

validadas durante a crise da pandemia. Os ganhos, tanto para os servidores, como para a Administração, poderão ser ainda maiores.

O aumento da produtividade, a redução dos gastos, a qualidade de vida, os efeitos positivos ao meio ambiente, além de outras externalidades, revelam que a adoção do trabalho remoto, mais do que uma boa prática de gestão, significa adoção de um modelo voltado para a construção de uma administração moderna e sustentável, em consonância com os Objetivos para o Desenvolvimento Sustentável - ODS difundidos pela Organização das Nações Unidas - ONU.

## RELACIONAMENTO ENTRE O BANCO CENTRAL DO BRASIL E O TESOURO NACIONAL: MELHORIAS RECÉM OCORRIDAS

---

Gustavo Neves Belém<sup>15</sup>

Este texto tem como propósito analisar a relação entre Banco Central do Brasil e Tesouro Nacional, com o intuito de verificar melhorias que foram ou que podem ser implementadas nessa relação.

Ambas as autoridades compõem o governo central, no que concerne as estatísticas fiscais do Brasil. O conceito de governo federal, porém, inclui somente o Tesouro Nacional.

O Banco Central é a autoridade monetária do país, a qual compete a execução da política monetária. Como tal, cabe a esta autoridade controlar a liquidez da economia, tendo em vista os objetivos de política monetária a serem perseguidos. Abaixo, será visto quais os instrumentos são utilizados para a consecução desses propósitos.

Ao Tesouro Nacional, como autoridade fiscal máxima do país, compete o controle e execução da política fiscal. Como tal, compete-lhe o controle da dívida pública, ou seja, a perseguição de uma política fiscal sustentável. Aqui, a ideia de sustentabilidade da dívida entra na análise.

Para que sejam atingidos os objetivos das duas autoridades, há que se ter uma coordenação entre elas. Essa coordenação pode ser bem-feita ou malfeita. Como se verá, a lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019 deu importantes contribuições a essa importante relação, ao estabelecer, de maneira clara, como se deve dar a constituição de reservas por parte do Banco Central, dentre outras evoluções.

A presente análise terá como ótica principal, para atingir os objetivos acima elencados, o balanço patrimonial da autoridade monetária, como costuma ser feito. Portanto, abaixo, o balanço patrimonial do Banco Central do Brasil no fim do exercício de 2019.

---

<sup>15</sup> Possui graduação em Ciências Econômicas pela União Educacional de Brasília (2009). Atualmente, é economista da UnB e Mestrando em Economia pelo IDP.

Quadro 1: Balanço Patrimonial do Banco Central – saldo dezembro de 2019

	R\$ milhões		R\$ milhões
<b>Ativo</b>	3.477,86	<b>Passivo e Patrimônio Líquido</b>	3.477,86
Títulos Públicos Federais	1.915,89		
Reservas Internacionais	1.519,22	Passivo	52,16
Outros	42,75	Conta única do Tesouro	1.462,71
		Operações Compromissadas	951,51
		Depósitos de Bancos	449,65
		Meio circulante	280,69
		Dívida Externa	110,99
		Outras	0,79
		<b>Patrimônio Líquido</b>	169,37

Fonte: elaboração própria, baseado em documento disponível no site do Banco Central.

No Quadro 1, tem-se, de um lado, o ativo do Banco Central e, do outro lado, o passivo mais o patrimônio líquido. O ativo representa os direitos do Banco Central, ao passo que o passivo representa suas obrigações. O patrimônio líquido é a diferença entre ativo e passivo. Geralmente, ele é positivo, tendo em vista os objetivos a serem alcançados pela autoridade monetária. O Banco Central não pode se ver perante uma situação de falta de recursos em seu ativo dada, por exemplo, a necessidade de reduzir a liquidez da economia.

Do lado do ativo, fácil constatar a importância da carteira de títulos desse banco. Ela representa mais de 50% do total do ativo. As reservas internacionais vêm logo em seguida, com 44% de participação no total do ativo.

Do lado do passivo, vê-se o peso da conta única do Tesouro, representando 42% do total do passivo mais patrimônio líquido. Em seguida, em termos de importância, tem-se as operações compromissadas, com 27% de participação no passivo mais patrimônio líquido.

A partir daqui, será feita uma explanação mais clara de cada um dos componentes citados nos parágrafos acima, constantes do Quadro 1: carteira de títulos públicos, reservas internacionais, conta única do Tesouro, e operações compromissadas. As demais rubricas do Balanço não serão abordadas, não é por não serem importantes, e sim porque é fundamental enfatizar as que têm mais peso por influírem na dívida pública e na relação das duas autoridades estudadas neste texto.

Em se tratando da carteira de títulos, que, conforme Quadro 1, fechou 2019 em R\$ 1.915,89 bilhões, ela serve como garantia das operações compromissadas. Como seria esperado, tal carteira é maior do que a das compromissadas. Não se pode correr o risco de o Banco Central ter falta de recursos para fazer frente a sua missão de trazer estabilidade ao sistema econômico.

No Brasil, a autoridade monetária não pode emitir títulos por conta própria. Dessa forma, ela os recebe do Tesouro Nacional. A emissão própria era possível até a ascensão da Lei de Responsabilidade Fiscal. Depois da edição dessa Lei, a carteira de títulos do Banco

Central vem do Tesouro. Na verdade, isso já ocorria antes, para suprir título vincendos, por exemplo. A mudança proibiu o financiamento daquele banco por emissão própria.

Para cumprir sua função primordial, qual seja, emissão e controle da quantidade de moeda, a fim de propiciar o funcionamento da atividade econômica, o Banco Central necessita de títulos públicos. Eles servem ao propósito de regular a base monetária da economia, constante, por sua vez, do balanço patrimonial.

À autoridade monetária é vedada a aquisição livre de títulos do Tesouro porque tal aquisição poderia ser financiada com emissão de moeda, o que provocaria, por sua vez, inflação. O Banco Central necessita, contudo, de títulos para fazer aquela regulação. É aí que se encaixa a lógica de emissão, por parte do Tesouro, ao Banco Central. Assim, este banco é credor, em termos de sua carteira de títulos, do Tesouro.

A seguinte pergunta pode surgir a partir daqui: o Banco Central pode vender os títulos constantes de sua carteira definitivamente? A resposta é a seguinte: a autoridade monetária pode, sim, vender seus títulos públicos diretamente, o que deveria, evidentemente, vir junto com redução consequente no saldo das operações compromissadas. Isso, porém, não é comum no Brasil.

Bem aqui, cabe um comentário quanto ao aumento, em anos recentes, nas operações compromissadas e sua relação com o acúmulo, também em anos recentes, de reservas internacionais (detalhes dessa relação serão vistos mais abaixo). Dado o substancial aumento nas compromissadas, ocorrida, em grande parte pelo acúmulo de reservas internacionais – principalmente, no período de 2006 a 2012 -, Pellegrini (2017) afirma que havia espaço para o Banco Central vender definitivamente parte da sua carteira de títulos públicos, sem prejudicar o controle da liquidez, mantendo inclusive uma parcela da carteira para cobrir as compromissadas (tal parcela é conhecida como carteira livre). Conforme dito, porém, isso não ocorreu.

As compromissadas aumentaram, tendo em vista a intensa aquisição de reservas internacionais, porque, como aumentou a liquidez da economia ao comprar tais reservas do público, a autoridade monetária logo se comprometeu a reduzir tal liquidez, dados seus objetivos de política monetária, aumentando a emissão de compromissadas. Será visto, mais abaixo, como isso afetou a dívida pública.

Quanto às reservas internacionais, o motivo da entrada maciça desses recursos no país foram superávits nas transações correntes e de capital com o exterior. Os responsáveis pela política econômica temiam possíveis efeitos prejudiciais do ingresso de divisas no desempenho da economia, e por isso foram compradas. Subsidiariamente, tal fato ajudou a quitar a dívida pública externa (PELLEGRINI, 2017).

Abaixo, gráfico com a evolução das reservas, de 2010 a abril de 2020. O Banco Central tinha, em abril de 2020, o montante de US\$ 339,32 bilhões em reservas internacionais.

Gráfico 1: Reservas Internacionais – maio de 2010 a abril de 2020



Fonte: elaboração própria, com dados do Banco Central do Brasil

A conta única do Tesouro é composta pelas receitas do governo federal, ou seja, ali se juntam os saldos dos vários órgãos e entidades da administração pública, incluindo o superávit financeiro. Dessa forma, sua gestão é competência do Tesouro, mas o depositário é o Banco Central, em uma conta constante do passivo (ver Quadro 1, acima). Aqui, é o Banco Central que tem uma obrigação com o Tesouro (como devedor, portanto, tendo em vista o saldo da conta única, perante o Tesouro).

O saldo da conta única aumenta com a arrecadação federal e a colocação no mercado de títulos públicos pelo Tesouro, sendo que diminui com o gasto federal e o resgate de títulos. Essa conta é remunerada pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos públicos da carteira do Banco Central.

Quanto às operações compromissadas, elas representam um dos instrumentos mais importantes, a disposição da autoridade monetária, no que concerne ao controle da liquidez da economia. Tais operações têm como lastro os títulos constantes da carteira de títulos do Banco Central, conforme já dito acima.

É no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) que são efetuadas a custódia e registradas as transações com títulos públicos federais. Em cada negociação, o SELIC em tempo real transfere os títulos para o comprador e determina o crédito na conta do vendedor. O Banco Central determina a meta da taxa Selic adequada para assegurar a estabilidade de preços. Ele é, também, o gestor do SELIC e atua no mercado aberto para que a média das taxas acordadas em operações compromissadas com prazo de um dia útil entre as instituições financeiras situe-se próxima da meta definida.

Tratam-se de operações, geralmente de prazo curtíssimo, para suprir liquidez as instituições financeiras. É dessa forma, como gestor do SELIC e estabelecendo uma meta para

a taxa básica da economia, a taxa Selic, que o Banco Central controla a liquidez da economia. A autoridade monetária, dessa forma, estabelece um compromisso de compra e vendas dos seus títulos públicos, por meio das operações compromissadas.

Do final de 2001 a 2017, houve substancial aumento dessas operações. Isso foi alvo de intenso debate ao longo dos últimos anos, por parte dos especialistas. E o motivo desse interesse é o peso que as compromissadas têm na dívida pública. Ao contrário do FMI, que soma a carteira de títulos do Banco Central às demais rubricas no cômputo daquela dívida, o Banco Central, a partir de 2008, começou a computar o saldo das compromissadas (ao invés daquela carteira), tendo como justificativa o fato de que é nesse saldo que há cobrança de juros. Pela metodologia do FMI, também é fácil verificar que a carteira de títulos do Banco Central espelha, de qualquer modo, o tamanho das operações compromissadas.

Como fatores determinantes do aumento dessas operações, Pellegrini (2017), em importante documento a esse respeito, aponta: a) as reservas internacionais, pelos motivos já explicitados, nos parágrafos acima; b) o fato de que os depósitos compulsórios foram deixados, por vezes, de lado no controle da liquidez; c) o peso dos juros (não faz muito tempo, a SELIC estava bem alta); d) a conta única do Tesouro; por fim, e) os títulos públicos.

No restante deste texto, serão comentados somente os dois últimos pontos elencados, dado que, a propósito das reservas internacionais, já há explicações acima, e quanto aos compulsórios, a explicação é que suas alíquotas são mesmo variáveis, dependente dos ciclos econômicos, e que podiam ser mais utilizados, como substitutos das compromissadas, para controlar a liquidez. Provavelmente, aqui se tem uma escolha deliberada de política. Por sinal, contestável.

A conta única, por ser a depositária dos recursos do Tesouro, atua para baixar ou aumentar a base monetária. Quando se tem superávit, o saldo da conta única aumenta, reduzindo, portanto, a base monetária. Isso leva o Banco Central a resgatar operações compromissadas, a fim de recompor a liquidez perdida. Assim, um superávit primário atua no sentido de reduzir o saldo das compromissadas.

Quando se tem déficit primário, ocorre o contrário: há redução do saldo da conta única, o que promove aumento da base monetária. Aqui, o Banco Central aumenta a emissão de títulos de sua carteira, a fim de retirar o excesso de liquidez. Isso aumenta, conseqüentemente, o saldo das compromissadas. O movimento deste e do parágrafo anterior é devido à necessidade de a autoridade monetária cumprir com sua meta de taxa básica, tendo em vista, por sua vez, seu compromisso com a inflação (por exemplo, em se tratando de déficit primário, tendo em vista o conseqüente aumento na base monetária, se o Banco Central não intervesse – diminuindo a liquidez -, a Selic baixaria muito, dada a oferta de fundos ser maior do que a demanda. Tal baixa seria em nível menor do que a da meta).

De 2006 a 2013, houve sucessivos superávits primários, movimento esse modificado para déficit primário, a partir de 2014.

Considerando, agora, os títulos públicos, tendo em vista os citados superávits primários, ocorridos de 2006 a 2013, esses recursos extras da conta única foram utilizados para pagar a dívida acumulada em períodos anteriores. Dessa forma, conforme o mecanismo padrão explicado acima, o Banco Central atuou aumentando o saldo das operações

compromissadas, aumentando, portanto, a dívida pública. Dado que, a partir de 2014, o Brasil passou a incorrer em déficit, tornou-se mais difícil efetuar resgates líquidos (resgates > emissões) que passaram para emissões líquidas (emissões > resgates). O resultado foi, por consequência, expansão da dívida pública (PELLEGRINI, 2018).

O fato de ter havido enorme entrada de divisas no país parece ter agravado o quadro. E é aqui que entram as críticas de vários analistas. Conforme visto, a autoridade monetária teve que aumentar o saldo das compromissadas, visando enxugar a liquidez promovida pela compra das reservas internacionais. Ou seja, jogou-se a conta somente ao Banco Central. Mas qual outra alternativa tinha-se à época?

Segundo Pellegrini (2018), “Se não se tratava de excesso conjuntural de liquidez, o mais correto seria financiar as aquisições de novas reservas por meios mais adequados, no mercado primário de títulos públicos”. Ou seja, via títulos públicos do próprio Tesouro (os títulos do Banco Central são negociados no mercado secundário, mercado utilizado para prover liquidez imediata ao sistema). Isso tudo teria sido interessante no contexto de superávits primários sucessivos, segundo aquele autor; mas, conforme visto, esse superávit foi utilizado para resgatar a dívida pública. O controle da liquidez gerado pela entrada de divisas coube, exclusivamente, ao Banco Central.

Há uma polêmica, ainda, quanto ao financiamento do BNDES ocorrido na época. Este banco recebia títulos do Tesouro, a fim de serem, posteriormente, transformados em dinheiro e emprestados a determinados setores da economia. O BNDES vendia os papéis recebidos ao mercado, ficando, porém, com parcela deles. Um cenário possível de impacto nas compromissadas consiste na seguinte cadeia de acontecimentos: No momento do vencimento, caso o Tesouro não tivesse emitido mais papéis do que os necessários para resgatar aqueles na mão do banco, a autoridade monetária teria que agir, aumentando o nível das operações compromissadas, a fim de seguir seus objetivos de política monetária. Há indícios de que foi isso o que aconteceu.

Por fim, um breve comentário a propósito da publicação da Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019, que dispôs sobre as relações financeiras entre a Tesouro e Banco Central e sobre a carteira de títulos mantidos pelo Banco Central para fins de política monetária. Havia regras anteriores; porém, haja vista críticas de diversos analistas, dentre as quais as constantes nos documentos já citados Pellegrini (2017) e Pellegrini (2018), mais a atuação conjunta de parlamentares, as modificações trazidas por esta lei são importantes na evolução da relação entre Tesouro e Banco Central. Fundamental dizer que a Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, não comentada neste texto, continua válida, tendo sido modificada somente em alguns de seus artigos, pela lei citada acima.

O resultado positivo apurado no balanço semestral do Banco Central, após a constituição de reservas, é repassado ao Tesouro até o 10º dia útil subsequente ao balanço do banco. Tais valores devem ser destinados exclusivamente ao pagamento da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), que constitui, como é sabido, obrigação do Tesouro.

A parte do resultado positivo que corresponder a operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais será destinada a constituição de reserva de resultado, a favor, obviamente, da autoridade monetária. No entanto, tendo em vista severas restrições nas condições de liquidez que afetem o refinanciamento da DPMFi, a reserva poderá ser utilizada

para o pagamento da dívida do Tesouro, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional CMN.

Já o resultado negativo do Banco Central, apurado em balanço semestral, será coberto, sucessivamente, pela reserva constituída, conforme explicado acima, e por meio da redução do patrimônio institucional do Banco Central (até o limite mínimo de 1,5% do ativo total). Neste último caso, se o montante estipulado não for suficiente, o Tesouro repassará o que faltar até o 10º dia útil subsequente ao da aprovação do balanço.

Há, ainda, mecanismos para assegurar a plena consecução da política monetária. Por exemplo, sempre que os títulos livres da carteira do banco forem iguais ou inferiores a 4% de sua carteira total de títulos, o Tesouro lhe repassará títulos públicos até que seja alcançado o montante de 5% da carteira total. Títulos livres são aqueles que ultrapassam o necessário para garantir as compromissadas, tendo em vista o total da carteira de títulos. E, em seu art. 7º, § 4º, essa Lei estabelece mais um importante dispositivo, extremamente útil em momentos de escassez: O Banco Central e o Tesouro 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.

Este texto, assim, trabalhou a temática do relacionamento entre Banco Central do Brasil e Tesouro Nacional, ao abordar, primeiramente, alguns aspectos operacionais e da história recente dessa relação, bem como inovações, tal como a Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019.