a Lei 4.320, de 17 de março de 1964, e o Decreto-lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967. Tem o objetivo de possibilitar o gerenciamento global do caixa governamental (*cash management*) e reforçar a transparência das operações e dos saldos. Sua execução permite a obtenção de informações precisas e de modo ágil, por meio da consolidação das transações realizadas pela União. Além disso, ao evitar a existência de recursos ociosos em uma grande quantidade de contas bancárias, o regime de conta única diminui a necessidade e os custos de financiamento por meio de emissão de dívida.

Demonstrou-se que, em razão dos valores que movimenta, é necessário haver um mínimo de coordenação da atividade financeira do Estado, no que tange ao registro de entradas e de saídas, preferencialmente no menor número possível de contas bancárias. Foram expostas a operacionalização dos registros de entradas e saídas, a partir do sistema SIAFI. Verificou-se que, embora seja chamada de “conta única”, existem divisões e vinculações internas, no caso, a subconta Tesouro Nacional, a subconta Dívida Pública e a subconta RGPS, além de outras contas separadas.

Além da justificativa para a adoção do regime de conta única, de sua operacionalização e de suas subdivisões, constatou-se que tal mecanismo

influencia (e é influenciado pelo) relacionamento entre o Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, em razão do estoque dos saldos e dos valores da remuneração. São valores elevados e em trajetória crescente ao longo dos últimos anos. Ao final, abordou-se ainda a inserção do Tesouro Nacional e da CTU no Sistema de Pagamentos Brasileiro, gerenciado pelo BCB. No caso, em razão dos valores movimentados e da quantidade de operações realizadas, a arrecadação de receitas e os pagamentos, realizados pelo do caixa do Tesouro Nacional, constituem unidade destacada no mencionado sistema.

O capítulo três detalhou a carteira de títulos à disposição do BCB e sua fundamentação jurídica. Foram descritos os instrumentos mais utilizados pelos bancos centrais para execução da política monetária: depósitos compulsórios; operações de redesconto para instituições financeiras e operações de compra e venda de títulos públicos, emitidos pelos governos ou pelos próprios bancos centrais. Constatou-se que o instrumento mais usado, em termos de volume e de quantidade de transações, é a compra e venda de títulos públicos. Verificou-se igualmente que tais operações estão entre as mais relevantes no relacionamento entre TN e BCB. Primeiro, pelo dever de manutenção de montantes mínimos de títulos públicos à disposição do Banco Central; segundo, pelo custo fiscal de tais operações.

Contextualizou-se a ação de bancos centrais e tesouros nacionais no ambiente econômico da Grande Recessão de 2008, por meio de redução da taxa de juros da dívida pública (inclusive com juros negativos) associada à emissão monetária, no que ficou conhecido como *Quantitative Easing*. Indicou-se que os efeitos dessa crise, associados ao movimento verificado anteriormente, em países emergentes, de formação e aumento de reservas internacionais, estiveram entre as justificativas para a expansão dos balanços dos bancos centrais em vários países. Inclusive e principalmente no Brasil.

Constatou-se que os efeitos da crise financeira de 2007-2008 e as respostas apresentadas nos países mais afetados apontaram para uma mudança de paradigma da política monetária e do relacionamento entre os bancos centrais e tesouros nacionais. No caso, o reconhecimento de que é preciso avançar do monitoramento do volume de moeda e/ou da velocidade de sua circulação (bases da chamada Teoria Quantitativa da Moeda e suas variantes) para a adoção de instrumentos mais sofisticados de controle de preços ou expectativas de inflação,

por meio da regulação da taxa de juros, no curto e no longo prazos. Nesse contexto, a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, reforçou tal tendência ao revogar artigos da Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995, que estabeleciam limites quantitativos para a emissão monetária, vinculados às reservas internacionais.

Embora seja um tema aparentemente antigo e pacificado, constatou-se que o modelo adotado no Brasil, no qual o BCB não emite títulos próprios e utiliza os títulos do TN é a melhor prática a ser adotada. Assim, a emissão exclusiva de títulos públicos pelos tesouros nacionais gera externalidades positivas no mercado financeiro e evita a concorrência entre os emissores.

Por fim, analisou-se a composição da carteira de títulos do BCB e foi possível verificar: 1) seu elevado volume; 2) a predominância do título LFT (Letras Financeiras do Tesouro, vinculadas à taxa básica de juros) 3) a elevada participação das operações compromissadas. Em seu conjunto, tais características, conforme analisado, tendem a elevar o custo fiscal da política monetária brasileira. Assim, a situação ideal é que haja gradativa redução da carteira de títulos, diminuição da participação das LFTs e redução do volume de operações compromissadas.

No quarto capítulo foi abordado o tratamento jurídico do resultado financeiro das operações do BCB. Em pouco mais de dez anos, a matéria foi objeto de duas alterações legislativas de elevado impacto nas finanças públicas nacionais: primeiro, a Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008, que criou o mecanismo de equalização cambial, e depois a Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019, segundo a qual os resultados positivos da variação cambial de ativos e de operações em moeda estrangeira não mais serão repassados automaticamente ao Tesouro Nacional.

Foram apresentados os principais aspectos do balanço de um banco central, seus principais componentes e sua importância como fonte de dados e informações acerca das operações e da situação patrimonial de autoridade monetária. Verificou-se o caráter dinâmico da interação entre os vários elementos que formam o balanço, como as reservas internacionais, a base monetária, operações compromissadas e a carteira de títulos públicos.

Após indicar modelos de apuração e de distribuição de resultados positivos e de cobertura dos negativos, expôs-se o modelo do Banco Central do Brasil, o qual não possui acionistas privados (nem mesmo instituições financeiras, como o caso

do FED, nos Estados Unidos) e que atualmente seus lucros e prejuízos são repassados para União.

Demonstrou-se, com respaldo nos fluxos de resultados (positivos e negativos) gerados pelo BCB por meio do mecanismo de equalização cambial, a existência de financiamento implícito do Tesouro Nacional por meio do envio desses resultados, em violação ao artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988. No entanto, conforme exposto, esse repasse automático foi revogado pela Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019.

Por meio da mencionada lei, entrou em vigor: 1) nova metodologia para apuração do resultado do BCB; 2) novos parâmetros para o repasse de lucros para o Tesouro Nacional e 3) novos mecanismos para cobertura dos prejuízos.

Assim, desde o segundo semestre de 2019, não haverá mais dois possíveis resultados negativos do BCB (um, oriundo de reavaliação de ativos em moeda estrangeira e do saldo de operações com derivativos cambiais, e, outro, decorrente das demais operações realizadas pelo BCB). Haverá um único possível resultado, seja ele positivo, seja ele negativo.

Se no semestre, o resultado do BCB for positivo, a parcela decorrente da equalização cambial não será encaminhada ao Tesouro Nacional; comporá reserva de no balanço do BCB. Havendo resultado negativo, sua cobertura será realizada, primeiramente, pelas reservas constituídas nos semestres anteriores; em segundo lugar, por meio do patrimônio institucional do BCB; só então, quando esgotadas as possibilidades anteriores, será coberto pela emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional.

Ao final, o trabalho demonstrou que a relação entre o poder de emissão de moeda e a atividade financeira do Estado é fonte de tensão e afeta relevantes indicadores macroeconômicos. Demonstrou-se igualmente a existência, no Brasil, de regras jurídicas a parametrizar o relacionamento entre autoridades monetárias e fiscais. Constatou-se que a eficácia de tais regras, no que tange a evitar o financiamento monetário, apresenta avanços (como a criação do Banco Central do Brasil, em 1964, e da Secretaria do Tesouro Nacional, em 1986, e a entrada em vigor da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000) e retrocessos (como a execução da conta-movimento, entre 1964 e 1986, e o mecanismo de repasse automático dos resultados oriundos da equalização cambial, em vigência de 2008 a 2019).

Em conclusão, constatou-se a eficácia da regra constitucional, que, ao proibir expressamente a realização de empréstimos, afasta qualquer tipo de financiamento explícito do TN pelo BCB. No entanto, as possibilidades de financiamento implícito, sub-reptício e disfarçado por meio de procedimentos jurídico-contábeis, demandam vigilância, acompanhamento e constante aperfeiçoamento legislativo.

E é nesse contexto que se situa o novo marco jurídico do relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, nos termos da Lei n. 13.820, de 03 de maio de 2019. Das alterações realizadas, espera-se a eficácia suficiente para que essa relação ocorra com transparência, vinculada a regras de planejamento e de execução orçamentária e sem qualquer mecanismo de financiamento implícito, vedado pelo artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988.

REFERÊNCIAS

ABRAHAM, Marcus. **Lei de responsabilidade fiscal comentada**. 2. ed. Rio de Janeiro: GEN/Forense, 2017.

AFONSO, José Roberto Rodrigues. Memória da Assembleia Nacional Constituinte de 1987/88: as finanças públicas. **Revista do BNDES**. n. 11. jun/1999. Disponível em:

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1102.pdf. Acesso em: 27.05.2016.

_____. **Keynes, crise e política fiscal**. São Paulo: Saraiva, 2012.

AFONSO, José Roberto Rodrigues; HIGA, Ana Paula. Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil. Textos para discussão n. 66. **Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal**. Brasília, novembro de 2009. Disponível em:

<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-66-algumas-inter-relacoes-da-politica-fiscal-com-a-monetaria-cambial-e-crediticia-no-brasil>. Acesso em: 27.05.2016.

AHAMED, Liaquat. **Os donos do dinheiro**: os banqueiros que quebraram o mundo. Traduzido por Donaldson M. Garschagen. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2010.

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **Finanças públicas**: teoria e prática no Brasil. 5. ed. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2016.

ALMEIDA, Mansueto. SALTO, Felipe (Orgs.). **Finanças públicas**: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade. Rio de Janeiro: Record, 2016.

AMARAL, Marcelo Quevedo do. A transparência da política monetária e a sua limitação aos objetivos constitucionais. **Revista Brasileira de Políticas Públicas**. V. 8, n. 1. jan/abr 2018. Brasília, 2018. p. 706-724. Disponível em: <https://www.publicacoes.uniceub.br/RBPP/article/view/4620>. Acesso em: 31.05.2019.

AMARAL, Marcelo Quevedo do; OUREIRO, José Luis. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista Economia Contemporânea**. V. 12, n. 3. set/dez 2008. P. . Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 491-517, set./dez. 2008. Rio de Janeiro, 2008. p. 491-517. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/5824/1/ARTIGO_RelacaoMercadoDivida.pdf. Acesso em: 15.11.2019.

AMORIM NETTO, Marcos. **O orçamento monetário**: formulação e acompanhamento de suas contas no período 1963/1966. Dissertação (Mestrado em Economia). Fundação Getúlio Vargas. Escola de Pós-Graduação em Economia. Rio de Janeiro, 1968.

ARNON, Arie. **Monetary theory and policy from Hume and Smith to Wicksell: money, credit and economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

ATALIBA, Geraldo. **Apontamentos de ciência das finanças, direito financeiro e tributário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1969.

_____. **Empréstimos públicos e seu regime jurídico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

AVELÃS NUNES, António José. **Quo vadis, Europa?** São Paulo: Contracorrente, 2016.

AYRES, João; GARCIA, Marcio; GUILLEN, Diogo; KEHOE, Patrick. The monetary and fiscal history of Brasil, 1960-2016. **IDB Working Paper Series n. 990/April 2019**. Washington DC: IDB Interamerican Development Bank, 2019. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/monetary-and-fiscal-history-brazil-1960-2016>. Acesso em 08.05.2019.

BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016

BACHA, Edmar. **Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.

_____. Prefácio. In: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Record, 2016. p. 09-14.

_____. Comentários ao texto de André Lara Resende. **Jornal Valor Econômico**. 25.03.2019. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/03/25/comentarios-ao-texto-de-andre-lara-resende-por-edmar-bacha.ghtml>. Acesso em: 31.08.2019.

BALEEIRO, Aliomar. **Uma introdução à ciência das finanças**. 12. ed.. Rio de Janeiro, 1978.

BERCOVICCI, Gilberto. Luis Fernando Massoneto. A constituição dirigente invertida: a blindagem da Constituição Financeira e a agonia da Constituição Económica. **Boletim de Ciências Econômicas**. Vol. XLIX. Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2006. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10316.2/24845>. Acesso em: 03.02.2016.

BEREJO, Álvaro Rodríguez. Estudio preliminar: una lección de Derecho Constitucional. In: LABAND, Paul. **Derecho presupuestario**. Traduzido por José Zamit. Madri: Tecnos, 2012. p. IX-CCXXXVII.

BERNANKE, Ben S.; GEITHNER, Thimoty F.; PAULSON JUNIOR, Henry M. **Firefighting: the financial crisis and its lessons**. New York: Penguin Books, 2019.

BIASOTTO, Helena; BESSADA, Octavio. Sistema de pagamentos e estabilidade financeira: o caso brasileiro. **Nota Técnica BCB n. 44/2004**. Brasília: BCB, 2004. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/notastecnicas/01042004EstabFinanceirap>.

Acesso em: 31.08.2019.

BINDSEIL, Ulrich. **Monetary policy implementation: theory, past and present**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomics**. 7. ed. Boston: Pearson, 2017.

BLINDER, Alan S. **Bancos centrais: teoria e prática**. Traduzido por Maria Abramo Caldeira Brant. São Paulo: Editora 34, 1999.

BORGES, Caio de Souza. **Banco central e a administração de crises bancárias**. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas. Escola de Direito de São Paulo. São Paulo, 2014.

BORIO, C. E. V.; VAN DEN BERG, P.. The nature and management of payment system risks: an international perspective. **BIS Economic Papers**. n. 36, feb/1993. Bank for International Settlements (BIS): Basel, 1993. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/econ36.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

BOYLAN, Delia M. **Defusing democracy: central bank autonomy and the transition from authoritarian rule**. Ann Arbor-MI: University of Michigan Press, 2001.

BRASIL. Assembleia Nacional Constituinte 1987/1988. **Anteprojeto apresentado à Subcomissão do Sistema Financeiro**. Brasília: Assembleia Nacional Constituinte, 1988. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/legislacao/Constituicoes_Brasileiras/constituicao-cidada/o-processo-constituente/comissoes-e-subcomissoes/comissao5/vol156_SubVcSIM.pdf.

Acesso em: 26.03.2018.

_____. Banco Central do Brasil. **Balancete Patrimonial em 31.03.2016**. Brasília: BCB, 2016. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infina/be201603/Demonstra%E7%F5es%20mar2016.pdf>. Acesso em: 27.05.2016.

_____. Poder Executivo. **Mensagem 52-63**. Diário do Congresso Nacional. Ano XVIII, n. 30, 06 de abril de 1963, p. 1259-1260.

_____. Conselho Monetário Nacional. **Ata da 433ª Reunião, de 21.08.1984**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0433_CMN.pdf Acesso em: 28.01.2019.

_____. Conselho Monetário Nacional. **Voto n. 45/84**. Brasília, 1986.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relationship between the fiscal and monetary authorities: international experience and the Brazilian case**. Brasília: STN, 2013. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/186912/artigo_TN_x_BCB_site_ingles.pdf/2d814d7a-e5bb-48cf-b41f-23dc84cfd4bf . Acesso em: 10.05.2018.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual do SIAFI**. Brasília: STN, 1996 (1ª ed.). Disponível em: https://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/modules/mod_pdf_manual/pdf/manual-siafi.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2018**. Brasília: STN, 2018a. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF+2018/37056e6f-9cf0-423f-8352-8e1277acc2a8>. Acesso em: 20.03.2018.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública Federal: Relatório Anual da Dívida 2018**. Brasília: STN, 2018b. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD_2019.pdf/85c6fb46-144a-4c26-88f2-6b15e4098744. Acesso em: 31.0.2019.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2019**. Brasília: STN, 2019d. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF+2019/d681bd75-4a54-4d21-8a67-79d23d6a44d5>. Acesso em 24.11.2019.

_____. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Especial - Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**. Brasília: STN, 2019a. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/318974/RelatorioBCTesouro/b3f49f92-9ce0-4f75-b5cf-d14565cd4d20>. Acesso em: 08.05.2019.

_____. Ministério da Economia. Secretaria do Orçamento Federal. **Manual Técnico do Orçamento – MTO/2020**. Brasília: SOF, 2019b. Disponível em: <https://www1.siof.planejamento.gov.br/mto/lib/exe/fetch.php/mto2020:mto2020-versao4.pdf>. Acesso em: 31.09.2019.

_____. Senado Federal. Comissão Especial de Desenvolvimento Social. **Parecer n. 796/2015**. Brasília: CEDS, 2015. Disponível em: <http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=179449&tp=1>. Acesso em: 27.05.2016.

_____. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do governo da República (2007)**. Brasília: TCU, 2008. Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2007/Textos/CG_2007_Relatorio.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

_____. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 1259/2011**. Brasília: TCU, 2011. Disponível em: <https://contas.tcu.gov.br/juris/Web/Juris/ConsultarTextual2/Jurisprudencia.faces?colegiado=PLENARIO&numeroAcordao=1259&anoAcordao=2011>. Acesso em: 27.05.2016.

_____. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. N. 1084/2018**. Brasília: TCU, 2018c. Disponível em: <https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/%252a/NUMACORDAO%253A1084%2520ANOACORDAO%253A2018/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/false/1/false>. Acesso em: 25.05.2018.

_____. Tribunal de Contas da União. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do governo da República (2018)**. Brasília: TCU, 2019c. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/contas-do-governo/index.html>. Acesso em: 30.09.2019.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Economia brasileira: uma introdução crítica**. 3. ed. São Paulo: 34, 1998.

BUNEA, Daniela; KARAKITSOS, Polychronis; MERRIMAN, Niall; STUDENER, Werner. **Profit distribution and loss coverage rules for central banks: European Central Bank Occasional Paper Series**. n. 169/2016. Frankfurt: ECB, 2016. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop169.en.pdf>. Acesso em 19.12.2018.

BURKHEAD, Jesse. **Orçamento público**. Traduzido por Margaret Hanson Costa. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971.

BUZENECA, Inese; MAINO, Rodolfo. Monetary policy implementation: results from a survey. **IMF Working Paper n. 07/7**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

CABRAL, Nazaré da Costa. **Programação e decisão orçamental: da racionalidade das decisões orçamentais à racionalidade econômica**. Coimbra: Almedina, 2008.

CAMPOS, Roberto. **A lanterna na popa: memórias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contento; MONTEIRO, Marcelo Balloti. O Banco Central do Brasil: institucionalidade, relações com o estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático. **Texto para Discussão 1518/2010**. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2010. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&id=9820. Acesso em: 01.08.2019.

CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de; SILVA, Anderson Caputo. **Dívida pública: experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009.

CARVALHO JUNIOR, Antônio Costa d'Ávila; PINTO, Victor Carvalho. Limites constitucionais à emissão de moeda. In: SILVA, Rafael Silveira e. **30 anos da Constituição: evolução, desafios e perspectivas para o futuro**. Vol. 1. Brasília: Senado, 2018. p. 204-239.

CARVALHO JUNIOR, Antônio Costa d'Ávila. “**Operação de equalização cambial**” e o financiamento do Banco Central ao Tesouro Nacional. Consultoria da Câmara dos Deputados. Estudo Técnico n. 04/2018. Brasília: Câmara dos Deputados, 2018. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/estudos/2018/201804OperaodeEqualizaoCambialeoFinanciamentodoBCBaotTesouroNacional.pdf>. Acesso em 11.06.2018.

_____. BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 153-191.

CASTRO, Lavinia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade do ano 90. In: GIAMBIAGI, Fabio; CASTRO, Lavinia Barros de; VILLELA, André Arruda; HERMANN, Jennifer. **Economia brasileira contemporânea (1945-2015)**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2016. p. 131-164.

CATAPANI, Márcio Ferro. **Títulos públicos: natureza jurídica e mercado**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

CATARINO, João Ricardo. **Finanças públicas e direito financeiro**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2014.

CAVALCANTI, Amaro. **Elementos de finanças: estudo theorico-prático**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1896.

CAVALCANTI, Marco A. F. H.; VONBUN, Christian. Evolução da política de recolhimento compulsório no Brasil pós-Real. **Texto para Discussão 1826/2013**. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2013. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&id=18276. Acesso em: 01.08.2019.

CERQUEIRA, Ceres Alves. **Dívida Externa Brasileira**. 2. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Documents/outras_pub_alfa/D%C3%ADvida_Externa_Brasileira_-_Segunda_Edição_Revisada_Ampliada.pdf. Acesso em: 01.08.2019.

CHAUDHURI, Ranajoy Ray. **Central bank independence, regulations & monetary policy: from Germany and Greece to China and the United States**. London: Palgrave MacMillan, 2018.

CONTI, José Maurício. **A autonomia financeira do Poder Judiciário**. São Paulo: MP Editora, 2006.

_____. Iniciativa legislativa em matéria financeira. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury (Coords.). **Orçamentos públicos e direito financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 283-307.

_____. **Levando o direito financeiro a sério**. São Paulo: Blucher, 2016.

_____. **O planejamento orçamentário da administração pública no Brasil.** Tese (Titularidade). Universidade de São Paulo. Faculdade de Direito. São Paulo, 2017.

_____. Banco Central e Tesouro: relações íntimas, mas que precisam ser públicas e transparentes. **Coluna Fiscal da Revista Eletrônica JOTA**, 27.06.2019. (2019b). Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-fiscal/banco-central-e-tesouro-relacoes-intimas-mas-que-precisam-ser-publicas-e-transparentes-27062019>. Acesso em: 01.08.2019.

_____. Direito Financeiro e meio ambiente: como os instrumentos financeiros são fundamentais para proteger esse patrimônio da humanidade. **Coluna Fiscal da Revista Eletrônica JOTA**, 19.09.2019 (2019c). Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-fiscal/direito-financeiro-e-meio-ambiente-19092019>. Acesso em 19.09.2019.

CONTI, José Maurício (Coord.). **Dívida pública.** São Paulo: Blucher, 2018.

_____. **Orçamentos públicos:** a Lei 4.320/1964 comentada. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019a.

CONTI-BROWN, Peter. **The power and the independence of the Federal Reserve.** Princeton: Princeton University Press, 2016.

CORTEZ, Tiago Machado. **Moeda, Estado e Direito:** o papel do Estado na ordem monetária e seu controle. Tese (Doutorado em Direito). Universidade de São Paulo. Faculdade de Direito. São Paulo, 2004.

COSTA, Carla Rodrigues; MAGALHÃES, Luis Carlos G. de. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. **Texto para Discussão 2403/2018.** Rio de Janeiro: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2018. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8594/1/TD_2403.pdf. Acesso em 31.08.2019.

COSTA NETO, Yttrio Corrêa da. **Bancos oficiais do Brasil:** origem e aspectos de seu desenvolvimento. Brasília: BCB, 2004. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/public/BancosEstaduais/livros_bancos_oficiais.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

CUNHA, Daniel Carvalho; LEITE, Lucas Gurgel; LEISTER, Maurício Dias. A gestão da dívida pública, o efeito riqueza e a transmissão da política monetária. **Textos para Discussão n. 023/2016.** Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2016. Disponível em: <https://ojs.tesouro.gov.br/index.php/textos>. Acesso em 31.08.2017.

CYPHER, James M. **The process of economic development.** 4. ed. New York: Routledge, 2014.

CYSNE, Rubens Penha. Depósitos do Tesouro: no Banco Central ou nos bancos comerciais. **Série EPGE Ensaios Econômicos n. 155/1990.** Escola de Pós-Graduação em Economia do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação

Getúlio Vargas. Rio de Janeiro: FGV, 1990. Disponível em: <https://epge.fgv.br/users/rubens/wp-content/uploads/2015/12/depositos-de-tesouro.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

DE CHIARA, José Tadeu. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado em Direito). Universidade de São Paulo. Faculdade de Direito. São Paulo, 1986.

DEODATO, Alberto. **Manual de ciência das finanças**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 1976.

DOW, Sheila C. The relationship between central banks and governments: what are central banks for? In: GOODHART, Charles; GABOR, Daniela; VESTEGAARD, Jakob; ERTÜRK, Ismail (Eds.). **Central banking at a crossroads: Europe and beyond**. London: Anthem Press, 2014. p. 229-243.

DUARTE, Tiago. **A lei por detrás do orçamento: a questão constitucional da lei do orçamento**. Coimbra: Almedina, 2007.

DURAN, Camila Villard. **Direito e moeda: o controle dos planos de estabilização monetária pelo Supremo Tribunal Federal**. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. **A moldura jurídica da política monetária: um estudo do BACEN, do BCE e do FED**. São Paulo: Saraiva, 2013.

EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. 2. ed. São Paulo: 34, 2012.

FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro/Banco Central. **Revista de Economia Política**. vol. 34, nº 3 (136), pp. 396-412, julho-setembro/2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rep/v34n3/v34n3a03.pdf>. Acesso em: 10.05.2018.

FERNANDES, Felipe Tâmega. Bancos Centrais e Tesouros sob políticas monetárias experimentais. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 525-548.

FERREIRA, Alcides. Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 99-116.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. **A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central**. Mimeografado. 2016b. Disponível em: <http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/160307CapKawallfinal-1.pdf>. Acesso em: 27.05.2016.

FERGUSON, Niall. **A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo**. Trad. por Cordelia Magalhães. 2. ed. São Paulo: Crítica, 2017.

FIUZA, Guilherme. **3.000 dias no bunker: um plano na cabeça e um país na mão**. 6. ed.. Rio de Janeiro: Record, 2013.

FRANCO, Gustavo H. B. **Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana**. Rio de Janeiro: BNDES, 1983. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/premio/pr71.pdf. Acesso em 31.08.2018.

_____. **Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs**. Rio de Janeiro. Mimeografado. 2005. Disponível em: <http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/LFTs.PDF>. Acesso em 15.11.2019.

_____. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 39-66.

_____. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

FRANCO, António L. de Sousa. **Finanças públicas e direito financeiro**. Vol. I e II. 4. ed. 15. reimpressão. Coimbra: Almedina, 2015.

FRIEDMAN, Milton. **Livre para escolher: um depoimento pessoal**. Traduzido por Ligia Filgueiras. Rio de Janeiro: Record, 2015.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A monetary history of the United States 1869-1960**. Princeton: Princeton University Press, 1963.

FURTADO, Celso. **A nova dependência: dívida externa e monetarismo**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982.

FURTADO, J. R. Caldas. **Direito Financeiro**. 4. ed. Belo Horizonte: Forum, 2013.

GARCIA, Márcio G. P.. **Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o atual**. Texto para Discussão n. 330/1994. PUC-RIO Departamento de Economia. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1994. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td330.pdf>. Acesso em 31.08.2019.

GAYER, Ted; ROSEN, Harvey. S. **Public finance**. 8. ed. International edition. New York, McGraw-Hill, 2008,

GIACOMONI, James. **Orçamento público**. 17. ed.. São Paulo: Atlas, 2017.

GIAMBIABI, Fábio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, Fabio; CASTRO, Lavinia Barros de; VILLELA, André Arruda; HERMANN, Jennifer. **Economia brasileira contemporânea (1945-2015)**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2016. p. 165-195.

GRAEBER, David. **Dívida: os primeiros 5.000 anos**. Traduzido por Rogerio Bettoni. São Paulo: Três Estrelas, 2016.

GOMES, Emerson Garcia da Silva. **O direito dos gastos públicos no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2015.

GOODHART, Charles. **The evolution of central banks**. Cambridge: MIT Press, 1988.

GOODHART, Charles; GABOR, Daniela; VESTEGAARD, Jakob; ERTÜRK, Ismail (Eds.). **Central banking at a crossroads: Europe and beyond**. London: Anthem Press, 2014.

GUARDIA, Eduardo Refinetti. **Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e experiência recente – 1985-1991**. Dissertação. Instituto de Economia. Universidade de Campinas. Campinas, 1992. Disponível em: http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/286236/1/Guardia_EduardoRefinetti_M.pdf Acesso em: 28.01.2019.

_____. Conta única do Tesouro: flexibilidade necessária e seus bons e maus usos. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 297-314.

HACKBART, Merl; RAMSEY, James R. The theory of public sector budget: an economic perspective. In: KHAN, Aman; HILDRETH, W. Bartley. **Budget theory in the public sector**. Westpor: Quorum Books / Greenwood Publishing, 2002. p. 172-187.

HAYEK, Friedrich A.. **Desestatização do dinheiro**. Traduzido por Heloísa Gonçalves Barbosa. São Paulo: Instituto Von Mises, 2011.

HERGER, Nils. **Understanding central banks**. Basel: Springer, 2019.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, Fabio; CASTRO, Lavinia Barros de; VILLELA, André Arruda; HERMANN, Jennifer. **Economia brasileira contemporânea (1945-2015)**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2016. p. 73-95.

HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. **The cost of rights: why liberty depends on taxes**. New York: Norton & Company, 1999.

HORTA, Maria Helena. Atribuições das autoridades monetárias no Brasil e formulação do orçamento monetário. **Texto para Discussão Interna n. 36**. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 1981. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_0036.pdf. Acesso em: 01.08.2019.

HUNT, E. K.; LAUTZENHEISER, Mark. **História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica**. Traduzido por André Arruda Villela. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

IHORI, Toshihiro. **Principles of public finance**. Singapore: Springer, 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Manual on fiscal transparency**. Fiscal Affairs Dept. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/101907m.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

_____. **Definitions of Government in IMF - Supported Programs.** Statistics Dept. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2013. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2013/tnm1301.pdf>. Acesso em 31.08.2019.

_____. **Brasil: avaliação da transparência fiscal.** IMF Country Report n. 17/104 International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2017. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/05/03/Brazil-Fiscal-Transparency-Evaluation-44874> Acesso em: 11.06.2018.

_____. **Brazil: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil.** Western Hemisphere Dept. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2019. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/23/Brazil-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-48520>. Acesso em 24.11.2019.

IRWIN, Neil. **Os grandes alquimistas financeiros:** as histórias secretas dos presidentes dos três principais bancos centrais do mundo em uma economia em chamas. Traduzido por Sabine Alexander Holle. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2014.

JESSOP, Bob. **The state:** past, present, future. Cambridge: Polity, 2016.

KAHN, Ashraf. **Central bank legal frameworks in the aftermath of the global financial crisis.** IMF Working Paper No. 17/101. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2017. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/05/01/Central-Bank-Legal-Frameworks-in-the-Aftermath-of-the-Global-Financial-Crisis-44858> Acesso em: 11.06.2018.

KANU, Clementina. Impact of Treasury Single Account on the Liquidity. **ABC Journal of Advanced Research**, Vol. 5, n. 1 (2016). ISSN 2304-2621(p); 2312-203X (e). p. 43-53. Disponível em: <http://publicationslist.org/data/abcjar/ref-59/9.4.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** Traduzido por Mário R. da Cruz. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KING, Mervin. **The end of alchemy:** money, banking and the future of global economy. New York: W.W. Norton & Company, 2016.

KRUGMAN, Paul. WELLS, Robin. **Macroeconomia.** 3. ed.. Traduzido por Regina Celia Simille de Macedo. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2015.

KUGLER, Peter. The Bretton Woods system: design and operation. In: ERNST, Wolfgang; FOX, David (Eds). **Money in the western legal tradition:** Middle Ages to Bretton Woods. Oxford: Oxford University Press, 2016. p. 611-630.

LABAND, Paul. **Derecho presupuestuario.** Traduzido por José Zamit. Madri: Tecnos, 2012.

LASTRA, Rosa María. **Banco central e regulação bancária**. Traduzido por Dan M. Kraft. Belo Horizonte: Del Rey, 2000.

LEE JUNIOR, Robert D.; JOHNSON, Ronald W.; JOYCE, Philip G. **Public budgeting systems**. 9. ed. Burlington: Jones & Bartlett Learning, 2013.

LEISTER, Maurício Dias. **Emissão de títulos públicos e outros aspectos da institucionalidade entre autoridades monetária e fiscal**. XXI Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016. Disponível em: http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:1:0::NO::P1_TIPO:2. Acesso em: 31.08.2018.

LEISTER, Maurício Dias; MEDEIROS, Otávio Ladeira de. Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 119-151.

LIMA, Severino Cesário de; DINIZ, Josedilton Alves. **Contabilidade pública: análise financeira governamental**. São Paulo: Gen/Atlas, 2016.

LIMA, Edilberto Carlos Pontes. **Curso de finanças públicas: uma abordagem contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2015.

LOCHAGIN, Gabriel Loretto. A unificação dos orçamentos públicos pela Constituição de 1988. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury (Coords.). **Orçamentos públicos e direito financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 187-202.

_____. **Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública**. São Paulo: Blucher, 2017.

LONGO, Carlos A. Notas sobre um imposto inflacionário. **Revista Brasileira de Economia**. n. 36 (3), jul/set 1982. Rio de Janeiro. P. 339-346. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/7860/6523>. Acesso em: 01.08.2019.

LOYOLA, Gustavo. As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil: diagnóstico e propostas. In: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Record, 2016. p. 219-254.

MACHADO JUNIOR, José Teixeira; REIS, Heraldo da Costa. **A Lei n. 4.320 comentada e a Lei de Responsabilidade Fiscal**. 34. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris/IBAM, 2012.

MARICHAL, Carlos. **Nova história das grandes crises financeiras: uma perspectiva global, 1873-2008**. Traduzido por Eduardo Lessa. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

MCMILLAN, Jonathan. **O fim dos bancos: moeda, crédito e a revolução digital**. Traduzido por Afonso Celso da Cunha Serra. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2018.

MENDES, Marcos. **A Lei 11.803/2008 e a relação financeira Tesouro – Banco Central**. Texto para discussão n. 189. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa do Senado Federal. Brasília, fevereiro/2016. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td189>. Acesso em: 27.05.2016.

MENDES, Marcos. A Lei 11.830/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 205-239.

MENDONÇA, Eduardo Bastos Furtado. **A constitucionalização das finanças públicas no Brasil**: devido processo orçamentário e democracia. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

MITCHELL, William; WATTS, Martin; WRAY, L. Randall. **Macroeconomics**. London: MacMillan International/Red Globe Press, 2019.

MONTEIRO, Carlos Eduardo da Silva. O que exatamente está vedado pelo art. 164, § 3º, da Constituição?. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 187-191.

MORRISON, Fred L. (Editor). **Fiscal rules**: limits on governmental deficits and debt. Switzerland: Springer International Publishing, 2016.

MOUTINHO, Donato Wolkers. Dívida pública: gerenciamento, fiscalização e controle no Brasil. In: CONTI, José Maurício (Org.). **Dívida pública**. São Paulo: Blucher, 2018.

MUSGRAVE, Richard A. **The theory of public finance**: a study in public economy. s/l: McGraw-Hill Book Company, 1959.

MUSGRAVE, Richard A.; MUSGRAVE, Peggy B. **Public finance in theory and practice**. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 1989.

NASCIMENTO, Carlos Valder. Comentário ao artigo 7º. In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; NASCIMENTO, Carlos Valder (Coords). **Comentários à lei de responsabilidade fiscal**. 5. ed.. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 95-105.

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. PINTO, Elida Graziane ; PINTO, Victor Carvalho . **LDO deve estimar riscos fiscais da relação entre Tesouro e Banco Central**. CONSULTOR JURÍDICO (SÃO PAULO. ONLINE), v. 1, p. 1, 2017. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2017-jun-16/opiniao-ldo-estimar-riscos-fiscais-relacao-entre-tesouro-bc>. Acesso em: 31.08.2018.

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. Considerações acerca dos limites da dívida consolidada da União: um caso grave de inconstitucionalidade por omissão. In: RIBEIRO, Maria de Fatima; FEITOSA, Raymundo Juliano.. (Org.). **Direito tributário e financeiro III**. 1ed.Florianópolis: CONPEDI, 2016, v. , p. 207-226. Disponível em: <http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/02q8agmu/5mdn8118/3Q0scfhK1yMCD7Jd.pdf>. Acesso em: 24.11.2019.

NYAWATA, Obert. Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations. **IMF Working Paper n. 10/40**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1240.pdf>. Acesso em: 31.08.2018.

NÓBREGA, Maílson da. Construção e desmonte das instituições fiscais. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. Rio de Janeiro: Record, 2016. p. 27-52.

NORTH, Douglass C.. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Traduzido por Alexandre Morales. São Paulo: Três Estrelas, 2018.

NUNES, Selene Peres Peres. **Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos da coordenação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade de Brasília. Departamento de Economia. Brasília, 1999.

NUSDEO, Fabio. **Curso de economia: introdução ao direito econômico**. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

OGASAVARA, Roberto Shoji. Conta do Tesouro no Banco Central. **Revista Brasileira de Economia**. n. 45. Rio de Janeiro, abr/jun 1991. p. 287-303. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/518/7648>. Acesso em: 31.08.2019.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, juros e instituições financeiras: regime jurídico**. 2. ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

OLIVEIRA, Régis Fernandes de. **Curso de direito financeiro**. 8. ed. São Paulo: Malheiros, 2019.

OLIVEIRA, Weder de. **Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas**. Vol. 1. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

PAPADIA, Francesco; VÄLIMÄK, Tuomas. **Central banking in turbulent times**. London: Oxford University Press, 2018.

PASTORE, Afonso Celso. **Inflação e crises: o papel da moeda**. Rio de Janeiro: Campus, 2015.

PATTANAYAK, Saliendra; FAINBOIM, Israel. Treasury Single Account: concept, design and implementation issues. **IMF Working Paper n. 10/143**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2010. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10143.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

_____. Treasury Single Account: an essential tool for government cash management. **IMF Technical Notes and Manuals 11/04**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2011. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2011/tnm1104.pdf>. Acesso em: 31.08.2019.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de; SILVA, Anderson Caputo. **Dívida pública: experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009. p. 57-80.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela; VENCESLAU, Helena. Organização do mercado financeiro no Brasil. In: CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de; SILVA, Anderson Caputo. **Dívida pública: experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009. p. 339-357.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial IFI n. 03/2017**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017a. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

_____. **Reservas internacionais: nível adequado, custo fiscal de carregamento e uso no resgate da dívida pública**. Prêmio Tesouro Nacional. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília: STN, 2017b. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2521:3:::NO:::>. Acesso em 31.08.2019.

_____. A relação entre Tesouro e Banco Central. **Nota Técnica IFI n. 25/2018**. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2018. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/551109/NT25_relacao_Tesouro_BACEN.pdf. Acesso em: 31.08.2019.

PESSOA, Mario; WILLIAMS, Mike. Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank. **Technical Notes and Manuals**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2012/tnm1202.pdf>. Acesso em: 10.05.2018.

PICKETTY, Thomas. **O capital no século XXI**. Traduzido por Mônica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

PINHEIRO, Luís Felipe Valerim. **Políticas públicas nas leis orçamentárias**. São Paulo: Saraiva, 2015.

PINTO, Elida Graziane. **Financiamento dos direitos fundamentais: políticas públicas vinculadas, estabilização monetária e conflito distributivo no orçamento da União do pós-Plano Real**. Belo Horizonte: O Lutador, 2010.

_____. Precisamos debater os custos e riscos do regime jurídico do Banco Central. **Contas à Vista. Revista Jurídica Eletrônica CONJUR**. 27.02.2018. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2018-fev-27/contas-vista-precisamos-debater-custos-riscos-regime-juridico-bc>. Acesso em: 01.08.2019.

POLANYI, Karl. **A grande transformação**. Traduzido por Miguel Serras Pereira. Lisboa: Edições 70, 2012.

REIS, Ricardo. Central banking design. **Journal of Economic Perspectives**. V. 27, n. 04, Fall 2013. p. 17-44. Disponível em: <http://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/13-CBdesign.pdf>. Acesso em: 01.08.2019.

_____. **Can the central bank alleviate fiscal burdens?** London: LSE, 2017. Disponível em: <http://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/19-HofCB.pdf>. Acesso em: 01.08.2019.

RESENDE, André Lara. **Os limites do possível: a economia além da conjuntura**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013.

_____. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

_____. **Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência**. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2019/02/Consensoecontrassenso.docx...pdf>. Acesso em 31.03.2019.

ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. **Capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira**. Tese (Doutorado em Direito). Universidade de São Paulo. Faculdade de Direito. São Paulo, 2004.

ROGOFF, Kenneth S. **The curse of cash**. Princeton: Princeton University Press, 2016.

ROSENN, Keith S. **Law and inflation**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1982.

RUBIN, Irene S. **The politics of public budgeting**. 8. ed. Los Angeles: SAGE/CQ Press, 2016.

RUBINSTEIN, Flávio. Da receita: artigos 2º ao 11. In: CONTI, José Maurício (Coord.). **Orçamentos públicos: a Lei 4.320/1964 comentada**. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019. p. 54-75.

SALSMAN, Richard M.. **The political economy of public debt: three centuries of theory and evidence**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2017.

SALTO, Felipe. Os efeitos fiscais das políticas do Banco Central. In: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Record, 2016. p. 203-218.

SARLET, Ingo Wolfgang. **A eficácia dos direitos fundamentais: uma teoria geral dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional**. 12. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015.

SCAFF, Fernando Facury. Crédito público e sustentabilidade financeira. **In: Revista Direito à Sustentabilidade**. Foz do Iguaçu, v. 1, n. 1, p. 34-47, jan/dez 2014b. Disponível em: <http://e->

revista.unioeste.br/index.php/direitoasustentabilidade/article/view/11046/7874.

Acesso em: 27.05.2016.

SCHILLER, Robert J.. **Irrational exuberance**. 3. ed. New Jersey: Princeton University Press, 2015.

SERRA, José. **Orçamento no Brasil: as raízes da crise**. São Paulo: Atual, 1994.

SILVA, Antônio Carlos Machado e. O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos bancos centrais. **Texto para Discussão 2224/2016**. Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social IPEA, 2016. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6947/1/td_2224.PDF. Acesso em: 31.08.2019.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 38. ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

_____. **Orçamento-programa no Brasil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

SOUZA, Eder Fabrício Santos. A eficiência do sistema de pagamentos brasileiro e suas perspectivas In: DODL, Alecsandra; BARROS, José Renato (Orgs.). **Desafios do sistema financeiro nacional**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2011. p. 155-174.

STELLA, Peter. Do central banks need capital? **IMF Working paper n. 97/83**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 1997. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9783.pdf>. Acesso em: 26.05.2016.

STIGLITZ, Joseph E.. **O mundo em queda livre: os Estados Unidos, o mercado livre e naufrágio da economia mundial**. Traduzido por José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

_____. **O preço da desigualdade**. Traduzido por Dinis Pires. Lisboa: Bertrand, 2016.

STIGLITZ, Joseph E.; ROSENGARD, Jay K. **Economics of the public sector**. 4th ed. New York: W. W. Norton & Company, 2015.

STREECK, Wolfgang. **Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático**. Trad. por Marian Toldy e Teresa Toldy. Lisboa: Conjuntura, 2013.

SUMMERHILL, William R. **Inglorious revolution: political institutions, sovereign debt and financial underdevelopment in imperial Brazil**. New Haven: Yale University Press, 2016.

TER-MINASSIAN, Teresa; MARTÍNEZ-MENDEZ, Pedro; PARENTE, Pedro Pullen. Setting up a treasury in economies in transition. **IMF Working Paper n. 16/95**. International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 1995. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Setting-Up-a-Treasury-in-Economies-in-Transition-1851>. Acesso em: 31.08.2019.

TORRES, Heleno Taveira. **Direito constitucional financeiro: teoria da constituição financeira.** São Paulo: Malheiros, 2014.

TORRES, Ricardo Lobo. **Tratado de direito constitucional financeiro e tributário.** Vol. V: O orçamento na constituição. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

TROPEANO, Domenica. Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views. In: ROCHON, Louis-Philippe; OLAWOYE, Salewa 'Yinka (Eds.). **Monetary policy and central banks: New directions in post-keynesian theory.** Northampton: Edward Elgar, 2012. p. 227-242.

TUCKER, Paul. **Unelected power: the quest for legitimacy in central banking and the regulatory state.** Princeton: Princeton University Press, 2018.

UGOLINI, Stephano. **The evolution of central banking: theory and history.** London: Palgrave Macmillan, 2017.

VEIGA FILHO, João Pedro da. **Manual da ciência das finanças.** 2. ed. São Paulo: Espíndola & Comp., 1906.

VIANA, Murilo Ferreira. **A Lei no 11.803 de 2008 e a relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional: o caso brasileiro à luz das experiências internacionais.** Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade de Campinas. Instituto de Economia. Campinas, 2018. Disponível em: http://taurus.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/333416/1/Viana_MuriloFerreira_M.pdf. Acesso em: 31.03.2019.

VIDIGAL, Geraldo. **Fundamentos de direito financeiro.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

WILLIAMS, Mike. The treasury function and the treasury tingle account. In: ALLEN, Richard; HEMMING, Richard; POTTER, Barry H. **The international handbook of public financial management.** New York: Palgrave MacMillan, 2013. p. 355-373.

_____. Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies. **Technical Notes and Manuals.** International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 2010. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Government-Cash-Management-Its-Interaction-with-Other-Financial-Policies-23936>. Acesso em: 31.08.2019.

WRAY, L. Randall. **Understanding modern money: the key to full employment and price stability.** Northampton: Edward Elgar, 1998.

_____. **Modern money theory.** 2. ed. New York: Palgrave-MacMillan, 2015.

WOODFORD, Michael. **Interest and prices: foundations of a Theory of Monetary Policy.** Princeton: Princeton University Press, 2003.

ZELMANOVITZ, Leonidas. **The ontology and function of money: the philosophical fundamentals of monetary institutions.** Lanham/Maryland: Lexington Books, 2016.

ANEXOS

ANEXO 1

PIB, saldo e remuneração da Conta Única do Tesouro Nacional (R\$)

ANO	PIB	SALDO DA CONTA ÚNICA	REMUNERAÇÃO DA CONTA ÚNICA - 1. SEM	REMUNERAÇÃO DA CONTA ÚNICA - 2. SEM	REMUNERAÇÃO DA CONTA ÚNICA - ANO
2000	4.548.569.669.744	88.380.288.000			
2001	4.611.790.076.038	82.205.875.000	7.261.535.000	4.876.137.000	12.137.672.000
2002	4.752.609.326.927	88.526.786.000	16.012.871.000	18.694.882.000	34.707.753.000
2003	4.806.828.472.327	120.189.562.000	4.607.888.000	13.977.326.000	18.585.214.000
2004	5.083.700.092.487	158.231.716.000	11.478.990.000	6.385.765.000	17.864.755.000
2005	5.246.486.848.400	208.476.268.000	11.592.393.000	16.989.200.000	28.581.593.000
2006	5.454.352.065.707	226.047.319.000	13.493.160.000	12.372.489.000	25.865.649.000
2007	5.785.424.178.555	275.843.164.000	13.419.022.000	14.341.934.000	27.760.956.000
2008	6.080.144.993.661	255.216.723.000	14.565.158.000	13.751.952.000	28.317.110.000
2009	6.072.495.441.666	406.354.420.000	15.358.913.000	17.316.898.000	32.675.811.000
2010	6.529.646.612.054	404.516.398.000	17.396.428.000	17.597.749.000	34.994.177.000
2011	6.789.162.394.010	475.622.276.000	21.306.656.000	21.903.415.000	43.210.071.000
2012	6.919.594.151.513	620.401.291.000	24.747.895.000	25.087.392.000	49.835.287.000
2013	7.127.515.685.270	655.965.327.000	25.870.064.000	25.014.588.000	50.884.652.000
2014	7.163.435.209.705	605.920.552.000	29.364.262.000	25.964.424.000	55.328.686.000
2015	6.909.436.746.324	881.932.081.000	38.899.338.000	48.149.528.000	87.048.866.000
2016	6.681.048.471.377	1.039.821.680.000	55.201.583.000	50.214.661.000	105.416.244.000
2017	6.752.125.557.826	1.081.166.080.000	49.979.995.000	45.232.977.000	95.212.972.000
2018	6.827.585.907.385	1.274.915.134.000	45.319.779.000	51.168.364.000	96.488.143.000

ANEXO 2

Reservas internacionais, carteira de títulos, operações compromissadas, meio circulante e depósitos bancários (R\$)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS (Us\$ / R\$)		CARTEIRA DE TÍTULOS (BCB)	OPERAÇÕES COMPRO- MISSADAS	MEIO CIRCULANTE	DEPÓSITOS BANCÁRIOS
2000	33.011.000.000	72.539.197.000	127.901.429.000	14.009.561.000	32.633.056.000	30.010.503.000
2001	35.866.000.000	88.226.494.000	187.854.248.000	13.707.126.000	37.668.836.000	33.749.998.000
2002	37.823.000.000	154.178.017.000	242.936.290.000	80.099.412.000	49.931.066.000	78.665.975.000
2003	49.269.000.000	172.322.260.000	280.272.321.000	66.112.159.000	51.363.863.000	78.812.819.000
2004	52.935.000.000	164.469.460.000	306.047.865.000	63.050.118.000	61.935.635.000	92.871.755.000
2005	53.799.000.000	140.474.794.000	281.393.821.000	63.109.520.000	70.033.641.000	104.545.368.000
2006	85.839.000.000	200.980.845.000	303.860.298.000	77.871.622.000	85.824.753.000	118.438.655.000
2007	180.334.000.000	358.117.237.000	359.335.362.000	190.207.090.000	102.885.04.000	145.973.427.000
2008	193.783.000.000	512.512.891.000	496.741.066.000	345.735.757.000	115.590.704.000	90.035.395.000
2009	238.520.000.000	429.635.304.000	640.215.918.000	454.709.678.000	131.861.185.000	97.077.510.000
2010	288.575.000.000	496.109.813.000	703.175.643.000	288.665.899.000	151.145.368.000	379.441.614.000
2011	252.012.000.000	675.500.413.000	754.543.113.000	351.178.116.000	162.769.670.000	424.925.295.000
2012	373.147.000.000	784.189.650.000	910.222.934.000	597.214.923.000	187.434.736.000	320.097.305.000
2013	358.808.000.000	900.658.954.000	953.068.070.000	568.885.481.000	204.052.420.000	369.095.050.000
2014	363.551.000.000	1.008.907.527.000	1.113.234.371.000	837.124.219.000	220.853.706.000	325.872.059.000
2015	356.464.000.000	1.471.172.680.000	1.279.138.194.000	967.748.493.000	225.485.184.000	368.414.269.000
2016	365.016.000.000	1.292.650.832.000	1.518.007.723.000	1.085.349.829.000	232.145.593.000	409.224.031.000
2017	373.792.000.000	1.363.766.435.000	1.662.315.859.000	1.091.328.757.000	250.363.681.000	453.729.168.000
2018	374.715.000.000	1.601.808.345.000	1.795.199.557.000	1.175.999.993.000	264.967.669.000	444.152.075.000
2019		1.656.692.373.000	1.827.611.908.000	1.267.731.130.000	235.378.622.000	451.864.613.000

ANEXO 3

Resultados do BCB e patrimônio líquido (R\$)

ANO	RESULTADO 1. SEM.	RESULTADO 2. SEM	RESULTADO ANUAL	EQUALIZAÇÃO CAMBIAL - 1. SEM	EQUALIZAÇÃO CAMBIAL - 2. SEM	EQUALIZAÇÃO CAMBIAL - ANUAL	PATRIMONIO LIQUIDO
2000	309.151.000	1.308.474.000	1.617.625.000				3.472.415.000
2001	-4.084.749.000	7.158.161.000	3.073.412.000				5.263.698.000
2002	-10.910.085.000	-6.283.614.000	-17.193.699.000				5.254.045.000
2003	24.181.794.000	7.136.558.000	31.318.352.000				7.044.102.000
2004	2.795.700.000	-258.271.000	2.537.429.000				10.020.788.000
2005	-11.616.553.000	1.161.877.000	-10.494.963.000				8.578.687.000
2006	-12.523.956.000	-643.092.000	-13.167.048.000				13.720.738.000
2007	-30.304.910.000	-17.209.229.000	-47.514.139.000				1.006.654.000
2008	3.172.740.000	10.172.653.000	13.345.393.000	-44.798.256.000	171.416.012.000	126.617.756.000	14.227.611.000
2009	-941.601.000	6.550.645.000	5.609.044.000	-93.787.316.000	-53.931.576.000	-147.718.892.000	20.098.650.000
2010	10.803.195.000	4.926.775.000	15.729.970.000	-1.893.172.000	-46.636.548.000	-48.529.720.000	15.958.637.000
2011	12.230.706.000	11.240.704.000	23.471.410.000	-46.199.286.000	90.240.059.000	44.040.773.000	18.830.516.000
2012	12.318.246.000	12.296.483.000	24.614.729.000	32.210.001.000	-9.900.595.000	22.309.406.000	21.524.159.000
2013	17.688.071.000	14.267.811.000	31.955.882.000	15.766.502.000	15.918.931	31.685.433.000	18.596.394.000
2014	5.271.503.000	25.655.376.000	30.926.879.000	-51.223.608.000	65.173.472.000	13.949.864.000	18.710.015.000
2015	35.184.659.000	41.521.539.000	76.706.198.000	46.406.630.000	110.938.092.000	157.344.722.000	103.481.550.000
2016	-17.308.089.000	7.780.387.000	-9.527.702.000	-184.645.409.000	-55.674.283.000	-240.319.692.000	125.816.034.000
2017	11.271.662.000	14.709.838.000	25.981.500.000	-15.744.789.000	-30.677.374.000	-46.422.163.000	124.243.379.000
2018	19.655.292.000	25.554.330.000	45.209.622.000	146.201.403.000	-19.133.818.000	127.067.585.000	126.665.323.000
2019	21.072.848.000			-7.560.780.000			125.981.234.000