



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**MURILO FERREIRA VIANA**

**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**

**Campinas**  
**2018**



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**MURILO FERREIRA VIANA**

**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**

**Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior – orientador**

**Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti - coorientador**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE A VERSÃO FINAL DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELO ALUNO MURILO FERREIRA VIANA, ORIENTADA PELO PROF. DR. GERALDO BIASOTO JUNIOR E COORIENTADA PELO PROF. DR. BRUNO MARTARELLO DE CONTI.**

**Campinas  
2018**

**Agência(s) de fomento e nº(s) de processo(s):** CAPES  
**ORCID:** <https://orcid.org/0000-0003-1322-5527>

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

V654L Viana, Murilo Ferreira, 1991-  
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 / Murilo Ferreira Viana. – Campinas, SP : [s.n.], 2018.

Orientador: Geraldo Biasoto Junior.  
Coorientador: Bruno Martarello De Conti.  
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Banco Central do Brasil. 2. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional. 3. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Brasil). 4. Política econômica. 5. Regra de ouro. I. Biasoto Junior, Geraldo, 1961-. II. De Conti, Bruno Martarello, 1982-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações para Biblioteca Digital

**Título em outro idioma:** The Law 11,803 of 2008 and the relationship between the Central Bank of Brazil and the National Treasury : the Brazilian case in the light of international experience

**Palavras-chave em inglês:**

Central Bank of Brazil  
Brazil. National Treasury Secretariat  
National Bank for Economic and Social Development (Brazil)  
Economic policy  
Golden rule

**Área de concentração:** Teoria Econômica

**Titulação:** Mestre em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Geraldo Biasoto Junior [Orientador]  
Daniela Magalhães Prates  
José Roberto Rodrigues Afonso

**Data de defesa:** 21-11-2018

**Programa de Pós-Graduação:** Ciências Econômicas



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**MURILO FERREIRA VIANA**

**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**

**Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior – orientador**

**Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti - coorientador**

**Defendida em 21/11/2018**

**COMISSÃO JULGADORA**

**Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior - PRESIDENTE**  
**Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Daniela Magalhães Prates**  
**Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof. Dr. José Roberto Rodrigues Afonso**  
**Fundação Getúlio Vargas (FGV)**

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

*Para meus pais, Walter e Anelúcia*

*E ao meu irmão, Diego*

## AGRADECIMENTOS

A conclusão desta dissertação representa o encerramento de um longo ciclo de aprendizado e crescimento pessoal. Minha relação com a Unicamp se iniciou em 2010, com meus primeiros passos na graduação em Economia. Nesses anos, construí boas amizades que tornaram meu caminhar mais prazeroso e fomentaram meu interesse pela pesquisa. Lembrarei com carinho das discussões infundáveis, nos mais diversos e, muitas vezes, inusitados lugares: festas, bares (em especial, o glorioso Toca do Tatu), casa de amigos etc.

São muitas as pessoas as quais eu sou grato pela força e auxílio nesta longa caminhada. No âmbito do IE, agradeço aos técnicos e aos diversos professores. Particularmente, ao professor Giuliano, agradeço os excelentes conselhos, sempre presentes nos momentos de maior dificuldade acadêmica ou mesmo pessoal.

Ao professor Lopreato, pelas melhores aulas do IE. Tive a felicidade de realizar com ele quatro disciplinas: Macroeconomia I, II, Setor Público e Política Fiscal. Todas essenciais à minha formação. Sou grato, também, pela imensa paciência por se dispor a solucionar dúvidas após os términos das aulas, por muitos minutos, por vezes mais de uma hora. Sempre com boa disposição e interesse.

Ao prof. Biasoto, agradeço, imensamente, a paciência e a disposição por me orientar neste trabalho. Desculpe as inúmeras mensagens de WhatsApp e e-mails enviados sempre que eu tinha alguma dúvida ou quando acreditava ter descoberto algum caminho interessante de análise. Ao prof. Bruno de Conti, agradeço a coorientação, indicando caminhos e esclarecendo diversos obstáculos que surgiram ao longo deste trabalho. Ao prof. Rodrigo Lanna, sou muito grato pelo incentivo constante e pela bolsa de estudos para o curso de especialização em Finanças Corporativas.

Sem dúvida alguma o caminho teria sido mais difícil, caso não impossível, sem a ajuda dos grandes amigos (Cadu, Cinthia, Saliba, Gian, JP, Thomas Conti, Nikolas, Tariq, Felipe da Roz, Eduardo, Luís Paulo, Lucas Melo, Kleber, entre muitos outros) e familiares (Anelúcia, Walter, Diego e Henrique). À Andressa Sussai, sou grato pelo companheirismo, pelo afeto e por ter me aguentado durante o mestrado!

Aos professores Daniela Prates, José Roberto Afonso e Antônio Carlos Macedo e Silva, agradeço os comentários e as recomendações de melhoria, durante as bancas de qualificação e de defesa.

Ao Antônio Carlos D'Ávila Carvalho Jr, por – mesmo sem me conhecer pessoalmente – ter se disponibilizado a me ajudar a dar os primeiros passos no interessantíssimo campo do Direito Financeiro. Foram muitas horas de conversas de grande aprendizado. Suas recomendações de leitura, inclusive o livro que me enviou de presente, foram de fundamental importância para a realização deste trabalho. Em especial, para o desenvolvimento do capítulo III.

Por fim, agradeço à Capes e à sociedade, por terem viabilizado meu mestrado por meio da concessão de uma bolsa de pesquisa para dedicação integral.

A todos vocês, meu muito obrigado!

## RESUMO

Esta dissertação analisa, à luz das experiências internacionais, os motivos pelos quais a criação da Lei nº 11.803 de 2008 se mostrou inadequada para lidar com o novo cenário estrutural brasileiro de elevado estoque de reservas internacionais, constituídas intensamente a partir de meados dos anos 2000. Evidenciou-se, no primeiro capítulo, que a ampla literatura especializada aponta que o relacionamento entre os bancos centrais e os tesouros nacionais pode se deteriorar a partir de fluxos de resultados financeiros voláteis e expressivos das autoridades monetárias para as fiscais, sejam eles resultados realizados ou não realizados. Destacou-se que essa deterioração é frequentemente decorrente de operações de regulação tanto da demanda agregada como da gestão de posições de ativos e passivos (em moeda doméstica ou estrangeira) levadas a cabo pelos bancos centrais, nas economias modernas. Ademais, adoções equivocadas de padrões contábeis e de estrutura legal podem resultar em aumento expressivo dos efeitos macroeconômicos adversos da atuação dos bancos centrais modernos, destacadamente sobre as finanças públicas e seus indicadores. O segundo capítulo é dedicado ao caso brasileiro, apresentando evidências de que o relacionamento entre o BCB e o TN deteriorou-se substancialmente com a incompreensão sobre a importância do patrimônio líquido para as autoridades monetárias. Essa incompreensão resultou na criação do mecanismo de equalização cambial, no bojo da Lei 11.803/08, e na confusão entre resultados realizados e não realizados, em grande escala. Como efeito, por sua vez, implicou direta ou indiretamente nos inchaços da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) e da carteira de títulos públicos em posse do BCB, assim como no crescimento substancial das operações compromissadas. Por fim, o terceiro capítulo apresenta como o mecanismo de equalização cambial criou um maior entrelaçamento cambial, fiscal e financeiro na economia brasileira, o que foi basilar para viabilizar a capitalização das instituições financeiras federais (IFF) no período de 2008 a 2014, em especial, o BNDES. O capítulo apresenta, ainda, como esse mecanismo tem sido fundamental para tornar possível o cumprimento formal de uma das principais regras fiscais brasileiras: a Regra de Ouro das finanças públicas.

**Palavras-chave:** Banco Central; Tesouro Nacional; Política Monetária; Política Fiscal; Dívida Pública; Regra de Ouro; BNDES

## ABSTRACT

This dissertation analyzes, in the light of international experiences, the reasons why the creation of Law 11,803 of 2008 proved inadequate to deal with the new Brazilian structural scenario of high foreign exchange reserves, constituted intensely from the mid-2000s. In the first chapter, it is shown that the extensive literature points out that the relationship between central banks and national treasuries can deteriorate from volatile and expressive financial flows of monetary authorities to fiscal authorities, whether they are realized or unrealized results. It was pointed out that this deterioration is often due to operations to regulate both aggregate demand and the management of asset and liability positions (in domestic or foreign currency) carried out by central banks in modern economies. In addition, mistaken adoptions of accounting standards and legal frameworks may result in a significant increase in the adverse macroeconomic effects of the performance of modern central banks, notably on public finances and their indicators. The second chapter is devoted to the Brazilian case, presenting evidence that the relationship between the BCB and the TN has deteriorated substantially with the misunderstanding of the importance of the net worth to the monetary authorities. This misunderstanding resulted in the creation of the exchange equalization mechanism, in the context of Law 11,803 of 2008, and in the confusion between realized and unrealized results, on a large scale. This effect, in turn, directly or indirectly implied a strong growth of the National Treasury Single Account (CUTN) and the portfolio of public securities held by the BCB, as well as the substantial growth of repo operations. Finally, the third chapter presents how the exchange equalization mechanism created a greater exchange, fiscal and financial interweaving in the Brazilian economy, which was the basis for making the capitalization of the federal financial institutions (IFF) possible from 2008 to 2014, in particular, the BNDES capitalization. The chapter also shows how this mechanism has been taking a fundamental position in making possible the formal fulfillment of one of the main Brazilian fiscal rules: the Golden Rule of public finances.

**Keywords:** Central Bank; National Treasury; Monetary Policy; Fiscal Policy; Public Debt; Golden Rule; BNDES

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1</b> - Balancete estilizado do banco central .....	24
<b>Figura 2</b> - Efeitos da marcação a mercado (MaM) e da regra de distribuição de resultados do banco central sobre a relação BC-TN .....	35
<b>Figura 3</b> - Fatores de origem da fragilização do patrimônio líquido do BC.....	37
<b>Figura 4</b> - Efeito da adoção do custo histórico amortizado sobre o patrimônio líquido do banco central .....	43
<b>Figura 5</b> - Efeito da adoção da reserva de reavaliação sobre o patrimônio líquido do banco central .....	44
<b>Figura 6</b> - Efeito da variação do câmbio sobre o mecanismo de equalização cambial ....	60
<b>Figura 7</b> - Efeito sobre a liquidez do uso de resultados positivos transferidos ao TN pelo BCB.....	69
<b>Figura 8</b> - Modelo da Regra de Ouro aplicada no Brasil .....	88
<b>Figura 9</b> - Operação de capitalização do BNDES pelo TN .....	99

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> - Porcentagem de bancos centrais com ganhos não realizados distribuíveis ...	48
<b>Gráfico 2</b> - Evolução do efeito da marcação a mercado (MaM) sobre as reservas internacionais do BCB (2006 – 2016) .....	55
<b>Gráfico 3</b> - Evolução do resultado patrimonial e do resultado de equalização cambial (2001 – 2016), em bilhões de reais .....	61
<b>Gráfico 4</b> - Determinantes do resultado de equalização cambial – em bilhões de reais (à esquerda) e taxa de câmbio R\$/US\$ (à direita) .....	66
<b>Gráfico 5</b> - Evolução do saldo da CUTN (2006 – 2016), em bilhões de reais .....	71
<b>Gráfico 6</b> - Saldo acumulado de resultado cambial e patrimonial transferido para a CUTN (2008 – 2016), em bilhões de reais .....	76
<b>Gráfico 7</b> - Remuneração da CUTN (% PIB – à direita) e saldo da CUTN (à esquerda) .....	77
<b>Gráfico 8</b> - Fatores condicionantes das operações compromissadas: principais operações do TN (fluxos acumulados de 2007 a 2015), em % do PIB.....	79
<b>Gráfico 9</b> - Investimento público e inversões financeiras da União (% do PIB) .....	86
<b>Gráfico 10</b> - Evolução dos componentes da despesa de capital (em R\$ bilhões a preços correntes) .....	87
<b>Gráfico 11</b> - Evolução das principais receitas financeiras (em bilhões a preços correntes) .....	90
<b>Gráfico 12</b> - Pagamento de despesas de dívida com retorno de empréstimos concedidos a IFF .....	91
<b>Gráfico 13</b> - Pagamento de despesas correntes com recursos da remuneração da CUTN .....	92
<b>Gráfico 14</b> - Cálculos alternativos para a evolução da margem de cumprimento da Regra de Ouro (em R\$ bilhões a preços correntes) .....	93
<b>Gráfico 15</b> – Prazo médio a decorrer das compromissadas (dias úteis – média dos últimos doze meses) .....	95
<b>Gráfico 16</b> - Vencimento dos títulos emitidos diretamente ao BNDES .....	100
<b>Gráfico 17</b> - Evolução da dívida do BNDES com o TN (em R\$ bilhões a preços correntes) – (2006 – 2017) .....	102
<b>Gráfico 18</b> - Composição do passivo do BNDES – (2006 – 2016) .....	103

**Gráfico 19** - Desembolso nominal anual do BNDES, em R\$ bilhões – (2003 – 2017) ..107

**Gráfico 20** - Déficit corrente do governo federal, em (% do PIB) – (2002 – 2016)

.....108

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Evolução das reservas internacionais do BCB (2003 - 2016) .....	54
<b>Tabela 2</b> - Volume financeiro dos títulos emitidos diretamente às IFF pelo TN .....	101
<b>Tabela 3</b> - Valor do subsídio implícito e explícito por período de apuração (2008 – 2017), em R\$ corrente .....	104
<b>Tabela 4</b> - Haveres da União junto ao BNDES .....	106
<b>Tabela 5</b> - Devolução de recursos do BNDES ao TN de 2015 a 2018, a preços correntes .....	109
<b>Tabela 6</b> - Previsão de suficiência da Regra de Ouro 2018: (despesa de capital – receita com op. de crédito) – R\$ bilhões a preços correntes .....	110

## LISTA DE SIGLAS

BASA – Banco da Amazônia  
BB – Banco do Brasil  
BC – Banco Central  
BCB – Banco Central do Brasil  
BIS - *Bank of International Settlement*  
BNB – Banco do Nordeste  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BoE – *Bank of England*  
BP – Balanço Patrimonial  
CAE – Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal do Brasil  
CEF – Caixa Econômica Federal  
CNB – *Czech National Bank*  
CUTN – Conta Única do Tesouro Nacional  
DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral  
Demab – Departamento de Mercado Aberto do Banco Central do Brasil  
DLSP – Dívida Líquida do Setor Público  
DPMF – Dívida Pública Mobiliária Federal  
DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna  
FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador  
FGTS – Fundo Garantidor por Tempo de Serviço  
FIES – Fundo de Financiamento Estudantil  
Fistel – Fundo de Fiscalização das Telecomunicações  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
Fust – Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações  
GC – Governo Central  
IFF – Instituições Financeiras Federais  
IFRS – *International Financial Reporting Standards*  
IMF – *International Monetary Fund*  
LC – Lei Complementar  
Libor – *London Interbank Offered rate*  
LOA – Lei Orçamentária Anual

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

MaM – Marcação a Mercado

MP – Medida Provisória

MPF – Ministério Público Federal

OGU – Orçamento Geral da União

PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PIB – Produto Interno Bruto

PIS – Programa de Integração Social

PL – Patrimônio Líquido

PSI – Programa de Sustentação do Investimento

RMI – Regime de Metas de Inflação

RREO – Relatório Resumido da Execução Orçamentária

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TN – Tesouro Nacional

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>19</b>
<b>1 AS TRANSFERÊNCIAS DE RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS: RECOMENDAÇÕES CONTÁBEIS E LEGAIS DAS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS .....</b>	<b>22</b>
<b>1.1 As funções institucionais da autoridade monetária e o balanço patrimonial do banco central .....</b>	<b>23</b>
1.1.1 As funções do banco central .....	23
1.1.2 As operações, os estoques e os fluxos da autoridade monetária .....	24
<b>1.2 Bancos centrais e bancos comerciais: a relevância da diferenciação de seus padrões contábeis .....</b>	<b>29</b>
1.2.1 Bancos centrais não visam ao lucro e não quebram em moeda doméstica .....	29
1.2.2 O IFRS padrão e a inadequação de seu uso generalizado para os bancos centrais .....	32
<b>1.3 Por que o patrimônio líquido do banco central é relevante? .....</b>	<b>36</b>
<b>1.4 Deterioração do patrimônio líquido do banco central e os efeitos sobre a política monetária .....</b>	<b>39</b>
<b>1.5 As regras de distribuição de resultados e o efeito sobre o patrimônio líquido do banco central .....</b>	<b>42</b>
1.5.1 A assimetria da distribuição: ganhos transferidos ao tesouro e prejuízos absorvidos pelo patrimônio líquido do banco central .....	42
1.5.2 Usando o método contábil para se evitar os efeitos da distribuição assimétrica .....	41
1.5.3 Separando a renda contábil da renda distribuível .....	45
1.5.4 Suavizando a volatilidade da renda distribuível e limitando sua distribuição .....	46
<b>1.6 A experiência internacional, as especificidades dos bancos centrais e a recomendação de princípios gerais de política de distribuição de ganhos e prejuízos .....</b>	<b>47</b>
1.6.1 Os ganhos não realizados devem ser excluídos da distribuição .....	48
1.6.2 Os ganhos (realizados) devem ser distribuídos apenas na ausência de perdas acumuladas no passado .....	49

1.6.3	As regras de distribuição de ganhos devem se basear em critérios pré-definidos.....	50
1.6.4	As regras devem ser claras e transparentes .....	50
1.6.5	As mudanças nas regras de repartição de ganhos devem ser realizadas mediante consulta ao banco central .....	50
1.6.6	As regras quanto à distribuição de ganhos devem ser estáveis ao longo do tempo .....	51
<b>1.7</b>	<b>Considerações finais .....</b>	<b>51</b>
<b>2</b>	<b>O MECANISMO DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL E O RELACIONAMENTO BCB-TN: ESTARIA A LEI Nº 11.803 DE 2008 ADEQUADA AO CONTEXTO DE ELEVADO ESTOQUE DE RESERVAS INTERNACIONAIS? .....</b>	<b>52</b>
<b>2.1</b>	<b>A institucionalidade da Medida Provisória nº 2.179 de 2001: do contexto de baixo para o de elevado estoque de reservas internacionais .....</b>	<b>52</b>
2.1.1	A MP nº 2.179/01 e o contexto de baixo estoque de reservas internacionais ...	52
2.1.2	O crescente estoque de reservas internacionais sob a MP 2.179/01 .....	53
<b>2.2</b>	<b>A resposta institucional para as transformações no balanço do BCB .....</b>	<b>56</b>
2.2.1	A Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 435 de 2008 .....	56
2.2.2	Da Exposição de Motivos da MP nº 435/08 à Lei nº 11.803/08 .....	58
2.2.2.1	A emissão de títulos sem contrapartida .....	58
2.2.2.2	O mecanismo de equalização cambial e a proteção do patrimônio líquido do BCB: separando o resultado cambial do resultado patrimonial .....	59
2.2.2.3	O resultado positivo transferido ao TN: flexibilidade para pagamento de juros da dívida pública .....	62
<b>2.3</b>	<b>A Lei nº 11.803/08 e sua inadequação ao contexto de alto estoque de reservas internacionais .....</b>	<b>63</b>
2.3.1	O mecanismo de equalização cambial e a incompreensão das especificidades do patrimônio líquido (PL) do BCB .....	64
2.3.2	O mecanismo de equalização cambial e a união equivocada de resultados realizados e não realizados .....	66
2.3.3	O mecanismo de equalização cambial e o inchaço da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) .....	70
2.3.3.1	Conta Única (CUTN): o inchaço para além dos efeitos da Lei nº 11.803/08 .....	71

<b>2.3.3.2</b> Conta Única (CUTN) e o mecanismo de equalização cambial: crescimento acelerado das disponibilidades e a remuneração de recursos não realizados .....	75
<b>2.4</b> Considerações finais .....	79
<b>3</b> O MECANISMO DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL E O ENTRELACAMENTO CAMBIAL – FISCAL – FINANCEIRO .....	83
<b>3.1</b> Do mecanismo de equalização cambial ao cumprimento da Regra de Ouro .....	84
<b>3.2</b> A relação entre o TN e o BNDES: da capitalização ao cumprimento da Regra de Ouro .....	96
<b>3.2.1</b> Resultado de equalização cambial, Conta Única do Tesouro e a capitalização do BNDES .....	96
<b>3.2.2</b> BNDES: de Banco de Desenvolvimento a Banco do Tesouro .....	107
<b>3.3</b> Considerações finais .....	111
<b>CONCLUSÃO</b> .....	115
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	119

## INTRODUÇÃO

O interesse pela temática desta dissertação surgiu antes mesmo do início do mestrado, ainda em 2015. O noticiário econômico diário estava repleto de informações pouco intuitivas, muitas vezes, aparentemente contraditórias. Afinal, como explicar, por exemplo, que em meio a uma severa crise fiscal e a um discurso oficial da necessidade de aperto de gastos públicos, o governo federal contava com crescentes disponibilidades em caixa, na sua Conta Única (CUTN), então na casa do trilhão de reais?

Como o Banco Central do Brasil (BCB) perdia dezena de bilhões de reais no mercado de *swaps* cambiais, deteriorando ainda mais o déficit nominal do setor público, mas, ao mesmo tempo, a autoridade monetária transferia outros ganhos cambiais ao Tesouro que passavam da centena de bilhões de reais, em um único semestre? O balanço patrimonial do BCB se agigantava com a flutuação do valor à vista do câmbio sobre todo o estoque de reservas internacionais, as quais subiram mais de US\$ 300 bilhões em poucos anos. Ainda, no bojo desse processo, faria sentido econômico encher o caixa do TN com recursos não realizados gerados pelo aumento do valor em reais da simples desvalorização cambial sobre todo o estoque de reservas internacionais, não vendido?

Nos últimos anos, também começou a se tornar pública a crescente dificuldade de o governo federal conseguir cumprir uma de suas principais regras fiscais: a Regra de Ouro das finanças públicas. Em meio às declarações à imprensa, membros do Tesouro Nacional (TN) e do Ministério da Fazenda (MF) afirmavam que os ganhos cambiais e o programa de pagamento antecipado da dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para com o TN aliviariam o problema e evitariam o descumprimento dessa regra fiscal.

Eram comuns afirmações no sentido de que “o BNDES possui uma enorme dívida com o Tesouro, é chegada a hora de o Banco contribuir com o ajuste fiscal”. De fato, quando se observa, a dívida do BNDES com o TN saiu de um baixo patamar no início de 2008 – de apenas 0,2% do PIB – para atingir mais de 8,5% do PIB em 2014/15. Novas dúvidas surgiram. Afinal, como o TN realizou tamanha capitalização ao Banco nesse período? De que maneira a devolução de recursos do BNDES poderia contribuir para o governo federal cumprir a Regra de Ouro? Ainda, como a Regra de Ouro poderia estar sendo cumprida mesmo em meio a tamanho déficit fiscal e à desorganização das contas públicas?

São esses alguns dos questionamentos que perpassaram à vontade de adentrar nesse campo que mistura macroeconomia, direito financeiro, contabilidade e finanças. Campo de enorme relevância para se entender o fiscal brasileiro, assim como, sem sombra de dúvidas, extremamente complexo.

Em 2016, em meio ao primeiro ano de mestrado, foi lançado o livro *A crise fiscal e monetária brasileira*<sup>1</sup>, em que se reuniu dezenas dos principais pesquisadores brasileiros em política monetária e fiscal para debater, como foco central, a relação aparentemente pouco harmoniosa entre o BCB e o TN. Ainda em 2016, o Ministério Público Federal (MPF) organizou a *II Jornada de Debates sobre a Dívida Pública*<sup>2</sup>. Tornava-se cada vez mais claro que grande parte dos questionamentos apontados acima tinha em comum uma origem: as consequências do mecanismo de equalização cambial – ditado pela Lei 11.803/08 – sobre o relacionamento entre o BCB e o TN.

Com o intuito de jogar mais luz nesta importante e complexa discussão – sem, contudo, ter a pretensão de esgotá-la – esta dissertação está dividida em três capítulos. O capítulo I se propôs a discutir, em vista das mais diversas experiências internacionais, de que maneira, dada as peculiaridades da autoridade monetária, o relacionamento entre o banco central e o tesouro nacional (BC-TN) pode se deteriorar a partir da combinação entre uma estrutura legal e um arcabouço contábil inadequados para lidar com a presença de fluxos de resultados da autoridade monetária, voláteis e de magnitude expressivas, realizados e não realizados.

O capítulo II se dedica ao caso brasileiro, investigando se a Lei nº 11.803 de 2008 – criada para estabelecer o relacionamento entre o BCB e o TN em um novo cenário estrutural de elevado estoque de reservas internacionais – está de acordo com os princípios e as mais exitosas experiências internacionais dos bancos centrais que operam em situações semelhantes, de elevado potencial de fluxos de resultados entre as autoridades monetária e a fiscal.

Por fim, o capítulo III – dividido em duas grandes seções – analisou como o vasto volume de recursos não realizados transferidos ao TN, por meio do mecanismo de equalização cambial, serviu como base para um maior entrelaçamento das políticas cambial, fiscal e creditícia no Brasil. A primeira seção tratou de como as receitas

---

<sup>1</sup> BACHA, E. (org). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 1. Ed. – Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

<sup>2</sup> Os vídeos e as apresentações da II Jornada de Debates sobre a Dívida Pública podem ser acessados no seguinte endereço: <https://bit.ly/2R3huKC>

financeiras – advindas direta ou indiretamente do mecanismo de equalização cambial – flexibilizaram as condições para o atendimento formal da Regra de Ouro, tornando viável seu cumprimento protocolar, mesmo em ambiente de elevados déficits primário e corrente, de substancial crescimento do endividamento público e de baixo investimento estatal.

A segunda seção, por sua vez, dedicou-se a analisar como os recursos não realizados – do mecanismo de equalização cambial – foram largamente utilizados como instrumento de capitalização das instituições financeiras federais (IFF), entre 2008 e 2014, destacadamente, do BNDES. Observou-se que a engenharia financeira empreendida possibilitou a transferência de centenas de bilhões de reais do saldo da CUTN para o BNDES – por fora do Orçamento Geral da União (OGU) – sem, com isso, impactar o resultado primário (considerado o principal indicador de resultado fiscal), bem como efeito estático nulo sobre a dívida líquida do setor público (DLSP), principal indicador de dívida pública utilizado no Brasil à época.

Ao final da segunda seção, foi visto como o governo federal tem atuado pressionando o BNDES pela antecipação do pagamento de seu passivo com o TN, haveres estes originados da capitalização levada a cabo pelo TN, entre 2008 e 2014. Destacou-se também que, a despeito da severa recessão econômica de 2015/16, o BNDES tem sido constrangido não para auxiliar o governo federal por meio de medidas anticíclicas, mas sim para que devolva recursos ao TN, para que o governo possa viabilizar formalmente o cumprimento dos ditames da Regra de Ouro<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> O autor se coloca à disposição para receber críticas e sanar eventuais dúvidas atinentes a este trabalho. Contato: [murilofv1@hotmail.com](mailto:murilofv1@hotmail.com)

## CAPÍTULO 1

### **AS TRANSFERÊNCIAS DE RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS: RECOMENDAÇÕES CONTÁBEIS E LEGAIS DAS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS**

Este capítulo discute, à luz das experiências internacionais, de que maneira o relacionamento entre os bancos centrais e os tesouros nacionais (BC-TN) e a condução da política macroeconômica podem se deteriorar a partir da combinação entre fluxos de resultados da autoridade monetária, voláteis e de magnitude expressiva, com inadequados arcabouços contábil e de estrutura legal. Efeitos adversos que ganham maior relevância à medida que, nos últimos anos, os bancos centrais, em acúmulo ao tradicional papel de gestor da moeda, em nome do Estado, cresceram não somente suas responsabilidades no conjunto da economia, mas também as consequências fiscais de suas ações.

As autoridades monetárias estão cada vez mais imersas na gestão da riqueza financeira, dos fluxos cambiais e das posições de ativos e passivos do sistema. Essas atuações, por sua vez, geram potenciais consequências fiscais não negligenciáveis, em especial, ao se considerar que a forma como os agentes olham as contas públicas e as do banco central são preponderantes na percepção de risco e de sustentabilidade fiscal. Por outro lado, a dimensão das operações do BC nas economias modernas faz com que eles sejam também determinantes na regulação tanto da demanda agregada quanto das posições de ativos e passivos da economia, com imenso peso na percepção dos agentes sobre as tendências de evolução da demanda efetiva (Minsky, 1986; Tucker, 2016; Arantes e Biasoto Jr, 2017).

Sob essa lógica, o capítulo se inicia com uma breve discussão sobre as principais funções institucionais da autoridade monetária e de que maneira as suas execuções condicionam a mutação e o resultado do balanço patrimonial (BP) do banco central. A seguir, aponta-se a importância da distinção entre as práticas contábeis adotadas pelos bancos comerciais e as executadas pelos bancos centrais, fundamentando-se, em especial, nas diferentes formas de compreender o patrimônio líquido para essas duas instituições. Logo depois se discute os diversos métodos contábeis e legais e alguns princípios gerais de políticas de distribuição de ganhos e prejuízos adotados, em âmbito internacional, pelas mais diversas autoridades monetárias.

## 1.1 As funções institucionais da autoridade monetária e o balanço patrimonial do banco central

A relevância econômica dos resultados de balanço apresentados pelos bancos centrais não pode ser compreendida sem se observar as funções precípua e o *modus operandi* do banco central moderno. É, principalmente, por meio desses elementos que se consegue identificar o quão *sui generis* é a operação da autoridade monetária em relação aos bancos comerciais, assim como, de que maneira as particularidades típicas dos bancos centrais tornam imprescindível o desenho de uma prática contábil própria, adequada à realidade macroeconômica e à sua missão institucional.

### 1.1.1 As funções do banco central

As atribuições conferidas aos bancos centrais podem se diferenciar entre os países observados. Entretanto, algumas incumbências típicas são comuns a eles, uma vez que, em regra, o banco central (BC) atua, entre outras formas, como: i) autoridade emissora da moeda; ii) banqueiro do governo; iii) banco dos bancos; iv) executor da política monetária; v) regulador do sistema financeiro nacional (SFN); e, vi) prestador de última instância (Minsky, 1986; Buitert e Sibert, 2007; Carvalho e Kregel, 2010; Oliveira, 2010; Leister e Medeiros, 2016).

Os autores, em linhas gerais, descrevem essas funções típicas da seguinte maneira:

- **Autoridade emissora da moeda:** o BC executa o poder de monopólio conferido a ele pelo governo, sendo o único capaz de emitir moeda estatal, a qual poderá se dar via papel moeda ou como reservas bancárias;
- **Banqueiro do governo:** o BC é responsável pelo depósito e gerenciamento das reservas internacionais e dos recursos do Tesouro Nacional (Conta Única do Tesouro - CUTN);
- **Banco dos bancos:** a autoridade monetária atua como agente depositário das reservas compulsórias e voluntárias dos bancos comerciais;
- **Executor da política monetária:** se considerado o Regime de Metas de Inflação (RMI), o banco central determina a taxa básica de juros (no caso brasileiro, a Selic) e utiliza de sua carteira de títulos para operar no mercado interbancário, induzindo a expansão (contração) da oferta de reservas bancárias, buscando, assim, convergir a taxa de juros do interbancário para a taxa determinada pela instituição;

- **Regulador do sistema financeiro nacional (SFN):** a regulação do sistema financeiro visa, em linhas gerais, garantir a estabilidade financeira e o funcionamento adequado do sistema de pagamentos, controlando riscos sistêmicos e adotando medidas prudenciais diversas (Carvalho e Kregel, 2010);
- **Emprestador de última instância:** Em vista do risco sistêmico – com possível corrida bancária ou distúrbios relevantes sobre o sistema de pagamentos – a autoridade monetária, atuando como emprestadora de última instância, disponibiliza liquidez para instituições financeiras que enfrentam crise de confiança quanto à capacidade de cumprir com suas obrigações financeiras.

O mais relevante a ser observado é que essas funções, intrínsecas aos bancos centrais, determinam seu modo de atuação no ambiente econômico, assim como, também, dado seu peso dentro do sistema, torna-os agentes muito relevantes no mercado. Ao se estudar o balanço do banco central, é possível obter maior clareza de como as autoridades monetárias desempenham suas funções e de que maneira os desafios e as escolhas de políticas econômicas diversas se manifestam dentro de sua estrutura patrimonial. Vejamos.

### 1.1.2 As operações, os estoques e os fluxos da autoridade monetária

**Figura 1 - Balancete estilizado do banco central**

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
i) Reservas internacionais	<b>Passivo monetário</b>
ii) Carteira de Título do TN	Meio circulante
iii) Empréstimos	i) PMPP
iv) Op. Compromissadas (revenda)	ii) Reservas Bancárias
	<b>Passivo não monetário</b>
	i) Op. Compromissadas (recompra)
	ii) Conta Única do Tesouro (CUTN)
	iii) Passivo em moeda estrangeira
	<b>Patrimônio líquido (PL)</b>
	i) Capital
	ii) Reservas

**Fonte:** Elaboração própria.

É possível compreender, por meio do balancete estilizado do BC, parte importante dos efeitos da administração de ativos e passivos conduzidos pela autoridade monetária, os quais, em grande parte, são reflexos do desempenho das funções típicas do

banco central como gestor e (ou) executor da política monetária, cambial e financeira (Schwarz et al., 2014; Rule, 2015).

Por meio da análise intertemporal de seu balanço, nos é permitido 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 macroeconômicos de natureza conjuntural ou mesmo estrutural (Gray, 2006; Filardo e Grenville, 2012; Archer e Moser-Boehm, 2013).

Vejam, primeiramente, o caso da determinação da base monetária, a qual, por meio do multiplicador, poderá influenciar diretamente a liquidez da economia. A variação da base monetária, sob a hipótese inicial de patrimônio líquido assumido constante, respeitará o movimento de balanço dado pela expressão 1:

$$(\Delta \text{ passivo monetário}) = (\Delta \text{ ativo do BCB}) - (\Delta \text{ Passivo não monetário}) \quad (1)$$

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 a liquidez no mercado interbancário.

Assumindo a relação direta entre expansão da base monetária e o conseqüente 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, 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<sup>4</sup> (Bindseil, 2004; Bindseil, 2014; Macedo e Silva, 2016).

A utilização de operação compromissada levada a cabo pelo BC segue, de acordo com Macedo e Silva (2016, p. 22), a seguinte lógica: em caso de excesso de liquidez no interbancário, o banco central usualmente realiza operações compromissadas com

---

<sup>4</sup> Macedo e Silva (2016, p. 23), à luz de Bindseil (2004, p. 251) e Bindseil (2014, p. 87), aponta que a não predileção por operações definitivas levadas a cabo pela autoridade monetária se deve, em especial, ao fato de que elas significariam absorção (venda) de ativos em volume relevante e com características distintas, inclusive quanto ao prazo de vencimento, *duration* etc. As operações definitivas poderiam, assim, afetar os preços de mercado, ou provocar também a assunção de riscos de mercado para dentro da administração de balanço do banco central. Ao adotarem operações temporárias (compromissadas), o BC estaria evitando essas adversidades.

compromisso de recompra em data futura. Nesse caso, a redução do passivo monetário ocorre por meio da expansão do passivo não monetário. Em contrapartida, caso haja escassez de liquidez no interbancário, usualmente o BC expande a base monetária realizando operações compromissadas com compromisso de revenda. Na última situação, não mais será o passivo não monetário que irá se expandir. Em verdade, o que ocorre é o crescimento do passivo monetário (base monetária) e do ativo do BC (operações compromissadas com compromisso de revenda).

A realização de operações compromissadas demanda lastro para sua execução, cuja característica depende da institucionalidade de cada país, sendo comum a possibilidade de o banco central poder emitir seus próprios títulos para a execução de sua política monetária, ou, de maneira distinta, ter que contar, para essa finalidade, com a utilização de títulos públicos livres – de emissão do TN – em sua carteira de ativos (Nyawata, 2012; Leister e Medeiros, 2012).

Outra rubrica a se destacar, fundamental para o entendimento do relacionamento entre o TN e o BC, é a Conta Única do Tesouro Nacional<sup>5</sup> (CUTN) – componente do passivo não monetário do banco central. Essa rubrica, o próprio caixa do governo, representa os recursos auferidos pelo Tesouro Nacional, os quais normalmente ficam em uma conta única depositada no banco central (Pessoa e Williams, 2012).

Ao se observar o balancete da autoridade monetária, fica evidente que as operações com impacto em caixa, realizadas pela autoridade fiscal, alteram a dimensão do passivo não monetário, podendo afetar a disponibilidade de liquidez e a condução de política pelo banco central. Na ocorrência de superávit (déficit) nominal, por exemplo, o Tesouro retira (aumenta) liquidez da economia em maior (menor) quantidade do que a

---

<sup>5</sup> Do ponto de vista internacional nem todos os países utilizam da institucionalidade da Conta Única. Via de regra existem duas possibilidades, ou ainda, uma combinação entre elas. O Tesouro pode centralizar os depósitos em conta no BC e (ou) o Tesouro centraliza tais recebimentos no sistema bancário (Leister e Medeiros, 2016). Alguns países de maior relevância econômica e avançado desenvolvimento institucional, como os EUA e a Suécia, possuem um sistema descentralizado, com maior participação dos bancos comerciais (Pattanayak e Fainboim, 2010). Em contrapartida, esses países são exceções. De acordo com relatório do FMI (Pattanayak e Fainboim, 2011) a criação da Conta Única do Tesouro é uma *best practice* a ser buscada, via de regra, pelos países, em especial os menos desenvolvidos.

A centralização da Conta Única fora do sistema bancário facilita a gestão de liquidez pelo BC. Entre outros motivos isso se verifica pelo fato de os recursos não ficarem espalhados pelo sistema bancário, servindo como base para expansão de operações de crédito. Ademais, os recursos do Tesouro poderiam ficar expostos a riscos do sistema bancário ou a de bancos específicos. A Conta Única é descrita ainda como importante meio de se evitar deterioração inflacionária dos recursos e de controle da necessidade de se realizar operações de endividamento público. A existência de multiplicidade de contas aumenta a dificuldade de gestão ótima de recursos, sendo mais provável que, em ambientes inflacionários, o recurso público fique ocioso nas contas, resultando em altíssimo custo de oportunidade. Ver também Leister e Medeiros (2016), Williams (2004) e Pattanayak e Fainboim (2011).

repõe. Como efeito, *ceteris paribus*, o BC tem que aumentar (diminuir) a liquidez (reservas bancárias), dispondo para isso, como visto, da utilização de operações compromissadas.

A política cambial é também um fator decisivo para o relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária. Entre as estratégias de política cambial, destaca-se o processo de acúmulo de reservas internacionais<sup>6</sup>, um importante vetor potencial de expansão da liquidez doméstica e do endividamento público (Gray, 2006). Esse vetor ocorre, sobremaneira, devido a dois fatores: i) o balanço dos bancos centrais é denominado em moeda doméstica; e, ii) os bancos centrais podem ter que realizar operações de esterilização ao adquirirem reservas internacionais em mercado (Frait, 2005; Gray, 2006; Adler, Castro e Tovar, 2012).

Os balanços dos bancos centrais são contabilizados em moeda doméstica. Isso faz com que a métrica contábil adotada para mensuração de ativo e passivo em moeda estrangeira possa se tornar de suma relevância para a determinação da dinâmica desses balanços. Pode-se, por exemplo, atualizar continuamente o valor das reservas a câmbio corrente, ou, de outro modo, pode ser que ele não seja atualizado, mantendo-o à conversão pelo câmbio histórico. É evidente que ambos possuem efeitos bem distintos sobre a dimensão e a volatilidade do balanço do BC.

Caso se considere a câmbio corrente (continuamente atualizado), as mudanças de patamar cambial refletirão no valor atualizado dos ativos e passivos estrangeiros e, portanto, na dimensão em moeda doméstica dessas rubricas, dentro do balanço da autoridade monetária. Ou seja, o valor do balanço do banco central, por meio da métrica da marcação a mercado (MaM), sofrerá oscilações a depender da volatilidade cambial. Ainda, dependendo do amparo legal e do destino determinado pelo padrão contábil adotado pelo BC, essa volatilidade de balanço, como será visto, poderá ser transmitida

---

<sup>6</sup> De acordo com Abouhedid (2018, pp. 18-19), muitos países “emergentes” realizaram expressiva acumulação de reservas internacionais no período de alta do ciclo de liquidez internacional (2003 – 2007 e 2009 – 2011), entre eles o Brasil. Entre as diversas motivações, os bancos centrais aproveitaram do contexto internacional favorável à liquidez global para compor colchões de liquidez em moeda forte, visando à diminuição da exposição de seus respectivos países a possíveis futuras reversões súbitas dos fluxos de capitais, cujo impacto pode se mostrar relevante sobre a taxa de câmbio, a inflação (*pass-through*) e a solidez financeira do respectivo país. Em alguns casos, a expansão das reservas internacionais foi decorrente, também, da busca pela manutenção de uma taxa de câmbio competitiva, ameaçada diante forte influxo de capitais (ECB, 2006; Smith e Nugée, 2015; Abouhedid, 2018). Importa observar que quanto mais significativo o processo de acúmulo de reservas internacionais, maior também tende a ser a importância da política cambial sobre o relacionamento entre os respectivos bancos centrais e tesouros nacionais, conforme será melhor detalhado ao longo deste capítulo.

para o resultado transferível da autoridade monetária e, assim, influir significativamente, de maneira negativa, sobre o relacionamento entre o BC e o TN.

Por outro lado, ao se considerar a métrica contábil de valoração a câmbio histórico, o estoque de ativo e passivo estrangeiros não sofre oscilação de valor com a volatilidade cambial. Em outras palavras, quando ocorre a valoração a câmbio histórico, em detrimento do mecanismo de marcação a mercado, o balanço registrado é significativamente menos afetado pela volatilidade cambial, diminuindo, também, o impacto potencial sobre o relacionamento entre as autoridades monetária e fiscal.

Quanto ao segundo ponto, cumpre notar que o processo de aquisição de reservas internacionais *per se* pode dificultar a gestão de liquidez em mercado, uma vez que o banco central, ao entrar em mercado comprando moeda estrangeira, liquida a transação com moeda nacional, expandindo a base monetária. Para contrapesar esse efeito, as operações de esterilização podem ser levadas a cabo pela autoridade monetária, o que muitas vezes representam a expansão das operações compromissadas e a utilização de títulos da dívida pública como colateral, podendo resultar na expansão da dívida pública e na assunção de custos quase fiscais<sup>7</sup> não negligenciáveis (Rule, 2015; Pellegrini, 2017a).

Em continuidade à análise do balanço da autoridade monetária, tem-se a rubrica empréstimos, que pode representar desde operações diárias – de baixo montante e com restrito impacto sobre a liquidez em mercado e sobre o resultado patrimonial do BC – até operações de grande magnitude, visando ao salvamento do sistema financeiro e monetário em contextos de crises bancárias. Mais especificamente no segundo caso, a intervenção estatal normalmente redundando em uma mudança substancial da dimensão e da composição do balanço da autoridade monetária, com a assunção de significativos riscos para o banco central, e com potencial de afetar substancialmente o resultado patrimonial do BC, ou até mesmo o balanço patrimonial consolidado do Estado (Tucker, 2016).

Cumpre observar, ainda, que outras rubricas também tendem a sofrer alterações com o advento de crises financeiras, o que decorre, em grande parte, do avanço da percepção de incerteza por parte dos agentes econômicos. Uma das possibilidades se deve ao fato de, em contextos de maior incerteza, os bancos poderem, por exemplo, empoçar liquidez, aumentando a dificuldade de bancos menos líquidos terem acesso a recursos (volume) e a condições (taxas) minimamente razoáveis, no mercado interbancário. Dado

---

<sup>7</sup> Refere-se, aqui, em particular, ao diferencial de juros recebido pela aplicação das reservas internacionais vis-à-vis o custo apresentado pela emissão de título público para a realização da operação de esterilização. Para maiores detalhes, ler Pellegrini (2017a, pp. 22 - 40).

o cenário, o BC pode ter de atuar nas duas pontas: fornecendo liquidez adicional, para determinadas instituições menos líquidas, ao mesmo tempo em que absorve o excesso de liquidez empoçada por outros bancos (normalmente por meio de operações compromissadas com compromisso de recompra) (Freitas, 2009). A consequência é, mais uma vez, a mutação do peso (e da dimensão) das rubricas dentro do balanço do banco central.

Por fim, sem pretensões de exaurir as rubricas e os determinantes dos estoques e dos fluxos do BC, tem-se o patrimônio líquido, o qual será pormenorizado ao longo deste capítulo. Em linhas gerais, ele é constituído pelo capital inicial da autoridade monetária e sofre oscilação por meio dos sucessivos resultados patrimoniais que são lançados em sua conta, os quais são destacadamente afetados pela combinação entre o padrão contábil adotado pela autoridade monetária e o regramento legal que trata da transferência de resultados entre o banco central e o respectivo tesouro nacional (governo) (Archer e Moser-Boehm, 2013).

## **1.2 Bancos centrais e bancos comerciais: a relevância da diferenciação de seus padrões contábeis**

### **1.2.1 Bancos centrais não visam ao lucro e não quebram em moeda doméstica**

O uso de métricas contábeis deve ser sensivelmente distinto na comparação entre bancos comerciais e bancos centrais. Isso porque os instrumentos, os objetivos, a fragilidade e a lógica de funcionamento entre essas duas instituições são muito diferentes (Bholat e Darbyshire, 2016, p. 12).

Os bancos comerciais visam à maximização do lucro e não conseguem operar com patrimônio líquido a descoberto (negativo), o que, em ambos os casos, não é verdade quando se trata de bancos centrais. Salta aos olhos que as autoridades monetárias não objetivam o lucro em suas medidas. Caso assim desejassem, manipulariam as taxas de juros e de câmbio com a finalidade de obtenção de fartos ganhos financeiros; o que soa, sem dúvida alguma, como absurdo.

Em verdade, os bancos centrais dispõem de seus instrumentos para alcançar seus objetivos de política econômica (Bholat e Darbyshire, 2016, p. 10). Na prática, as autoridades monetárias atuam como grandes *players* estabilizadores e reguladores dos mercados e, na busca de se alcançar seus objetivos, não raro assumem a “ponta” contrária

à rota de fuga dos agentes de mercado, admitindo, assim, prejuízos por vezes bilionários. São os ossos do ofício da autoridade monetária.

Outra importante diferença se dá no campo contábil. No caso dos bancos comerciais, a contabilização de balanço com normas padrão parece bastante razoável. O jogo de mercado deve ser claro para os agentes interessados. A exigência de marcação a mercado, por exemplo, está de acordo com a evolução da utilização da securitização por parte das instituições financeiras. Ativos não negociáveis, que *a priori* poderiam ser classificados como *hold-to-maturity*<sup>8</sup>, agora passam facilmente a se transformar em ativos negociáveis *available-for-sale (trading assets)* (Bholat e Darbyshire, 2016, p. 12). O resultado foi que a disseminação da transformação de ativos não negociáveis em negociáveis mudou o tratamento contábil padrão exigido para essas instituições, passando a ser requisitada a generalização da valoração dos ativos e passivos a preços de mercado.

Ao se exigir que os ativos e passivos tenham seus valores continuamente recalculados pelo seu respectivo valor de mercado, busca-se tornar mais realistas os valores patrimoniais apresentados nos balanços. Facilita-se, assim, as supervisões gerencial e do balanço, pelas partes interessadas: credores, acionistas e reguladores.

Sob essa perspectiva, os efeitos da volatilidade dos juros e da taxa cambial sobre a precificação dos ativos e passivos são, de acordo Bholat e Darbyshire (2016, p. 10), a manifestação de decisões de gestão estratégica – com consequências no resultado do balanço dessas instituições – em que essas decisões serão cobradas como *performance* dos gestores dos bancos comerciais. Administradores destes, que devem responder justamente aos beneficiados pela transparência do mecanismo da marcação a mercado.

Essa lógica já não é verdade para os bancos centrais. O compromisso das autoridades monetárias, em regra, é com a estabilidade de preços e do sistema financeiro e, como visto, isso nada tem a ver com a perspectiva de mercado apresentada pelos bancos comerciais. A diferença de perspectiva, entre inúmeros outros exemplos, pode ser notada pela experiência de acúmulo de reservas internacionais. Via de regra os bancos centrais não as compõem tendo em vista a finalidade de serem transacionadas no futuro próximo. Pelo contrário. Objetiva-se com elas, muitas vezes, garantir a estabilidade econômica no

---

<sup>8</sup> Ativo classificado como *hold-to-maturity* é relatado a custos amortizados nas declarações financeiras. Dessa forma, alterações nos preços de mercado não são registradas no balanço e, também, não possuem efeito sobre a renda distribuída pela instituição. Diferentemente das características do *hold-to-maturity*, os ativos classificados como *available-for-sale* ou *trading assets* são ativos adquiridos com a intenção de serem transacionados antes da maturidade. Esses ativos recebem marcação a mercado e podem afetar a renda distribuível de sua instituição possuidora.

longo prazo, o que significa, frequentemente, permanecer com boa parte dos ativos por um longo período dentro de seus balanços.

Observa-se, ainda, que as realidades institucionais e macroeconômicas as quais os bancos centrais estão submetidos são significativamente distintas entre os países. Os ambientes nos quais os bancos centrais estão inseridos possuem especificidades que devem levá-los a não seguirem um padrão contábil homogêneo (Archer e Moser-Boehm, 2013; Bunea et al., 2016). Por exemplo, existem países com alto (baixo) grau de abertura financeira, elevado (baixo) estoque de reservas internacionais, banco central que opera (ou não) como banco de fomento. Todas essas especificidades são relevantes e devem ser levadas em consideração quando da realização dos desenhos institucional e legal e da adoção do padrão contábil, pelo respectivo banco central.

Todavia, muitos bancos centrais comungam também de relevantes similaridades. Apesar de os bancos centrais apresentarem pontos de expressivas diferenças – em especial quando se observa seus ambientes de atuação – não significa que muitos (ou boa parte deles) não se submetam a dilemas similares na condução de suas políticas. Dessa forma, mesmo considerando as suas particularidades, é possível apresentar determinados tratamentos ou princípios contábeis gerais que se mostrem adequados e comuns para lidar com parte de suas realidades (Bunea et al., 2016).

O exemplo mais reportado pela literatura é o tratamento contábil conferido aos ganhos não realizados (Adler, Castro e Tovar, 2012; Archer e Moser-Boehm, 2013; Schwarz et al., 2014; Bunea et al., 2016). A experiência dos bancos centrais ao redor do mundo mostra evidências de que os ganhos não realizados não devem ser distribuídos. Percebe-se, então, que o mais relevante é que a eficácia de determinados padrões contábeis deve ser analisada e as práticas gerais eficazes devem ser incorporadas tendo em vista os objetivos-fim dos próprios bancos centrais.

Todavia, o que se verifica na prática é que, frequentemente, os bancos centrais utilizam padrões contábeis excessivamente em linha com o adotado pelos bancos comerciais, condensados no *International Financial Reporting Standards* (IFRS) (IMF, 2007; Bunea et al. 2016). Muitas vezes, o argumento dado, equivocadamente, pelo BC é de que – ao aderir às normas contábeis amplamente difundidas e conhecidas – o balanço do banco central apresenta ganhos de transparência e melhora o canal das expectativas com os agentes.

Argumento bastante questionável, haja vista que o efeito prático pode ser justamente o contrário ao almejado pelas autoridades monetárias, uma vez que a não

adequação das normas contábeis às especificidades enfrentadas pelo banco central pode resultar, na verdade, em perda de transparência, em deterioração das políticas monetária e fiscal, e em um mau desenho do relacionamento entre o TN e o BC. Essas consequências são claramente visíveis quando, por exemplo, da adoção do IFRS padrão para se avaliar o estoque de significativas reservas internacionais, como observado a seguir.

### **1.2.2 O IFRS padrão e a inadequação de seu uso generalizado para os bancos centrais**

Segundo o IMF (2007), sob o padrão do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), os ganhos e perdas não realizados a partir da marcação a mercado (MaM) das reservas internacionais devem ser incluídos no resultado distribuível da instituição. Padrão que, *a priori*, seria aplicável, inclusive, aos bancos centrais. Mas, de acordo com o próprio documento do IMF (2007) “*Best practice, however, is that the central bank should not distribute gains to the government until such time as they have realized by a sale of underlying assets*”. Em outras palavras, ganhos não realizados não devem ser transferidos para o governo (TN).

Bholat e Darbyshire (2016), em consonância com a problemática apresentada pelo IMF (2007), apontam três motivos-chave de o porquê a adoção do IFRS padrão está em desacordo com o recomendável aos bancos centrais. Segundo Bholat e Darbyshire, (2016, p.13), são eles:

In general, there are three key reasons central banks may be wary of fair value accounting, in addition to the problem of unrealised gains already mentioned. First, fair value accounting tends to increase balance sheet volatility. Second, central banks have the ability to influence the market price by their operations. Finally, the valuation of assets by central banks may have market impact. If a central bank reduces or impairs the value of an asset, it may be interpreted by some close readers of financial accounts as the central bank endorsing the weakness of the institution issuing the asset. This could run contrary to policy aims.

Analisando a primeira consideração feita por Bholat e Darbyshire (2016), temos que o uso da metodologia contábil de marcação a mercado (MaM) para itens de balanço cujos pesos sejam significativos no balanço patrimonial (BP) do banco central e que sejam suscetíveis a ampla volatilidade de preço – como é o caso das reservas internacionais – tendem a tornar o BP, como um todo, muito volátil. Seguindo-se estritamente o que se recomenda por meio do IFRS, o próprio patrimônio líquido (PL) do BC poderá passar por significativa volatilidade e, com isso, afetar negativamente a relação entre o BC e o TN. Para o IMF (2007, p. 3) a preocupação se deve à seguinte consideração:

The concern here is that if unrealized revaluation gains are included in profits transferred to the budget, they could be monetarized and have an adverse impact on monetary control. Recording such gains as budget revenue would also be incorrect fiscal accounting.

O artigo do Fundo Monetário Internacional (IMF, 2007) mostra preocupação com os efeitos negativos da transferência de resultados não realizados sobre o controle da liquidez e, por conseguinte, sobre a eficácia da política monetária. Os ganhos não realizados podem ser utilizados pelo Tesouro para viabilizar operações que resultem em expansão relevante da liquidez em mercado, exigindo maior ação do BC para controlá-la, o que dificultaria a execução das políticas monetária e financeira levadas a cabo pela autoridade monetária.

Em segundo lugar, Bholat e Darbyshire (2016) apontam a capacidade de o banco central não ser um *price-taker*, mas sim, um grande *price-maker*. Isso pode ser observado, por exemplo, no mercado de câmbio. O valor de mercado de sua cotação diária sofreria forte queda, *ceteris paribus*, se a autoridade monetária anunciasse relevante venda de reservas no mercado à vista. Possivelmente, o próprio anúncio de venda já seria capaz de levar à diminuição significativa no valor de mercado. Não parece razoável, portanto, supor que todo o estoque de reservas internacionais seja avaliado por marcação a mercado.

Por fim, Bholat e Darbyshire (2016) trazem uma crítica à utilização do *impairment*<sup>9</sup> como defendido pelo IFRS padrão<sup>10</sup>. A utilização desse instrumento pode reforçar a percepção negativa do mercado em relação à fraqueza financeira de determinadas instituições. O BC pode, por exemplo, realizar um financiamento para algum banco em crise de liquidez, computando determinada provisão contra o risco de *default* da operação – estimada pela própria autoridade monetária e tornada pública via balanço –, o que pode reforçar, ainda mais, a sensação de insegurança dos agentes de mercado em relação ao banco auxiliado. Algo que seria claramente contraditório e mais oneroso para o BC. Ou seja, dessa forma, a adoção do *impairment* pode dificultar o êxito da política monetária levada adiante pelo banco central. Nas palavras de Bholat e Darbyshire (2016, p. 5):

---

<sup>9</sup> O *impairment* é uma baixa contábil no valor de ativos sujeitos a sua metodologia, os quais, após sofrerem o teste de *impairment* mostram evidências significativas de que o valor contábil está suficientemente descolado (a maior) do que o valor de mercado. Quando isso acontece, ocorre o reconhecimento de *impairment* do ativo no balanço patrimonial, reduzindo o valor dos ativos totais em balanço.

<sup>10</sup> De acordo com IMF (2007): “*Under IFRS, the central bank would be required to make timely recognition of any impairment of loans and other financial assets*”.

[...] certain accounting procedures could run contrary to policy aims. For example, disclosing a provision against a particular asset could trigger further loss in the value of the asset. Or the disclosure of emergency liquidity assistance to a particular firm could cause the failure of that firm.

Para contornar os efeitos negativos de se utilizar o IFRS padrão, Archer e Moser-Boehm (2013) defendem uma saída seletiva da referência contábil. Isso porque a transparência do balanço é importante não apenas para atender às demandas legítimas de acesso aos dados de política pública, como também para a própria eficácia da política monetária. O canal das expectativas é relevante; inclusive, pelo fato de os agentes econômicos não raramente considerarem – erroneamente – a posição patrimonial suficientemente positiva do BC como sendo um requisito para a boa gestão do banco central. De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013, p. 48):

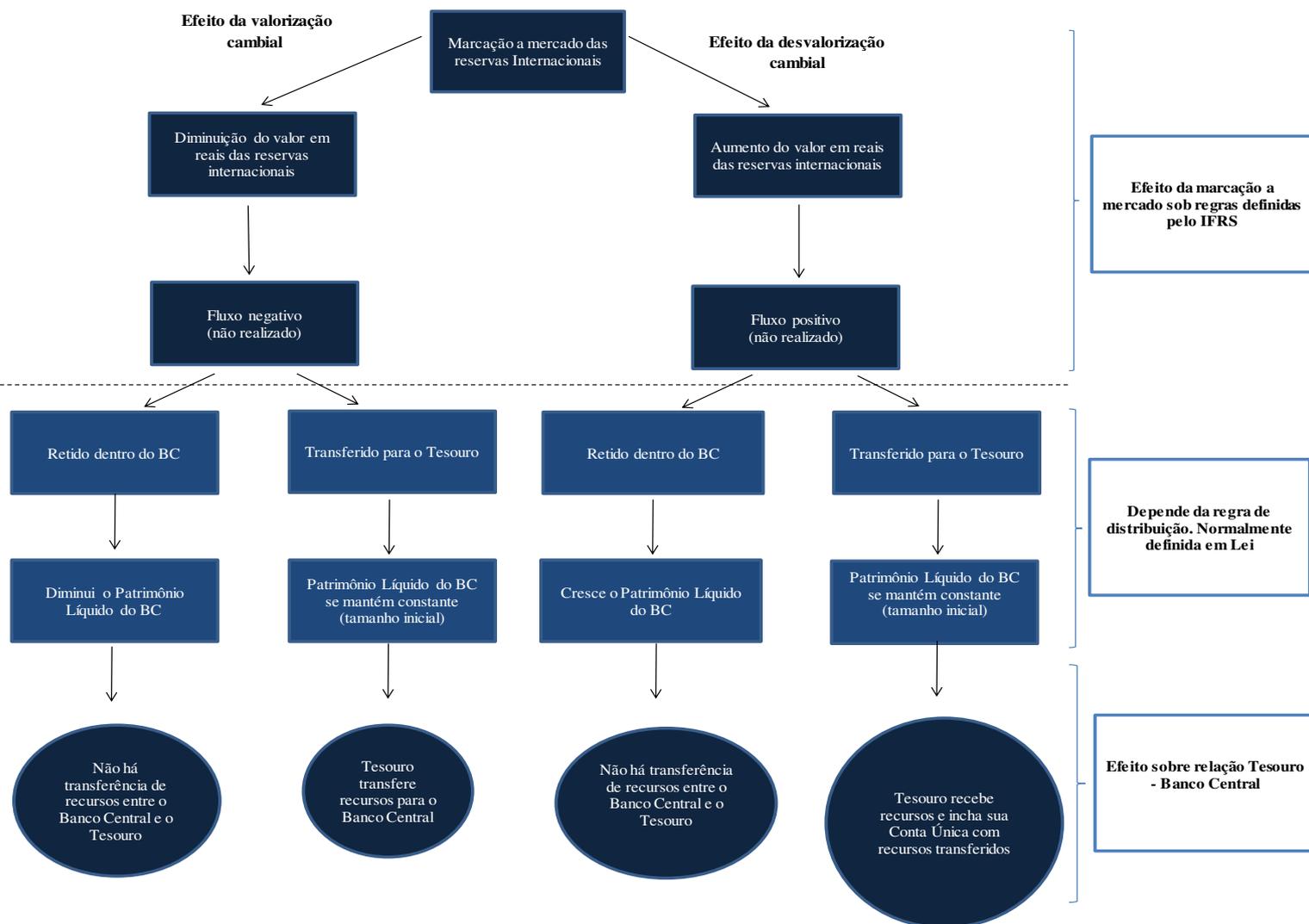
[...] central banks' short-term financial outcomes rarely carry useful information about central banks' capacity to pursue their policy objectives [...] but rarely does not mean never. And, more generally, financial markets may not understand that central banks are not financially constrained in the same way as commercial banks. Either way, if the financial market through which the central bank is transmitting its policy actions reacts as if the central bank was financially constrained, the transmission of those actions will be impeded.

Dessa forma, a adoção do IFRS padrão, em muitos casos, ao fragilizar o balanço e o PL do banco central, pode gerar efeitos negativos sobre o canal de expectativas dos agentes econômicos e levar a autoridade monetária a desviar da finalidade de bem-estar público a longo prazo para atender a objetivos financeiros de gestão de balanço de curto prazo (Archer e Moser-Boehm, 2013). Buscando-se evitar esses efeitos negativos, mas prezar pelos princípios da transparência, concluem Bholat e Darbyshire (2016, p. 5): *“In sum, central banks have to balance openness and accountability with limits on disclosures and the adoption of special accounting framework”*.

Para não ocasionar os problemas de se utilizar o IFRS padrão, os bancos centrais podem adotar contabilidades próprias ou o respectivo IFRS adaptado. Em alguns casos, a marcação a mercado continua sendo utilizada para se avaliar posições como as em reservas internacionais. Porém, quando assim o for, deve-se aplicar formas de se evitar a contaminação do PL ou dos resultados transferidos pelo BC ao governo.

Nesse caso, quando o padrão contábil adotado mantém a volatilidade de balanço, é importante a adoção de regras de distribuição de tal sorte que se evitem as distribuições de ganhos não realizados e de grandes e voláteis resultados realizados (Archer e Moser-Boehm, 2013; Frait, 2005).

**Figura 2 – Efeitos da marcação a mercado (MaM) e da regra de distribuição de resultados do banco central sobre a relação BC-TN**



**Fonte:** Elaboração própria.

A Figura 2 ilustra o argumento anterior. Se mantido o método de marcação a mercado das reservas internacionais, as regras de distribuição ganham maior importância para o alcance do objetivo de se evitar os grandes fluxos patrimoniais entre a autoridade monetária e a fiscal. A relevância é maior conforme cresce o peso da rubrica volátil dentro do balanço da autoridade monetária.

Na próxima seção será pormenorizada a importância do patrimônio líquido para o BC e de que maneira, em algumas situações, mesmo adotando a formação de reservas de reavaliação dentro de seu balanço, o PL pode se deteriorar substancialmente. Para se evitar esse problema, é importante ajustar o volume de reservas ao risco (volatilidade) das rubricas mais instáveis.

### 1.3 Por que o patrimônio líquido do banco central é relevante?

A capacidade de o banco central acumular mais resultados positivos (líquido) no longo prazo e compor níveis de reservas de reavaliação (adequados ao risco de balanço e a choques adversos) é vista, pelos agentes econômicos, como significativa para uma melhor gestão de seus objetivos-fim (Bunea et al., 2016).

A posição de Bunea et al. (2016) está de acordo com a importância, dada por Archer - Moser-Boehm (2013), de os balanços das autoridades monetárias apresentarem força financeira (*financial strength*) em seus respectivos patrimônios líquidos. De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013, p. 65):

Financial strength means the capacity to continue performing the functions for which the central is responsible. As there is usually no legal lower limit for equity, continuity of performance involves the ongoing ability to fund and implement operations without the central bank being obliged to do things that would prevent it from attaining its objectives.

Os pesquisadores Archer e Moser-Boehm (2013, p. 9) afirmam ainda que:

Financial strength includes financial resources but goes further to consider risk transfer of insurance arrangements and, importantly, institutional design features that help maintain financial resources over time. For example, surplus distribution arrangements that give priority to achieving and maintaining a given level of financial resources provide financial strength, whereas distribution arrangements that give priority to continuing transfers to the government do not.

Nota-se, entretanto, que a significância do patrimônio líquido do BC é, conforme apontada anteriormente, absolutamente diferente da apresentada pelos bancos comerciais. 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.

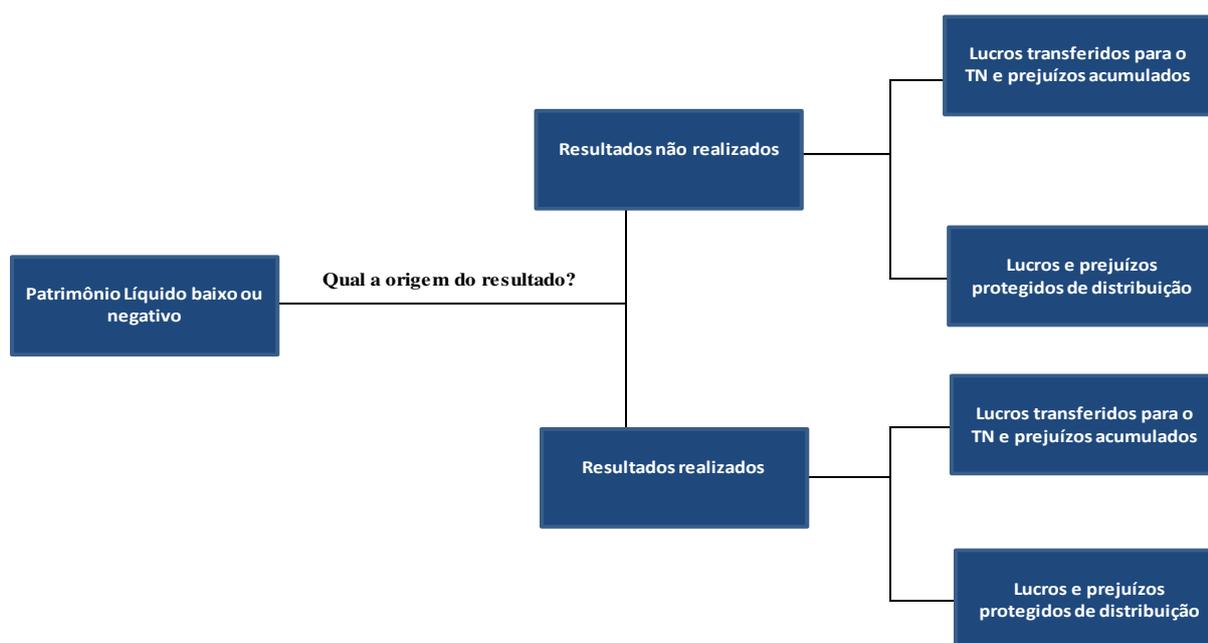
Entretanto, a capacidade de manutenção de um patrimônio líquido positivo, mesmo que relevante, não é condição necessária e nem suficiente para se alcançar a

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. Nesses casos, as evidências internacionais mostram que a natureza da deterioração do PL é fundamental para se determinar o êxito, ou não, no alcance dos objetivos finalísticos da autoridade monetária (Frait, 2005).

Por outro lado, podem também existir normas legais (quanto à distribuição de resultados do BC) ou pressões dos agentes econômicos, como o governo, que, combinados com os fatores que levam à deterioração do PL, resultem em uma maior inter-relação financeiro - patrimonial entre o BC e o TN.

Primeiramente, vamos analisar as principais causas do patrimônio líquido baixo ou negativo dos bancos centrais (Figura 3), as quais podem advir tanto de resultados realizados quanto não realizados.

**Figura 3 – Fatores de origem da fragilização do patrimônio líquido do BC**



**Fonte:** Elaboração própria

Em linha com o percebido por Frait (2005), existe uma grande diferença se a natureza da deterioração do PL é proveniente, majoritariamente, de resultados não realizados ou se é de resultados realizados. Ainda, se é consequente – em maior ou menor medida – da combinação entre ganhos transferidos ao TN e prejuízos acumulados no patrimônio do banco central, ou de lucros e prejuízos protegidos de distribuição. Vale recordar que os ganhos não realizados nunca devem ser transferidos para o Tesouro,

sendo que, quanto maiores os volumes de suas transferências, majorados também tendem a ser os problemas. Entretanto, a retenção destes resultados dentro do balanço do BC pode, ainda assim, ocasionar uma deterioração do patrimônio líquido da autoridade monetária, o que pode ocorrer devido à combinação de uma insuficiente reserva de resultado somada a sucessivos e significativos lançamentos de resultados negativos no patrimônio líquido da autoridade monetária. Reitera-se, portanto, a importância de se adotar mecanismos que protejam o PL dos riscos envolvidos nas operações de balanço.

A adoção de mecanismo de proteção vale, inclusive, para os resultados realizados. Recomenda-se, nesse caso, também, aplicar mecanismos de retenção de fluxos voláteis (ajustados aos riscos incorridos). O objetivo é, ao mesmo tempo, evitar a descapitalização do BC e a realização de grandes fluxos voláteis (positivos e negativos) entre as autoridades monetária e fiscal.

Embora grandes volatilidade e magnitude de resultados sejam mais comuns quando se tratam dos resultados não realizados, crises financeiras e outras situações, sejam elas excepcionais, ou não, podem fazer com que operações cujos resultados sejam realizados provoquem um aumento do risco e (ou) de fato levem a uma deterioração do PL do BC. Esses fenômenos podem ser provocados, por exemplo, por um amplo programa de *swap* cambial<sup>11</sup> levado adiante pela autoridade monetária.

Em um programa de *swap* cambial (contratos de troca de índices de rentabilidade futura) ocorrem transações efetivas, diferentemente dos resultados não realizados<sup>12</sup>. A variação diária do câmbio afeta o preço de mercado do *swap*, mas, nesse caso – diferentemente do efeito da MaM da simples posse de ativos estrangeiros – há, de fato, fluxos financeiros envolvidos entre as partes, o que configura a relação como resultado realizado. Dependendo da dimensão do programa empreendido e do comportamento do câmbio, essa operação levada a cabo pelo banco central pode ocasionar significativas despesas operacionais com impacto relevante sobre o patrimônio líquido do BC. Isto é,

---

<sup>11</sup> Rule (2015, p. 15), cita o caso dos países que implementaram o chamado *Quantitative Easing* e adquiriram bilhões de dólares em títulos de dívida pública, pressionando os *yields* na tentativa de estimular o investimento produtivo e o fortalecimento da economia. A recuperação econômica e a retomada da inflação levarão a que os bancos centrais voltem a subir juros. A depender do padrão contábil adotado, a recuperação econômica poderá jogar contra o resultado e o patrimônio líquido do banco central, uma vez que, sob efeito da elevação dos juros, a marcação a mercado dos títulos tenderá a resultar em perdas bilionárias para os bancos centrais.

<sup>12</sup> Vejamos o porquê disso. Nesse tipo de contrato o banco central assume uma ponta (comprado ou vendido em taxa, no caso brasileiro a Selic) e o mercado assume a outra (comprado ou vendido em variação cambial mais cupom cambial). Diariamente a posição de ganho ou perda de cada agente é calculada e cobrada pela *clearing house* – no caso do Brasil, a B3.

pode existir operação com resultado realizado, volátil (dependente, nesse caso, da flutuação cambial) e que assuma grandes proporções (a depender, em especial, do tamanho do programa empreendido) com a possibilidade de fragilizar a força financeira do BC.

#### **1.4 Deterioração do patrimônio líquido do banco central e os efeitos sobre a política monetária**

A eficácia da política monetária depende, entre outros fatores, das expectativas e da credibilidade; e estes fundamentos podem se deteriorar a partir de uma má compreensão dos agentes de mercado, políticos e da própria autoridade monetária, em relação ao significado econômico do patrimônio líquido do BC. Isso porque, consoante apontado anteriormente, as partes interessadas podem enxergar a piora patrimonial do BC como uma necessidade de resgate por parte do Tesouro e (ou) como uma degradação ou insustentabilidade da política macroeconômica em condução.

Archer e Moser-Boehm (2013) afirmam que, devido à má compreensão das especificidades do BC em relação às empresas e bancos, muitas vezes os agentes econômicos podem formar expectativas de solvência e eficiência do BC a partir dos dados apresentados por este em relação à evolução e ao estado atual de seu patrimônio líquido. Macedo e Silva (2016, p. 12), à luz de Archer e Moser-Boehm (2013), faz uma interessante reflexão acerca desse fenômeno:

É porque os mercados (além de muitos economistas e políticos) parecerem incapazes de compreender a natureza da autoridade monetária que, mergulhando na crescente literatura sobre o tema da adequação de capital do Banco Central, Archer e Moser-Boehm (2013) embrenharam-se na análise da elusiva noção de “força financeira” (*financial strength*), cujo papel central seria o de tranquilizar mercados assombradiços. Esta força financeira resultaria, de um lado, de um (igualmente elusivo) “patrimônio líquido compreensivo positivo”; e, de outro, de características institucionais que vão das políticas de transferência de riscos do Banco Central às regras de distribuição de lucros, passando pelas práticas contábeis de lançamento do valor de ativos e passivos, de reconhecimento de perdas e ganhos e de constituição de reservas.

Desperta 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 de 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. De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013, p. 59-60):

[...] there are clear instances where the signal of problems matches with self-assessment. In Costa Rica, by the end of 2002, interest-bearing liabilities were almost double interest-bearing assets. Given such a loss-making structure, the central bank was reluctant to lower its target rate of inflation, in view of the further reduction in seigniorage that would be involved, as well as of the costs of implementing the monetary contraction needed. The central bank's governor stated, "We, the central bank, have a negative net worth ... and this remains our greatest challenge".

Todavia, a consideração de que a solidez financeira *per se* não garante a efetividade da política monetária é corroborada pela observação de que nem todos os bancos centrais com baixa solidez financeira apresentam baixa efetividade de política monetária. Schwarz et al. (2014) afirmam que – apesar de existir relação entre solidez financeira do banco central e a efetividade de política monetária – alguns bancos centrais com frágil solidez financeira têm apresentado, nos últimos anos, boa *performance*. São elucidativos os casos dos bancos centrais do Chile, da República Tcheca, de Israel e do México (Frait, 2005; Archer e Moser-Boehm, 2013; Schwarz et al., 2014).

Analisando a experiência da República Tcheca, Frait (2005) – então membro do conselho do *Czech National Bank* (CNB) – defende a ideia de que o acúmulo de reservas internacionais pelo CNB somado aos efeitos da volatilidade cambial via MaM e da política de esterilização da liquidez excedente levaram a que a autoridade monetária apresentasse patrimônio líquido negativo. Porém, para o autor, isso não provocou nenhum problema para a geração de confiança e de efetividade da política monetária. O argumento é de que a origem da deterioração do patrimônio se deveu a uma mudança puramente contábil, sem efeito sobre a liquidez, e bem sinalizada aos agentes econômicos. Ademais, tal sinalização foi sustentada no comprometimento da busca pelas estabilidades monetária e financeira por parte da autoridade monetária, com o BC transmitindo bem a situação às partes interessadas, conseguindo, assim, garantir a manutenção da confiança, a despeito da fragilização contábil do PL da própria instituição.

Essa condição é muito diferente do que seria caso as perdas acumuladas provocassem o crescimento da liquidez e, por conseguinte, gerassem maior dificuldade de manuseio efetivo da política monetária.

Por fim, Frait (2005) defende a ideia de que, sem o efeito negativo sobre a liquidez e a confiança, assumir patrimônio líquido negativo temporariamente é preferível a receber aportes do Tesouro. Sua argumentação é baseada na ideia de que o CNB é capaz de reverter, no futuro, os prejuízos – não realizados – causados pelo efeito cambial sobre seu estoque de reservas internacionais. Para tanto, destaca a centralidade da existência de um amparo legal nesse sentido. Há uma lei que garante que o CNB não seja obrigado a

transferir lucros para o governo, a menos que o banco tenha coberto totalmente as perdas de anos anteriores. Dessa forma, há uma melhor separação das funções entre o Tesouro e o CNB, tornando mais transparente e menos problemático o relacionamento entre as duas instituições.

Em resumo, Frait (2005) argumenta que os prejuízos do CNB são de natureza contábil e não possuem efeito deletério sobre a política monetária. O patrimônio líquido negativo adveio justamente da não distribuição de ganhos e perdas amplas e voláteis. A estratégia do BC foi bem sinalizada. Ainda, ao se ter uma institucionalidade garantidora da retenção de ganhos futuros, possibilita-se uma harmonização da relação entre a autoridade monetária e o Tesouro.

A explicação de Frait (2005) vai ao encontro com o defendido por Bunea et al. (2016, p. 34), os quais evidenciam a importância de as regras serem transparentes e claras para os agentes econômicos, devido ao papel que elas podem desempenhar na construção da credibilidade na política monetária – ancoragem de expectativas – e em um relacionamento mais adequado entre o BC e o TN.

Vale notar, entretanto, que as regras de distribuição de resultados podem se tornar ineficientes ao longo do tempo. A composição de ativos e passivos do BC pode e tende a sofrer alterações significativas no médio prazo, assim como a dimensão de seu *portfólio*. Ademais, os bancos centrais também são chamados a agir diante choques diversos. Essas mudanças condicionam a assunção de novos riscos, que podem gerar efeitos negativos sobre o patrimônio líquido do BC, sobre o canal de expectativas dos agentes, bem como sobre o relacionamento entre o próprio BC e o TN.

Uma solução para esses efeitos negativos se dá pela coordenação da política de distribuição de resultados (positivos ou negativos) entre o BC e o TN. Decisões quanto ao arcabouço contábil adotado, o volume de estoque de reservas internacionais entre outras, são muitas vezes tomadas de forma autônoma pela BC, mas possuem efeito direto sobre as contas fiscais. Por outro lado, conforme exposto por Bunea et al. (2016), o governo pode se ver tentado a mudar as regras do jogo, alterando leis ao buscar acesso a mais fluxos de renda do BC. Inclusive, muitas vezes, de resultados não realizados. O governo pode, ainda, dificultar a atualização de leis relevantes, ao visar o acesso a ganhos de resultados da autoridade monetária, mesmo diante novos e importantes riscos assumidos pelo BC; ou, então, tentar forçar a autoridade monetária a distribuir lucros retidos, mesmo quando a adequação ao risco de balanço indique não ser a medida mais apropriada.

De acordo com a pesquisa de Bunea et al. (2016), dos bancos centrais com ganhos voláteis analisados, na média, os que as regras de distribuição exigem um acordo bilateral BC-TN (governo) na definição do percentual a ser distribuído, são os que possuem a melhor solidez financeira. Bunea et al. (2016) sugerem que, de alguma maneira, a volatilidade dos resultados é levada em consideração nessas negociações com o governo. Uma possibilidade levantada pelos autores é o fato de que as discussões entre o BC e o TN podem incentivar o encontro de um meio termo para os interesses, por vezes divergentes, entre as duas instituições: o BC buscando reter os ganhos e o governo querendo distribuí-los para benefício próprio.

### **1.5 As regras de distribuição de resultados e o efeito sobre o patrimônio líquido do banco central**

Nesta seção avalia-se que é comum a existência de assimetria quanto à distribuição de ganhos e prejuízos dos resultados dos bancos centrais e de que forma isso pode provocar o esvaziamento do PL da autoridade monetária. Em seguida, apresenta-se algumas possibilidades de uso de métodos contábeis para se evitar tal problema.

#### **1.5.1 A assimetria da distribuição: ganhos transferidos ao tesouro e prejuízos absorvidos pelo patrimônio líquido do banco central**

De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013, p. 49), os regimes de distribuição de ganhos e perdas dos bancos centrais normalmente são assimétricos, uma vez que os ganhos auferidos tendem a ser transferidos ao TN, enquanto as perdas, na maioria dos casos, continuam no balanço do BC.

O efeito da assimetria é a propensão à redução do patrimônio líquido da autoridade monetária; algo que pode não ocorrer ou ser amenizado caso haja a retenção, ainda que parcial, dos ganhos distribuíveis ao TN, de tal sorte que se possibilite condição suficiente de garantia da estabilidade do patrimônio líquido ao longo do tempo. Além desse método, outras técnicas também podem ser utilizadas para amenizar ou mesmo suprimir a tendência à redução do patrimônio líquido do banco central.

De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013) o impacto da existência da assimetria de distribuição é crescentemente relevante – quanto maior o patamar e a volatilidade da renda distribuível. Almejando evitar os problemas advindos da distribuição assimétrica, os autores descrevem três maneiras mais utilizadas para

contorná-las: i) alterar o padrão contábil adotado; ii) separar a renda contábil da renda distribuível e; iii) adoção de métodos de suavização e limitação da distribuição.

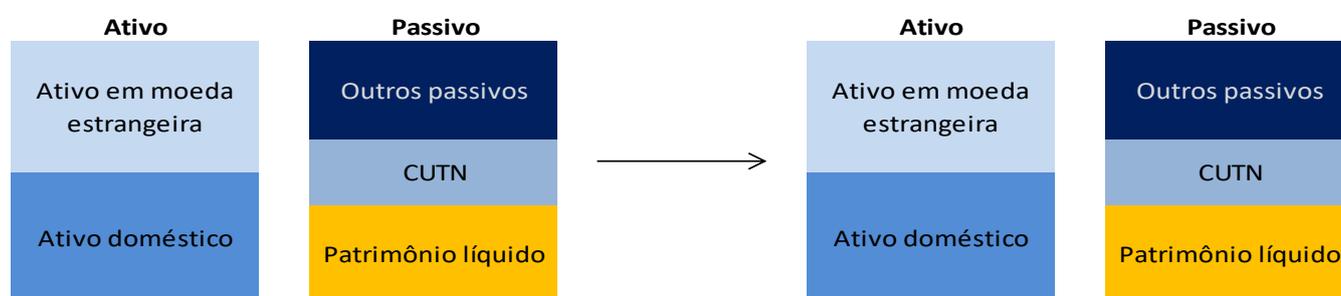
### 1.5.2 Usando o método contábil para se evitar os efeitos da distribuição assimétrica

Vimos que o volume de ativos que sofre marcação a mercado é fundamental na determinação da volatilidade da renda distribuível e, por conseguinte, do impacto da distribuição assimétrica. Archer e Moser-Boehm (2013) apontam duas opções padrão de prática contábil para lidar com os efeitos adversos da flutuação de valor desses ativos. São elas:

- **Não revalorizar ativos e passivos** – em especial os que geram maior impacto sobre o PL – à medida que os valores justos ou de mercado se alteram. Reconhecendo-os, assim, a custo histórico amortizado (*hold-to-maturity*), ou;
- **Não reconhecer os ganhos de reavaliação como renda distribuível**, mas sim como reserva a ser destinada para dentro do próprio balanço do BC.

Registrar pelo custo histórico amortizado significa dizer que os ativos e passivos serão avaliados pelo seu valor inicial, com dedução de eventuais prêmios pagos ou de descontos recebidos. Assim, nesta metodologia de avaliação (conforme observado na Figura 4), não se considera as oscilações nos valores de mercado, as quais se alteram ao longo do tempo ao serem reavaliados constantemente.

**Figura 4 – Efeito da adoção do custo histórico amortizado sobre o patrimônio líquido do banco central**



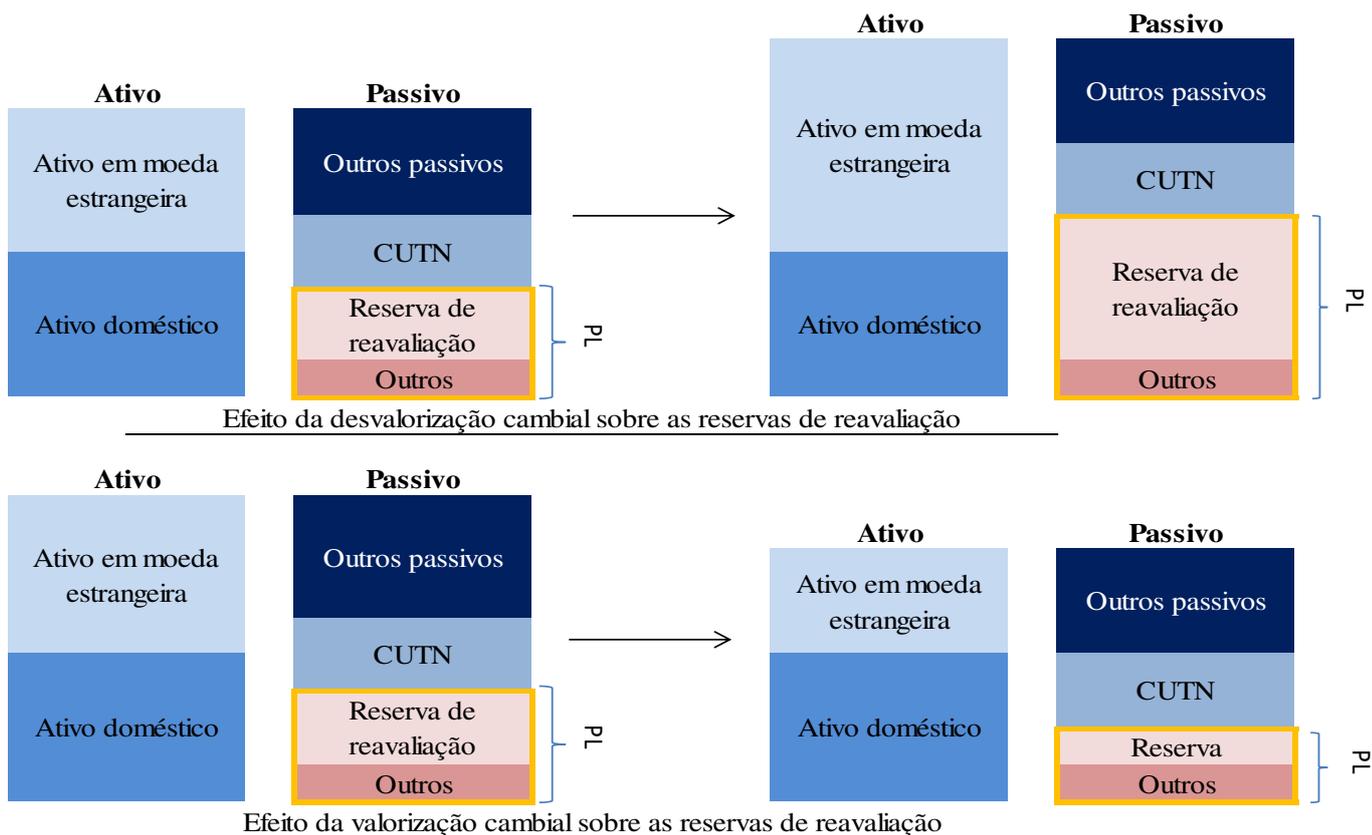
Adoção de amortização a custo histórico - (des)valorização cambial não afeta o PL e nem o tamanho do BP

Fonte: Elaboração própria

A segunda opção – não reconhecimento como renda distribuível – significa dizer que a contabilidade do banco central continua utilizando o *fair value* (valor justo oriundo

da MaM) como método contábil. Porém, os resultados não realizados não vão para conta de renda distribuível do banco central. O fluxo, na verdade, é destinado ao patrimônio líquido, sendo designado a uma subconta denominada de reserva de reavaliação, conforme exposto na Figura 5.

**Figura 5 – Efeito da adoção da reserva de reavaliação sobre o patrimônio líquido do banco central**



**Fonte:** Elaboração própria.

Macedo e Silva (2016, p. 35), à luz de Archer e Moser-Boehm (2013), explicita a lógica de funcionamento das reservas de reavaliação. Segundo o autor:

[...] somente ganhos ou perdas realizados ou já contabilizados por conta do regime de competência (*accruals*) são também incluídos no demonstrativo de lucros ou perdas. Ganhos ou perdas não realizados pelo lado do ativo têm uma contrapartida de mesmo sinal em contas de revalorização (*financial buffers*) pelo lado do passivo, afetando o subconjunto capital e reservas. **Neste caso – retomando-se o tema das reservas oficiais –, uma valorização cambial só será contabilizada como prejuízo abatendo-se o resultado do exercício na proporção da venda pelo Banco Central de ativos externos por moeda local** (grifo nosso).

Nota-se, porém, que a dimensão dessa reserva se altera com os sucessivos resultados a ela transferidos. Dado que seu valor se eleva à medida que ocorrem transferências de ganhos e, em sentido oposto, se contrai com o surgimento dos prejuízos

repassados. Os pesquisadores do *Bank of International Settlement (BIS)*, Archer e Moser-Boehm (2013, p. 52), observando a possibilidade desse fenômeno, afirmam corretamente que usar a conta de reavaliação para proteger os ganhos não realizados de serem contabilizados como ganhos ou perdas transferíveis continua deixando o PL sujeito à volatilidade, o que pode, no limite, ocasionar novamente o enfraquecimento do PL e o surgimento dos problemas a partir daí advindos.

É necessário, por esse motivo, implementar uma adequada avaliação dos riscos de balanço para que haja o alcance efetivo do objetivo do uso de reserva de reavaliação de resultado. Deve-se, assim, formular um desenho mais preciso do tamanho da reserva de reavaliação para fazer frente aos resultados negativos a serem debitados ao longo do tempo. Caso isso não ocorra, a piora da conta de reserva de reavaliação pode resultar na fragilização do patrimônio líquido do banco central e levar, como já visto, à deterioração das expectativas dos agentes e a uma possível capitalização futura por parte do governo. Desse modo, portanto, o dimensionamento inadequado do risco pode conduzir à perda de funcionalidade dessa conta de reserva.

### **1.5.3 Separando a renda contábil da renda distribuível**

A segunda possibilidade apresentada por Archer e Moser-Bohem (2013) é a separação da renda contábil (decorrente do somatório do resultado não realizado com o realizado) da renda distribuível (a qual passa a ser computada somente a parcela determinada pelo efeito do resultado realizado).

Por essa proposta, o resultado da renda contábil é apresentado no balanço dos demonstrativos financeiros do BC, embora a renda disponível para distribuição exclua o resultado não realizado de sua base de cálculo. Segundo Archer e Moser-Boehm (2013), alguns bancos centrais utilizam tal metodologia para viabilizar a coexistência da possibilidade de se apresentar o tamanho dos resultados não realizados ao mesmo tempo em que se evita a sua distribuição. Os autores apresentam como exemplos os casos do Banco Central da Austrália (*The Reserve Bank of Australia*) e do Banco Central do Canadá (*The Bank of Canada*). De acordo com Archer e Moser-Boehm (2013, p. 53):

The Reserve Bank of Australia provides an illustration of the point. Unrealised income is included in declared P&L (profit and loss) but excluded from income available for distribution. Rules and judgment about what to distribute or retain in reserves are applied to distributable income. The Bank of Canada achieves a similar outcome. The Bank, which uses IFRS, calculates a “net income” that does not include changes in the value of held instruments, and a “comprehensive income” that does include some such changes. By agreement with the government, the distribution is keyed off net income.

Bunea et al., (2016) identificam outros bancos centrais que realizam operações similares ao separar o resultado contábil do resultado distribuível. São os casos do Banco Central da Dinamarca (*Danmarks Nationalbank*), do Banco Central da Albânia (*Bank of Albania*) e do Banco Central da Moldávia (*Bank of Moldova*). Nos termos de Bunea et al. (2016, p. 23):

For example, in the case of Danmarks National Bank unrealised losses (gains) first reduce (increase) the amount of yearly net profit but, afterwards, they are covered from (transferred to) the value adjustment reserve. Consequently, unrealised gains/losses do not affect the amount of profit available for distribution. The latter amount is allocated 50% to general reserves and 50% to government. Similarly, the Bank of Albania first records unrealised losses (gains) from changes in the value of foreign currency-denominated assets and gold in the profit and loss account, thus reducing (increasing) the net result for the year, and afterwards such losses (gains) are covered from (transferred to) the revaluation reserve in equity. The same treatment is applied by the Reserve Bank of Australia and the Bank of Moldova for unrealised results from the revaluation of securities.

#### **1.5.4 Suavizando a volatilidade da renda distribuível e limitando sua distribuição**

Alguns bancos centrais utilizam métodos para suavizar a volatilidade da renda distribuível. Isso pode ser feito de diversas formas. Podem ser utilizadas, por exemplo, leis que estabeleçam determinado percentual (fixo, máximo ou mínimo) a ser partilhado, ou que estipulem que a quantidade de recursos a ser transferido deva ser acordada previamente entre o governo e a autoridade monetária (Archer e Moser-Boehm, 2013; Bunea et al., 2016).

Entre outras possibilidades, há ainda exemplos de bancos centrais que transferem uma média do resultado auferido nos últimos anos, almejando, assim, a suavização dos valores repassados. Um exemplo é o caso do Banco Central da Suécia (*Sveriges Riskbank*). A renda distribuível do *Sveriges Riskbank* é baseada na média móvel de cinco anos da renda contábil. Utiliza-se, dessa maneira, determinados ajustes em vez da renda distribuível ser diretamente obtida pela renda contábil do último resultado.

O Banco Central da Holanda (*Nederlandsche Bank*) adota outro modo de suavização da renda enviada ao governo. As possíveis perdas podem ser compensadas mediante a reconstituição do patrimônio líquido do BC por meio de retenção dos lucros futuros por um período de até seis anos.

No caso do Banco Central da Suíça (*Swiss National Bank*) existe o estabelecimento de um teto para a transferência de lucros do BC, o qual é acordado com o governo de forma periódica. Assim sendo, o montante que exceder o teto de

transferência passa a ser retido como reserva de distribuição. Archer e Moser-Boehm (2013, p. 55) reiteram ainda que em alguns casos a transferência de resultados do BC deve respeitar o “estado das finanças do banco central”, visando preservar o patrimônio líquido da instituição.

O mais importante, como já observado, é que as regras de distribuição adotadas sejam melhor adequadas à realidade enfrentada por cada BC, evitando-se, deste modo, a deterioração das condições macroeconômicas cuja origem ou elemento propulsor seja um mecanismo mal desenhado, que resulte em grandes e voláteis fluxos monetários e (ou) de títulos públicos entre o BC e o TN.

Por fim, a pesquisa de Bunea et al. (2016) elencou um rol não exaustivo de princípios gerais sobre a adequada administração de distribuição de resultados, realizados e (ou) não realizados, voláteis ou não.

### **1.6 A experiência internacional, as especificidades dos bancos centrais e a recomendação de princípios gerais de política de distribuição de ganhos e prejuízos**

Não existe uma estrutura ótima de distribuição de ganhos que seja apropriada para todas as autoridades monetárias. As especificidades econômicas, o grau de desenvolvimento da economia, o tratamento contábil, a composição e a dimensão de seus ativos e passivos, entre outros fatores, inviabilizam essa padronização (Archer e Moser-Boehm, 2013; Rule, 2015). Entretanto, existem evidências de princípios gerais – não exaustivos – de gestão de resultados que se mostram mais relevantes na busca pela força financeira da instituição, redundando em melhora do estado expectacional dos agentes em relação ao banco central e no aprimoramento da relação entre o BC e o TN.

De acordo com Bunea et al. (2016, p. 6), são princípios gerais que partem do seguinte pressuposto:

There is no ideal profit distribution framework that could be appropriate in all cases. Overall, a proper profit distribution/dividend policy should reconcile the conflicting needs of the government’s annual expectations of central bank profits, have a neutral impact on monetary policy and the business cycle, and ensure an appropriate (non-negative) level of capital adequacy for the central bank.

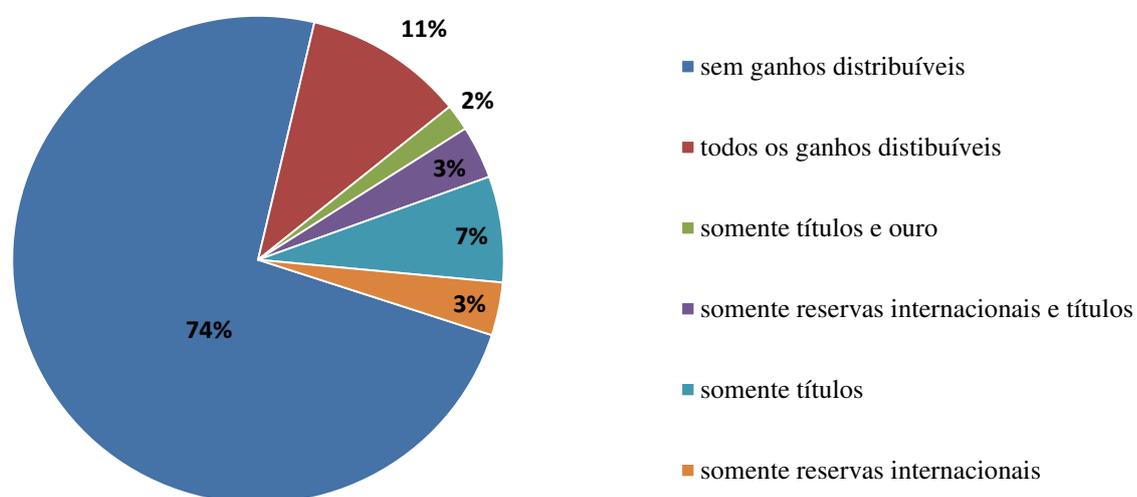
Furthermore, even though profit distribution rules should be stable over time, some flexibility regarding the estimation of the distributed amounts could ensure that central banks are in a position to deal with new circumstances that may arise.

São seis os princípios gerais apontados pelos autores. Vejamos.

### 1.6.1 Os ganhos não realizados devem ser excluídos da distribuição.

Os motivos já foram amplamente apresentados ao longo do texto e a maioria dos 57 bancos centrais analisados no estudo cumpre esta recomendação. Em geral, eles o fazem através de transferências de ganhos não realizados diretamente para a conta de reavaliação (não indo, portanto, para a conta de distribuição) ou excluem os ganhos não realizados da transferência ao TN, ao separarem o resultado em contábil e em distribuível.

**Gráfico 1 – Porcentagem de bancos centrais com ganhos não realizados distribuíveis\***



\* Pesquisa realizada com 57 bancos centrais

**Fonte:** Bunea et al. (2016). Tradução nossa.

Bunea et al. (2016, p. 24) fazem, ainda, uma ponderação importante acerca dos números expostos no Gráfico 1. Alguns bancos centrais que distribuem ganhos não realizados possuem carteira de ativos revalorizados frequentemente negociada, ou de porte relativamente pequeno. Dessa forma, os efeitos negativos da distribuição de ganhos não realizados podem ser significativamente minorados, uma vez que o intervalo temporal até a realização *de facto* do ativo é relativamente baixo, ou o volume de resultado não realizado transferido não chega a ter dimensão expressiva.

Em contrapartida, algumas autoridades monetárias distribuem ganhos não realizados sem estar de acordo com essas condições. Os estoques de reservas internacionais e de outros ativos voláteis podem representar volume suficientemente

grande e sem previsão de serem transacionados em um futuro próximo. Com isso, o problema da distribuição de ganhos não realizados se torna significativamente relevante.

### **1.6.2 Os ganhos (realizados) devem ser distribuídos apenas na ausência de perdas acumuladas no passado**

De acordo com a pesquisa, os bancos centrais costumam distribuir ganhos apenas quando cobertos os prejuízos passados e recompostos, novamente, as reservas de provisão julgadas adequadas ao risco de balanço.

Ademais, não se deve confundir ganhos e perdas realizados e não realizados. Nem mesmo quando da composição e abatimento de reservas. A natureza dos dois tipos é consideravelmente distinta e, enquanto se deve evitar a transferência de resultados não realizados para o governo, os ganhos realizados possuem maior legitimidade para serem transferidos. Um dos motivos se deve ao fato de os ganhos de resultados realizados serem, muitas vezes, uma forma de amenizar custos fiscais impostos por tomadas de decisão de políticas monetária e (ou) cambial. Um exemplo é a receita de venda de reservas internacionais<sup>13</sup>. O custo da aquisição de reservas recai direta ou indiretamente sobre o Tesouro, seja pela esterilização via venda direta de títulos da dívida pública pelo TN e (ou) seja pela colocação de título público na carteira do banco central, a qual, neste caso, será utilizada para realizações de operações compromissadas (FMI, 2017; Rule, 2015; Leister e Medeiros, 2016).

Em contrapartida, exemplos como os de amplos programas de *swaps* cambiais têm capacidade de gerar expressivos resultados realizados negativos. Deve-se, por isso, tratar o resultado dessas operações com maior zelo, dado o potencial efeito negativo sobre o patrimônio líquido, assim como sobre o relacionamento entre o BC e o TN. Dessa forma, recomenda-se, entre outras possibilidades, a constituição de *buffers* (amortecedores financeiros) específicos para os resultados realizados, e que esses sejam ajustados ao risco de balanço das operações desta mesma natureza.

---

<sup>13</sup> Cabe aqui uma importante observação, um mecanismo inadequado que resulte em sistemática transferência de resultados não realizados para o tesouro nacional poderá ocasionar confusão quando da efetiva realização do ativo. Isso porque, poderá haver duplicidade de entrada de recursos na conta do tesouro, decorrente da soma dos valores não realizados transferidos com o valor “cheio” auferido quando da realização da venda *de facto* do ativo. O caso das reservas internacionais é, novamente, o mais notório, dado à capacidade potencial de afetar os resultados transferíveis e à dimensão frequentemente expressiva dessa rubrica dentro do balanço patrimonial do banco central.

### **1.6.3 As regras de distribuição de ganhos devem se basear em critérios pré-definidos**

Existe uma relação direta entre volatilidade do resultado e a importância de regras de distribuição de ganhos. Sabe-se que os bancos centrais devem ter capacidade de proteger seu próprio PL diante de riscos relevantes, os quais podem se alterar significativamente ao longo do tempo. No que se refere a ganhos realizados, a regra de distribuição deve ser capaz de proteger o patrimônio do Banco Central, mas, também, de garantir a transferência para o Tesouro do que lhe é legítimo, assegurando, neste caso, a não constituição de reservas em excesso. Isso porque, segundo Bunea et al. (2016), a composição de reservas em excesso de resultados realizados significa privação de acesso a recursos legítimos para a sociedade e para o governo.

Outro ponto de destaque é a efetividade do desenho geral do critério de distribuição de resultados apresentado pelos autores. De acordo com o estudo apresentado por Bunea et al. (2016), em caso de os ganhos serem estáveis, a alocação do lucro pautada por uma regra de percentual fixo leva a maior força financeira.

De outro modo, caso os ganhos sejam significativamente voláteis, as regras que definem a necessidade de acordos bilaterais entre o BC e o governo se mostram as mais efetivas. Porém, ao se considerar a existência da tendência à assimetria de distribuição, caso os ganhos altamente voláteis estejam presentes e o BC tenha pouco poder de decisão sobre o montante a ser transferido, o impacto negativo sobre a força financeira da autoridade monetária pode se tornar relevante.

### **1.6.4 As regras devem ser claras e transparentes**

Respeitar este princípio gera efeitos benéficos para a capacidade de a sociedade avaliar as políticas desenvolvidas pelo banco central, assim como na construção da credibilidade na política monetária e financeira e no melhor relacionamento entre o BC e o TN.

### **1.6.5 As mudanças nas regras de repartição de ganhos devem ser realizadas mediante consulta ao banco central**

Bunea et al. (2016) argumentam que é o BC que está em melhor condição de avaliar seus próprios riscos de longo prazo. Com isso, a participação da própria autoridade monetária é fundamental para o desenho adequado e para a definição de regras e

mudanças de normas relacionadas aos *buffers* (amortecedores) financeiros que devem ser constituídos a partir de lucros retidos.

#### **1.6.6 As regras quanto à distribuição de ganhos devem ser estáveis ao longo do tempo**

A não estabilidade das regras de distribuição de ganhos pode ser interpretada como uma fragilidade do BC em proteger seu próprio PL, podendo, inclusive, ser reflexo de um ambiente institucional e regulatório frágil. Possivelmente até subserviente aos interesses do TN e (ou) do Congresso Nacional (Bunea et al., 2016). Ademais, deve haver proteção contra mudanças unilaterais (arbitrárias) em questões-chave do relacionamento financeiro-patrimonial entre o BC-TN.

Todavia, não se pode confundir estabilidade das regras de distribuição de ganhos com imutabilidade. Assim como a realidade macroeconômica, as condições e a estrutura sob as quais o BC opera são passíveis de se alterarem ao longo do tempo. Para fazer frente a esses novos desafios, as regras de distribuição devem ser adaptadas para melhor se adequarem aos objetivos de longo prazo da autoridade monetária.

### **1.7 Considerações finais**

À guisa de conclusão, viu-se neste capítulo que a não adequação dos princípios contábeis à realidade estrutural enfrentada pelas autoridades monetárias pode levar a uma deterioração do relacionamento entre o Banco Central (BC) e o Tesouro Nacional (TN), com impacto negativo sobre as políticas monetária e fiscal.

Identificou-se, também, os princípios gerais das práticas contábeis adotadas pelos principais bancos centrais do mundo, e constatou-se que não é recomendado transferir ao TN: i) resultados não realizados e; ii) resultados realizados voláteis e de grande magnitude.

Por fim, quando da adoção de provisão de resultados, dentro do balanço do BC, as melhores práticas indicam que não se deve tratar de forma conjunta os resultados não realizados e os realizados, sob o risco de se confundir ganhos (perdas) puramente contábeis com ganhos (perdas) efetivas, dado que ambos possuem diferentes natureza e consequências econômicas de seus usos.

## Capítulo 2

### **O MECANISMO DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL E O RELACIONAMENTO BCB – TN: ESTARIA A LEI Nº 11.803 DE 2008 ADEQUADA AO CONTEXTO DE ELEVADO ESTOQUE DE RESERVAS INTERNACIONAIS?**

Este capítulo discute como o intenso processo de acúmulo de reservas internacionais, a partir da segunda metade da década de 2000, deteriorou o relacionamento entre o Banco Central do Brasil (BCB) e o Tesouro Nacional (TN).

O capítulo se inicia com uma breve contextualização dos marcos legais anterior e posterior ao intenso processo de acúmulo de reservas internacionais, predominantes no estabelecimento da sistemática de transferência de resultados entre essas autoridades monetária e fiscal. Destacam-se, para tanto, as Medidas Provisórias nº 2.179 de 2001 e nº 435 de 2008 – convertida na Lei nº 11.803 de 2008. Em seguida, evidencia-se que esta lei – criada para lidar com a nova realidade estrutural de elevado estoque de reservas internacionais em balanço da autoridade monetária – contraria largamente as melhores práticas internacionais

Nesse sentido, é apresentado de que modo uma compreensão inadequada da importância do patrimônio líquido do BCB levou as autoridades a criarem o mecanismo de equalização cambial, no bojo da nova Lei. Esse mecanismo – embora tenha sido efetivo para preservar contabilmente o patrimônio líquido do BCB – provocou a mistura de vultosos e voláteis resultados não realizados com realizados e criou um sistemático e intenso processo de transferências de títulos públicos e de moeda entre o BCB e o TN que – sem qualquer forma de suavização de fluxos ou constituição de reservas de reavaliação – gerou efeito deletério não desprezível sobre as políticas monetária e fiscal.

#### **2.1 A institucionalidade da Medida Provisória nº 2.179 de 2001: do contexto de baixo para o de elevado estoque de reservas internacionais**

##### **2.1.1 A MP 2.179/01 e o contexto de baixo estoque de reservas internacionais**

A MP 2.179-36 de 2001 foi editada em um contexto de razoável estabilidade do volume de resultados transferidos do BCB ao TN, com baixos volume e volatilidade de

resultados realizados e pequena participação dos resultados não realizados (Mendes, 2016a; Carvalho Jr, 2016a).

Destaca-se, também, que a Medida Provisória reforçou o controle dos fluxos de resultado da autoridade monetária, ao prever a constituição de reservas (*buffer*) de proteção (limitadas a 25% do resultado patrimonial) para fazer frente às oscilações futuras de resultado do BCB, e para compensar eventuais prejuízos de balanço (Mendes, 2016a). Nota-se, ainda, que está de acordo com as melhores experiências internacionais o estabelecimento de um limite que garanta, ao mesmo tempo, a prudência na transferência de resultados realizados e, ao Tesouro, o acesso a fluxos legítimos razoavelmente estáveis (Bunea et al, 2016; Archer e Moser-Boehm, 2013).

Outro ponto relevante foi que a MP, em seu § 1º, delimitou o grau de liberdade para utilização do resultado positivo que vinha a ser transferido para o Tesouro, ao determinar que ele somente poderia ser utilizado para a amortização da dívida pública mobiliária federal (DPMF), sendo que, prioritariamente, aquela em posse do BCB.

A MP, ao assim estabelecer, novamente teve a preocupação de se evitar os fluxos cruzados entre o BCB e o TN. Apesar de prioridade não significar exclusividade, como bem observado por Mendes (2016a, p. 218), o intuito definido foi claro: os ganhos do resultado patrimonial transferidos ao TN deveriam ser utilizados para amortizar dívida pública em carteira da própria autoridade monetária.

Com esse intuito, o legislador buscou evitar o resgate de títulos em mercado com recursos oriundos dos resultados positivos transferidos da autoridade monetária. Houve, assim, a indução para a utilização desses resultados dentro do próprio balanço do Banco Central, diminuindo o volume de títulos públicos em posse do BCB (carteira de ativos) e evitando potenciais efeitos expansivos secundários sobre a liquidez em mercado.

### **2.1.2 O crescente estoque de reservas internacionais sob a MP 2.179/01**

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, conforme explicitado na Tabela 1. 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 (Prates et al., 2008, p. 8).

**Tabela 1 – Evolução das reservas internacionais do BCB (2003 - 2016)**

Ano	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	Ano	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)
2003	49,3	2010	288,6
2004	52,9	2011	352,0
2005	53,8	2012	373,1
2006	85,8	2013	358,8
2007	180,3	2014	363,6
2008	193,8	2015	356,5
2009	238,5	2016	365,0

**Fonte:** Séries Temporais (SGS) do BCB. Elaboração própria.

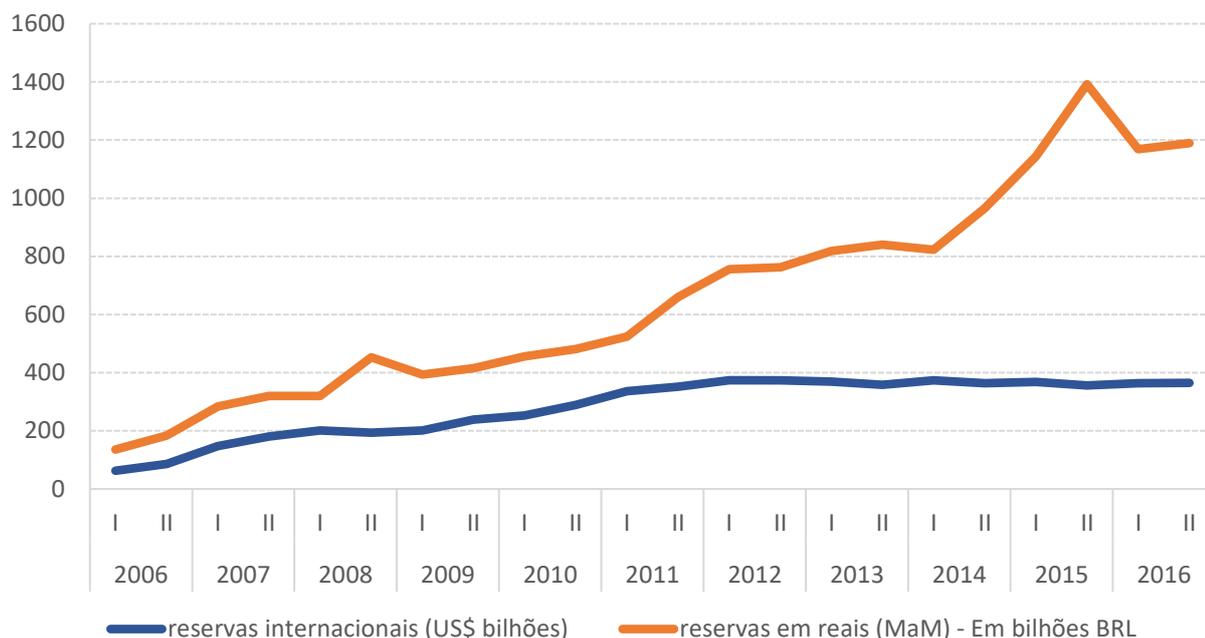
A autoridade monetária passou, então, a enfrentar duas novas realidades: i) expressivo aumento de ativos denominados em moeda forte, em seu balanço, e ii) necessidade crescente de realizar operações de esterilização, para fazer frente à expansão de liquidez ocasionada pela sua atuação de comprador de 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 estoque de reservas internacionais, expressa no balanço patrimonial (BP) da autoridade monetária à taxa de câmbio de seu fechamento semestral<sup>14</sup>.

Cumprir observar que o expressivo aumento das reservas internacionais e de seu peso dentro do balanço da autoridade monetária não foi neutro sobre os resultados semestrais distribuíveis. Em grande parte, porque o resultado transferível passou a ser crescentemente determinado pelos resultados não realizados, oriundos da MaM sobre todo esse crescente estoque de reservas internacionais (Mendes, 2016a; Carvalho Jr, 2016a).

<sup>14</sup> O balanço do Banco Central do Brasil (BCB) é apurado semestralmente, nos meses de junho e de dezembro de cada ano.

**Gráfico 2 – Evolução do efeito da marcação a mercado (MaM) sobre as reservas internacionais do BCB (2006 - 2016)**



**Fonte:** Séries Temporais (SGS) do BCB. Elaboração própria.

Destaca-se ainda a contraface da atuação do BCB em mercado, já que, ao adquirir as reservas internacionais, a autoridade monetária realiza a transação pagando em reais, o que, tudo o mais constante, expande a liquidez da economia e demanda uma política de esterilização para contrapô-la.

A política de esterilização dessa liquidez estrutural foi promovida pela autoridade monetária que – diante da impossibilidade de emitir títulos próprios para realização de política monetária, devido à proibição imposta pela Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/00)<sup>15</sup> – optou por enxugá-la por meio de operações compromissadas (compromisso de recompra) (De Conti, 2016). Todavia, a viabilidade de utilização de operações compromissada depende de disponibilidade, em grande magnitude, de títulos públicos livres em carteira do BCB, para servirem como colateral nessas operações financeiras (Mendes, 2016a).

É nesse contexto, de ganho de volatilidade do balanço do BCB e de crescente necessidade de acesso a títulos públicos para execução da política monetária, que foi editada uma nova Medida Provisória, a MP nº 435 de 2008, a qual foi convertida posteriormente na Lei nº 11.803/08 (Carvalho Jr, 2016a).

<sup>15</sup> Consoante estabelecido pelo art. 34, da LRF (Lei Complementar nº 101, de 2000): “O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”.

## **2.2 A resposta institucional para as transformações estruturais no balanço do BCB**

### **2.2.1 A Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 435 de 2008**

Em meio ao contexto de elevação substancial do estoque de reservas internacionais, a Exposição de Motivos, em seu art. 1º, apresenta os objetivos fundamentais da MP. São eles: i) acesso adequado a títulos mantidos em carteira do BCB para fins de execução de política monetária; e, ii) tratamento diferenciado para o resultado financeiro das operações cambiais executadas pela autoridade monetária.

É corretamente identificado no § 9 que, embora o acúmulo de reservas internacionais esteja associado a uma estratégia deliberada de melhora da posição externa do País, “[...] o crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais tem tornado o resultado do Banco Central do Brasil excessivamente volátil [...]”.

Ademais, houve também a constatação de que para controlar o excesso de liquidez ocasionado pela aquisição de dólares em mercado, a autoridade monetária:

2. [...] deve dispor de carteira de títulos da dívida pública federal em dimensões adequadas ao controle da oferta de moeda na economia, mediante a realização de operações em mercado capazes de administrar as flutuações da liquidez bancária resultantes de diversos fatores [...].
3. [...] as compras e vendas de moeda estrangeira realizadas pelo Banco Central do Brasil acarretam efeitos sobre a liquidez bancária, cuja neutralização depende, em última instância, da negociação de títulos de sua carteira.

Dessa forma, visando garantir acesso a títulos públicos em escala suficiente para fazer frente às demandas de política monetária, a Exposição de Motivos, em seu §4, apresentou a intenção de se possibilitar “[...] o aporte, sempre que exigido pela execução das políticas monetária e cambial, de títulos da dívida pública federal cedidos, sem contrapartida financeira, pelo Tesouro Nacional”.

Observou-se, ainda, a preocupação com a volatilidade do balanço do BCB. Entretanto, a atenção se voltou para o receio da fragilização contábil do patrimônio líquido do Banco, decorrente do crescimento significativo da volatilidade e da magnitude dos resultados da autoridade monetária. Assim, a Exposição de Motivos, em seu §10, defendeu a criação de:

10. [...] 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 [...].

A Exposição de Motivos sustentou, ainda, a necessidade de mudança quanto à restrição do uso, pela União, dos lucros apurados pelo BCB. Argumentou-se que possibilitar seu uso não apenas para amortização, como também para pagamento de juros, seria irrelevante do ponto de vista fiscal, mas traria “flexibilidade no gerenciamento da dívida pública, de modo a minimizar o risco de não cumprimento dos limites legais para o refinanciamento da dívida pública”. Assim, de acordo com o §11:

11. [...] com o objetivo de obter maior flexibilização no uso dos recursos porventura aportados pelo Banco Central do Brasil à União, a título de transferência de resultados positivos apurados no balanço semestral da autoridade monetária, sugerimos promover ajuste na legislação vigente, na parte em que dispõe sobre a utilização de tais recursos exclusivamente para amortização do principal da dívida pública federal existente na carteira do Banco Central do Brasil. Nos termos da minuta, os recursos transferidos pela autarquia ao Tesouro Nacional deverão ser utilizados para pagamento (e não simples amortização) da dívida mobiliária existente junto ao Banco Central do Brasil. Cumpre esclarecer, sobre o assunto, que, embora a escolha entre utilizar recursos para pagamento do principal ou dos juros da dívida seja irrelevante do ponto de vista fiscal, há interesse, sob a ótica contábil, em obter maior flexibilidade no gerenciamento da dívida pública, de modo a minimizar o risco de não cumprimento dos limites legais para refinanciamento da dívida pública.

Em síntese, a Exposição de Motivos identificou corretamente que o processo deliberado de aquisição de reservas internacionais, dada a manutenção do mecanismo de equalização cambial, imputava grande volatilidade de balanço e do resultado do Banco Central, com potencial de fragilização do patrimônio líquido desta instituição.

Diante esse desafio, a Exposição não propôs mudança na regra contábil para evitar a transferência de expressivos resultados não realizados para o TN. Em verdade, apresentou-se como solução – para fazer frente ao maior risco de fragilização do patrimônio líquido do BCB – a transferência direta do resultado cambial (mais volátil e de maior magnitude) da autoridade monetária para o Tesouro, de tal forma a não mais afetar o PL do Banco.

Identificou-se, também, a necessidade de o BCB esterilizar o excesso de liquidez gerado pelo processo de aquisição de divisas em mercado. Para tanto, a Exposição de Motivos defendeu a possibilidade de o Tesouro emitir título público para a autoridade monetária, sem contrapartida financeira, sempre que o Banco necessitasse de maior volume de títulos para a execução de política monetária.

Por fim, a Exposição de Motivos defendeu a flexibilização do uso, pelo TN, dos recursos auferidos da transferência de resultados do BCB, abrindo espaço para sua utilização não apenas para amortização da dívida pública, mas também, para o pagamento de juros.

## 2.2.2 Da Exposição de Motivos da MP nº 435/08 à Lei nº 11.803/08

Em linha com a Exposição de Motivos da MP 435/08, o texto aprovado da Lei 11.803/08 trouxe como destaque a i) permissão para o Tesouro emitir títulos públicos para o BCB, sem contrapartida financeira; ii) criação do mecanismo de equalização cambial, cujo principal objetivo foi evitar a deterioração contábil do patrimônio líquido da autoridade monetária, e; iii) flexibilização do uso pelo TN do resultado positivo transferido do BCB. Vejamos.

### 2.2.2.1 A emissão de títulos sem contrapartida financeira

A possibilidade de o Tesouro emitir títulos públicos, sem contrapartida financeira, visou assegurar ao BCB o acesso a títulos em quantidade desejada para a execução da política monetária, conforme descrito abaixo:

Art. 2º Os arts. 1º e 3º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, passam a vigorar acrescidos dos seguintes incisos:

"Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a emitir títulos da dívida pública, de responsabilidade do Tesouro Nacional, com a finalidade de:

[...]

IX - Assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária".

"Art.3º Os títulos da dívida pública serão emitidos adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

[...]

VIII - direta, sem contrapartida financeira, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, na hipótese de que trata o inciso IX do caput do art. 1º desta Lei".

Ressalta-se, entretanto, que a necessidade de expressa autorização do Ministro da Fazenda para a emissão sem contrapartida financeira, presente na Lei de 2008, foi regulada pela Portaria nº 241 de 2009, do próprio Ministério da Fazenda, quando se determinou que o Tesouro ficaria obrigado a emitir novos títulos para a autoridade monetária sempre que o volume de títulos livres em carteira do BCB se encontrasse abaixo de R\$ 20 bilhões (Leister e Medeiros, 2016).

Devido à proibição de o BCB emitir títulos próprios – decorrente da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) –, a Portaria buscou, de acordo com Leister e Medeiros (2016, p. 16), dar maior autonomia operacional ao BCB, com a autoridade monetária não necessitando mais da anuência *a priori* do Ministro da Fazenda para ter acesso a novos títulos públicos para sua carteira de ativos, quando necessário.

### 2.2.2.2 O mecanismo de equalização cambial e a proteção do patrimônio líquido do BCB: separando o resultado cambial do resultado patrimonial

A proteção contábil do patrimônio líquido do BCB, em relação aos expressivos e voláteis resultados cambiais, se deu com a criação do mecanismo de equalização cambial. Houve, a partir do início de 2008, a separação do resultado cambial do resultado patrimonial, sendo o primeiro determinado, grosso modo, pela soma dos ganhos (perdas) da marcação a mercado com as perdas (ganhos) com os *swaps* cambiais. Com a segregação, o resultado cambial deixou de afetar o patrimônio líquido do BCB e passou a ser regido pela nova Lei. Por outro lado, o resultado patrimonial, cujo montante impacta diretamente o patrimônio líquido, continuou sendo ditado pela MP 2.179/01, salvo pequenas alterações (Mendes, 2016a, p. 219).

O mecanismo de equalização cambial foi apresentado no art. 6º da Lei 11.803/08, sendo seu modo de apuração descrito no § 2º do referido artigo.

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 10º (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 10º (décimo) dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

[...]

§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.

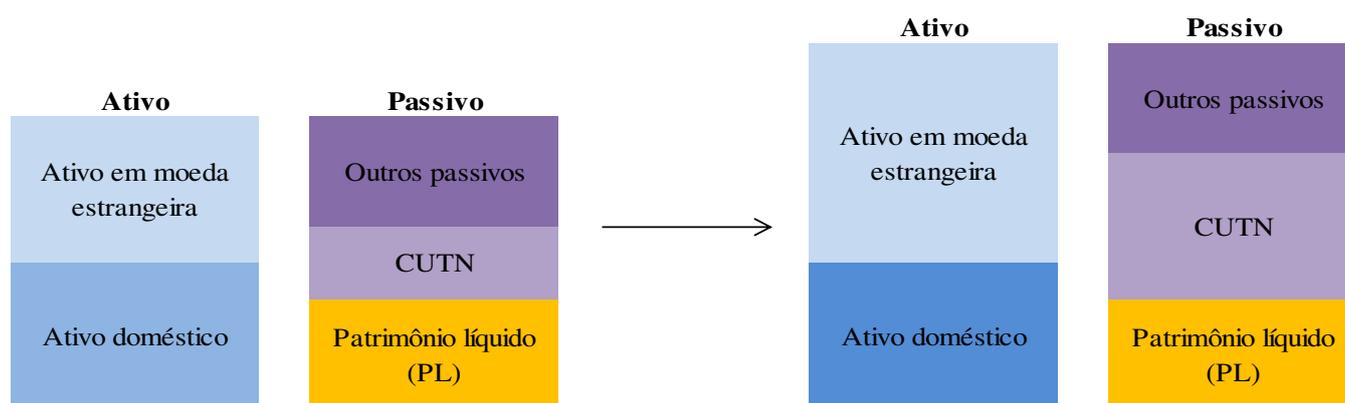
De acordo com Carvalho Jr (2016a, p. 176), o mecanismo de equalização cambial pode ser melhor explicado da seguinte maneira:

(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 de competência, o referido aumento no saldo de um ativo deve ser registrado como uma receita para o mesmo BC; (iii) a operação de equalização cambial, no entanto, determina que se registre, no mesmo dia 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.

Nota-se que essa compensação não é feita de maneira simétrica quanto à forma de transferência. Isso porque, em caso de ganho cambial, o BCB deve lançar o valor como

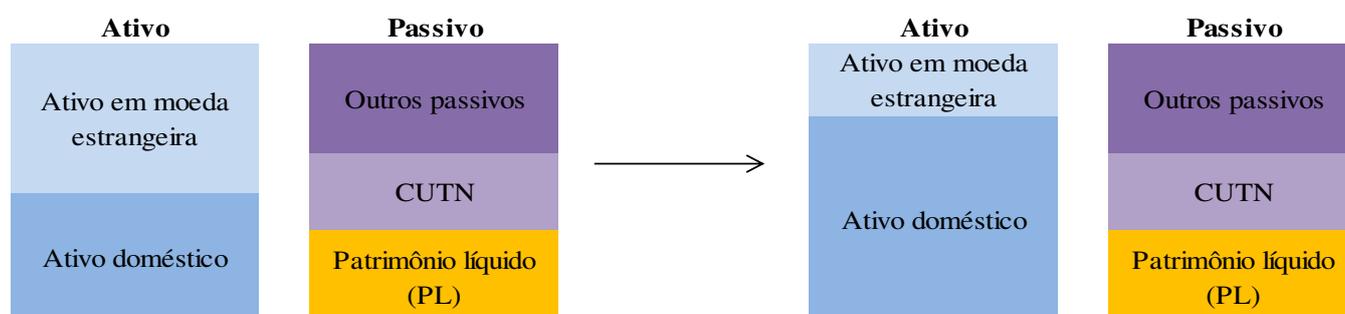
transferência, em espécie, para a Conta Única do Tesouro (CUTN). Por outro lado, caso o BCB tenha prejuízo líquido com as operações cambiais, é o TN que deve cobrir o que seria a exposição de balanço da autoridade monetária. Todavia, neste caso, o pagamento não é feito em espécie, mas sim, em títulos públicos de emissão do Tesouro (Carvalho Jr, 2016a; Mendes, 2016a; De Conti, 2016; Canuto e Cavallari, 2017; FMI, 2017).

**Figura 6 – Efeito da variação do câmbio sobre o mecanismo de equalização cambial**



**Efeito da desvalorização cambial sob mecanismo de equalização cambial**

1. Desvalorização cambial provoca expansão (em reais) dos ativos em moeda estrangeira;
2. BCB compensa na totalidade o ganho com o ativo em moeda estrangeira por meio da despesa de transferência, em dinheiro, do resultado cambial para a CUTN.



**Efeito da valorização cambial sob mecanismo de equalização cambial**

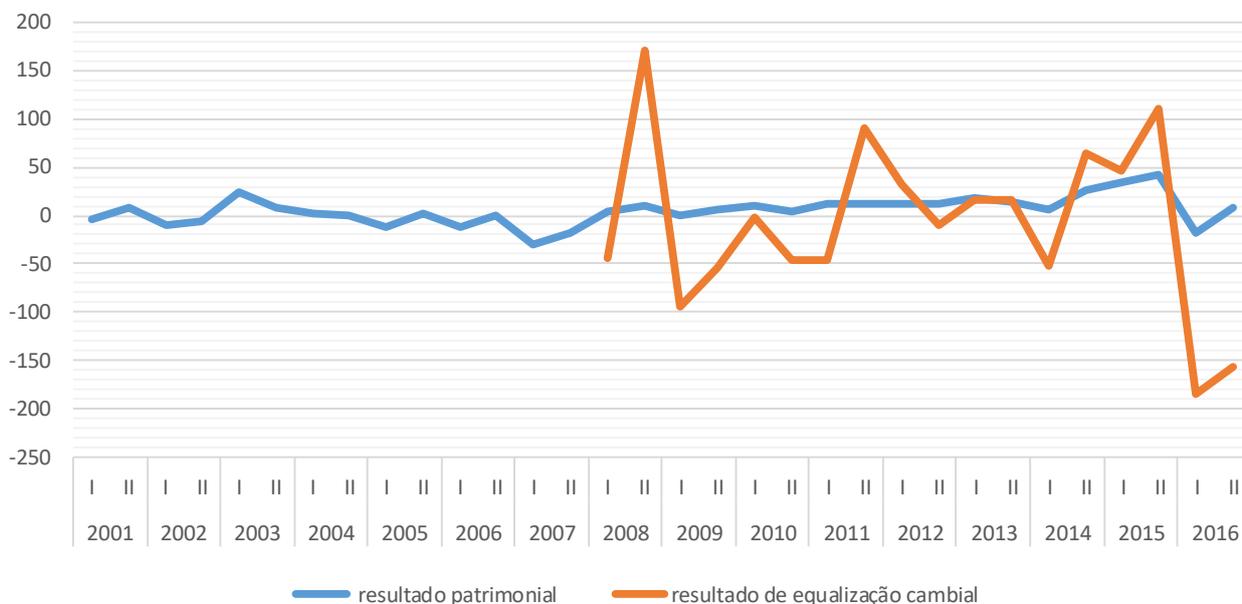
1. Valorização cambial provoca diminuição (em reais) dos ativos em moeda estrangeira;
2. O TN compensa na totalidade o prejuízo dos ativos em moeda estrangeira por meio da transferência de títulos públicos para a carteira de títulos do BCB (ativo doméstico);
3. Como o pagamento foi realizado em títulos públicos, o saldo da Conta Única (CUTN) segue no mesmo patamar.

**Fonte:** Elaboração própria.

Dessa forma, o que se verificou é que o mecanismo de equalização cambial se mostrou efetivo na proteção contábil do patrimônio líquido do BCB. Sendo essa proteção obtida, conforme pode ser observada no Gráfico 3, por meio da segregação do resultado cambial (volátil e potencialmente de grande magnitude), do resultado patrimonial (menos

volátil e de menor magnitude), com o lançamento apenas deste no patrimônio líquido da autoridade monetária.

**Gráfico 3 – Evolução do resultado patrimonial e do resultado de equalização cambial (2001 – 2016), em bilhões de reais**



**Fonte:** BCB – Demonstrações Financeiras. Elaboração própria.

Contudo, o mecanismo adotado criou um sistema de compensação no qual o desenho institucional aumentou significativamente os fluxos monetários e de títulos entre a autoridade monetária e o TN. Em especial porque o resultado cambial – que é, justamente, o mais expressivo – é coberto/transferido em sua totalidade. Isto é, sem qualquer separação para composição de reserva para fazer frente à volatilidade de resultados futuros ou para compensar resultados negativos passados. Em desacordo, portanto, com o defendido pelas melhores práticas internacional (Archer e Moser-Boehm, 2013; Bunea et al, 2016).

Para se ter uma dimensão, no segundo semestre de 2008 (em meio à forte desvalorização cambial decorrente do efeito contágio advindo da crise *subprime* americana), o BCB apresentou ganho de resultado cambial no valor de R\$ 171 bilhões, o qual foi transferido na totalidade, em espécie, ao Tesouro Nacional, como depósito em sua Conta Única. Entretanto, no semestre seguinte (passado o *overshooting* cambial), o BCB obteve prejuízo cambial da ordem de R\$ 94 bilhões de reais. Neste caso, totalmente coberto por meio de transferência de títulos públicos emitidos pelo TN, e entregues diretamente ao Banco Central, sem nenhum tipo de contrapartida financeira. Não houve,

portanto, qualquer mecanismo de constituição de reserva para fazer frente às oscilações de resultados que, conforme pode ser visto no Gráfico 3, são expressivas e frequentes.

### **2.2.2.3 O resultado positivo transferido ao TN: flexibilização para pagamento de juros da dívida pública**

Outra importante mudança apresentada pela Lei nº 11.803/08 foi a relativa ao grau de liberdade para o uso do resultado positivo transferido pelo BCB ao TN. A MP 2.179/01 previa sua utilização apenas para fazer frente à amortização da dívida pública mobiliária federal, a qual deveria ser preferencialmente utilizada para amortizar títulos livres em carteira da autoridade monetária.

Com a aprovação da Lei de 2008, manteve-se a mesma preferência legal. Entretanto, ampliou-se a possibilidade de seu uso para além da amortização, abrindo espaço, agora, para honrar também com o pagamento de juros da dívida pública.

§3º (art. 6) - 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.

Essa flexibilização, diferentemente do defendido pelo legislador na Exposição de Motivos, não gerou apenas uma flexibilização contábil, mas também ocasionou relevante efeito fiscal<sup>16</sup>. Embora o ganho de resultado do BCB transferido ao TN não se constitua resultado primário<sup>17</sup>, o governo passou a poder utilizar, conforme será melhor analisado no próximo capítulo, da substituição de fontes e de usos, realocando receita primária (fonte) – que *a priori* iria ser utilizada para fazer frente a gastos de juros – para pagar despesas primárias em expansão (uso). Em contrapartida, amparada pela nova legislação, a autoridade fiscal pôde utilizar as receitas financeiras<sup>18</sup> oriundas do BCB (fonte) para pagar juros da dívida pública (uso) (Afonso et al., 2016).

---

<sup>16</sup> Os efeitos adversos da Lei nº 11.803/08 sobre os indicadores fiscais serão pormenorizados no próximo capítulo.

<sup>17</sup> O resultado transferido do BCB ao TN é, na verdade, resultado financeiro (receita financeira). Não é, portanto, receita primária. Por este motivo aquele resultado não altera a posição de déficit ou superávit do resultado primário.

<sup>18</sup> Cabe aqui conceituar a distinção entre receita primária e receita financeira. De acordo com Carvalho Jr e Feijó (2015), receita (despesa) primária compreende a totalidade das operações que são realizadas pelas entidades contabilizadas pelas estatísticas fiscais e que possuem duas características: i) reduzem (aumentam) o saldo do endividamento líquido, por meio de elevação (redução) de ativos financeiros ou redução (elevação) de obrigações; e, ii) não estão relacionadas à apropriação de juros. Por outro lado, receitas (despesas) financeiras também compreendem a totalidade das operações que são realizadas pelas estatísticas fiscais, mas que, diferentemente das receitas (despesas) primárias: i) não variam a dívida líquida; ou, ii) diminuem (aumentam) a dívida líquida, mas possuem relação com juros.

### **2.3 A Lei nº 11.803/08 e sua inadequação ao contexto de alto estoque de reservas internacionais**

O método contábil aplicado ao balanço e às regras de transferência de resultado dos bancos centrais importam para determinar não somente sua solidez financeira, mas também o estabelecimento de um relacionamento mais ou menos saudável entre a autoridade monetária e a fiscal (Archer e Moser-Boehm, 2013).

Os bancos centrais estão imersos em realidades macroeconômicas e institucionais distintas, e devem adotar um método contábil e estar sob regras que atentem para essa multiplicidade de contextos (IMF, 2007, p. 3; Bholat e Darbyshire, 2016, p. 5). Ademais, um mesmo banco central pode se ver sob uma realidade em rápida mutação. Diante esse cenário, mudanças devem ser realizadas visando a manutenção da estabilidade financeira e monetária e um relacionamento mais harmonioso com o Tesouro Nacional.

É sob essa perspectiva que a solidez do patrimônio líquido (PL) do banco central é apresentada como importante meio para se estabelecer um ambiente propício para a estabilidade macroeconômica. Isso porque, fragilidades patrimoniais do banco central estão frequentemente associadas à perda de credibilidade na política monetária, à deterioração dos indicadores fiscais e a excessos de fluxos financeiros e patrimoniais entre o banco central e o tesouro nacional (Archer e Moser-Boehm, 2013).

Observando o caso brasileiro, percebeu-se que o intenso processo de acúmulo de reservas internacionais a partir de meados dos anos 2000 mudou significativamente o ambiente de determinação da solidez financeira do patrimônio líquido do BCB e imputou novos e grandes desafios à autoridade monetária.

Nesse contexto, consoante visto, a Exposição de Motivos da MP 435/08 – posteriormente convertida na Lei 11.803/08 – identificou dois dos principais desafios enfrentados pelo BCB, quais sejam: i) a necessidade de esterilização do excesso de liquidez gerado pelo forte processo de acúmulo de reservas internacionais, o que, para tanto, demandaria significativo aumento da disponibilidade, em carteira do BCB, de títulos públicos de emissão do TN; e, ii) a manutenção do mecanismo de marcação a mercado sobre a totalidade do crescente estoque de reservas internacionais aumentaria, e muito, a volatilidade do balanço do BCB, o que, mantida a regra de transferência de

---

Temos, por exemplo, o caso de uma arrecadação tributária, que diminui a dívida líquida e não possui relação com juros. Logo, trata-se de uma receita primária. Agora, a receita de remuneração da CUTN diminui a dívida líquida, porém é oriunda dos juros pagos pelo BCB ao TN. Assim, trata-se de uma receita financeira.

resultados da autoridade monetária disposta na MP 2.179-36/01, provavelmente ocasionaria a deterioração do patrimônio líquido do BCB.

A Lei 11.803/08 expressou-se como a solução para esses dois desafios. O mecanismo de equalização cambial permitiu separar o resultado cambial (mais volátil e potencialmente de maior magnitude) do resultado patrimonial, evitando, assim, a deterioração do patrimônio líquido da autoridade monetária. Ademais, o mecanismo de equalização possibilitou uma nova maneira de o BCB ter acesso a títulos livres para sua carteira de ativos, dado que o resultado cambial – quando negativo – passou a ser inteiramente coberto pelo TN, por meio de emissão direta de títulos públicos. Com isso, a Lei gerou condições para a preservação contábil do PL do BCB, além de um acesso mais facilitado a títulos públicos de emissão do TN para a execução das políticas da autoridade monetária.

Todavia, é relevante a realização de um questionamento: pode-se considerar que a Lei 11.803/08 é adequada ao contexto de elevado estoque de reservas internacionais no balanço do BCB? Será visto a seguir que não. A principal justificativa se deve ao fato de o mecanismo de equalização cambial evidenciar a incompreensão das especificidades e da importância do patrimônio líquido de um banco central. No caso, o BCB.

Isso porque, embora o mecanismo tenha sido efetivo em se evitar a degradação contábil do PL do BCB, sua implementação elevou consideravelmente o fluxo financeiro-patrimonial entre este Banco Central e o TN e deteriorou significativamente a política monetária e os indicadores fiscais. Enfatiza-se, ainda, que a confusão entre resultados realizados e não realizados, no bojo do mecanismo de equalização cambial, agrava ainda mais esse quadro de deterioração.

### **2.3.1 O mecanismo de equalização cambial e a incompreensão das especificidades do patrimônio líquido (PL) do BCB**

É verdade que o patrimônio líquido do banco central importa. Entretanto, a sua relevância possui um caráter muito mais sistêmico – do entrelaçamento de relações da autoridade monetária com os bancos, os agentes de mercado e o governo – do que a possibilidade de o banco central “quebrar” (Archer e Moser-Boehm, 2013).

Buscar a solidez patrimonial, via de regra, é uma boa diretriz de política a ser adotada pelo banco central. Embora um patrimônio líquido robusto não seja condição nem necessária e muito menos suficiente para viabilizar a estabilidade macroeconômica. Afinal, conforme destacado no primeiro capítulo, ao analisar a experiência internacional,

observa-se que são inúmeros os casos de bancos centrais que operam há anos com PL negativo e são, mesmo assim, reconhecidos como bons gestores de suas responsabilidades (Frait, 2005; Schwartz et al., 2014)

Sob essa perspectiva, pode-se constatar que o mecanismo de equalização cambial gerou uma institucionalidade oposta ao recomendado pelas melhores práticas internacionalmente aplicadas pelos bancos centrais (Archer e Moser-Boehm, 2013; Bunea et al., 2016). Isso porque, visando evitar a deterioração contábil do PL da autoridade monetária, retiraram-se os fluxos cambiais (voláteis e potencialmente de grande magnitude) do resultado patrimonial, e os transferiram, em sua totalidade, para o TN, sem qualquer constituição de reserva ou discriminação quanto a sua natureza: se oriundos de resultados realizados ou não.

Em sentido oposto à solução apresentada pela Lei 11.803/08, diversos trabalhos de pesquisadores do BIS, FMI, BoE (Bunea et al, 2016; Archer e Moser-Boehm, 2013), entre outros, afirmam que quanto maior a magnitude e a volatilidade do resultado do BCB, mais relevante é a constituição de reservas de resultado para fazer frente a uma maior probabilidade de descapitalização do patrimônio do BCB e (ou) a intensos fluxos de resultados entre a autoridade monetária e a fiscal.

No caso brasileiro, observa-se ainda outro problema de suma importância. O mecanismo de equalização cambial mistura resultados realizados e não realizados, tratando-os como similares. O resultado cambial, todavia, é, grosso modo, a soma dos ganhos (perdas) com *swap* cambial – que geram fluxos reais de caixa – e das perdas (ganhos) com a marcação a mercado das reservas internacionais, que não geram fluxos reais de caixa, sendo, portanto, classificados, neste caso, como resultados não realizados.

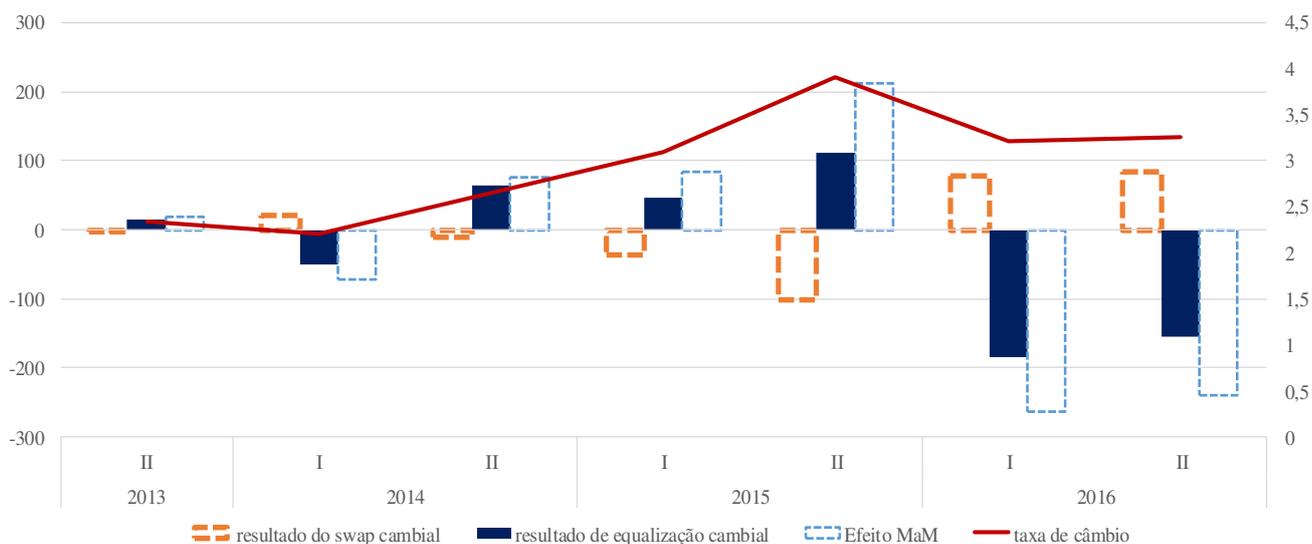
Cumprir lembrar que a literatura especializada aponta que os resultados não realizados devem ser excluídos de serem transferidos. Em especial, quando apresentam dimensões potencialmente significativas (Frait, 2005; IMF, 2007; Archer e Moser-Boehm, 2013; Buena et al, 2016). Por outro lado, os ganhos realizados devem ser distribuídos após, em regra, compensar perdas acumuladas no passado e constituírem reservas adequadas ao risco de balanço provocado pelas operações realizadas (Archer e Moser-Boehm, 2013;). A lógica é viabilizar a transferência de resultados realizados ao Tesouro. Porém, com um fluxo mais estável ao longo do tempo e que salvasse o patrimônio líquido do BC da tendência à sua deterioração, uma vez que, em caso contrário, poderia ocasionar implicações macroeconômicas negativas.

### 2.3.2 O mecanismo de equalização cambial e a união equivocada de resultados realizados e não realizados

É de suma importância notar que o mecanismo de equalização cambial promoveu – implicitamente – um sistema parcial de compensação entre os resultados realizados dos *swaps* cambiais e os resultados não realizados da marcação a mercado, em que o efeito sobre o resultado é oposto entre a marcação a mercado e o *swap* cambial.

Em outras palavras, isso quer dizer que em caso de desvalorização (valorização) cambial, o governo perde (ganha) nos *swaps* cambiais, porém, ganha (perde) na marcação a mercado. E o sistema é parcial pois o estoque de reservas internacionais é substancial e persistentemente superior ao estoque de contratos de *swaps*, o que, por conseguinte, faz com que o resultado cambial líquido (efeito da MaM menos efeito dos *swaps* cambiais) seja determinado pela posição da marcação a mercado, conforme pode ser observado no Gráfico 4.

**Gráfico 4 – Determinantes do resultado de equalização cambial – em bilhões de reais (à esquerda) e taxa de câmbio R\$/US\$ (à direita)**



**Fonte:** Demonstrações Financeiras e Séries Temporais (SGS) do BCB. Elaboração própria.

Desse modo, a Lei 11.803/08, por meio do mecanismo de equalização cambial, juntou os resultados cambiais realizados e não realizados como se fossem de mesma natureza e tivessem o mesmo efeito econômico; o que não é verdade. A marcação a mercado é um resultado puramente contábil, sem contrapartida econômica, enquanto o resultado do *swap* cambial é um resultado realizado, gerado por fluxo real de recursos monetários entre a autoridade monetária e sua contraparte no mercado de derivativos. O resultado de *swap* é, ainda, contabilizado como receita ou despesa de juros. Trata-se neste

caso, portanto, de uma despesa corrente e financeira (não primária) que, embora não afete o resultado primário, afeta consideravelmente – a depender da magnitude do volume de contratos e (ou) da volatilidade cambial – o resultado nominal e o endividamento público (Arantes e Biasoto Jr, 2017).

Ainda que pareça claro que não se deva tratar os resultados realizados e não realizados como de mesma natureza, o próprio BCB parece confundi-los. É o que sugere o seguinte discurso de Alexandre Tombini, então presidente do BCB, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (CAE). De acordo com BCB (2015b, p. 6):

O instrumento do swap cambial possui característica que torna a atuação do Banco Central diferenciada quando comparada à maioria dos outros bancos centrais, ao nos permitir prover proteção cambial aos agentes econômicos com liquidação das transações em nossa própria moeda, sem perda de reservas internacionais.

**No entanto, para podermos fazer isso confortavelmente, é necessário que o balanço do Banco Central seja beneficiado liquidamente pela depreciação da taxa de câmbio. É o que ocorre atualmente, pois o valor das reservas internacionais é mais de três vezes superior ao valor nominal dos contratos de swap. Ou seja, a depreciação cambial traz resultado positivo para o setor público consolidado** (grifo nosso).

A incompreensão sobre a inadequação de se unir resultados realizados com não realizados perpassa, ainda, a literatura crítica à Lei 11.803/08. É o que se vê em Carvalho Jr (2016a), ao desaprovar o mecanismo de equalização cambial. A principal crítica do autor se deve ao fato de tal mecanismo ter maximizado os fluxos cruzados de títulos e dinheiro entre o BCB e o TN, algo, sem dúvida, de suma importância. Porém, o autor parece não considerar a relevância da necessidade de diferenciação quanto à natureza dos resultados, entre realizados e não realizados. Essa desconsideração fica bem evidente na seguinte passagem de Carvalho Jr (2016a, p. 180):

Ocorre que, caso não tivesse sido introduzida a operação de equalização cambial, a transferência de resultado do BC ao TN, em alguns semestres não teria ocorrido, uma vez que o resultado total (soma do resultado patrimonial com o resultado de equalização cambial) teria sido negativo. É o caso dos seguintes semestres: 1º/2008; 2º/2009; 2º/2010; 1º/2011; e 1º/2014. Nessa hipótese, em vez de ter sido obrigado a transferir resultado ao TN, o BC teria recebido cobertura do TN.

**Uma segunda observação a ser feita é a seguinte: a legislação não prevê, antes da transferência ou da cobertura, qualquer forma de compensação prévia entre os valores do resultado patrimonial e o da equalização cambial. Ou seja, ainda que no semestre o resultado patrimonial e o da equalização cambial possuam sinais trocados, haverá a transferência – integral, frise-se – do resultado positivo (seja ele patrimonial ou de equalização) para o TN e a cobertura integral do resultado negativo (patrimonial ou de equalização) pelo TN.** Assim, a título de exemplo, no 2º semestre de 2012, em vez de transferir ao TN apenas o montante líquido, de R\$ 2,4 bilhões, o BC foi obrigado a depositar R\$ 12,3 bilhões na Conta Única do TN e este foi obrigado a transferir R\$ 9,9 bilhões em títulos públicos ao BC (grifo nosso).

Mendes (2016a, p. 222), também segue a linha de raciocínio de Carvalho Jr (2016a), conforme pode ser percebido na passagem abaixo.

A lei também criou um mecanismo que amplia os fluxos financeiros entre as duas instituições. Isso porque trata os dois resultados (cambial e patrimonial) 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 TN e BC seriam menores.

Todavia, se o legislador fizesse o recomendado por Carvalho (2016a) e Mendes (2016a), e tratasse ou como resultado único o somatório do patrimonial com o cambial ou compensasse um dos resultados negativos antes da transferência do resultado positivo, o novo desenho institucional proposto redundaria no mesmo vício apresentado pelo mecanismo de equalização cambial. Ocorre que, conforme já elucidado, o resultado cambial líquido (marcação a mercado menos *swap*) é puramente contábil, enquanto o resultado patrimonial se constitui basicamente de resultado realizado<sup>19</sup>.

Segundo Queiroz Filho (2016) – do Departamento Econômico do Banco Central do Brasil – essa distinção é relevante, inclusive, para a determinação do efeito macroeconômico sobre a liquidez em mercado decorrente da utilização dos ganhos realizados e não realizados transferidos do BCB ao TN. De acordo com o autor, tal distinção quanto ao efeito ocorre na medida em que o resultado positivo (negativo) oriundo da marcação a mercado é inicialmente neutro sobre a liquidez. Por outro lado, essa neutralidade não é verdade quando se observa o eventual ganho (perda) com *swaps* cambiais (vide Figura 7), já que há, neste caso, uma diminuição (aumento) da liquidez em mercado, como contraface decorrente do fluxo de caixa entre o BCB e o mercado.

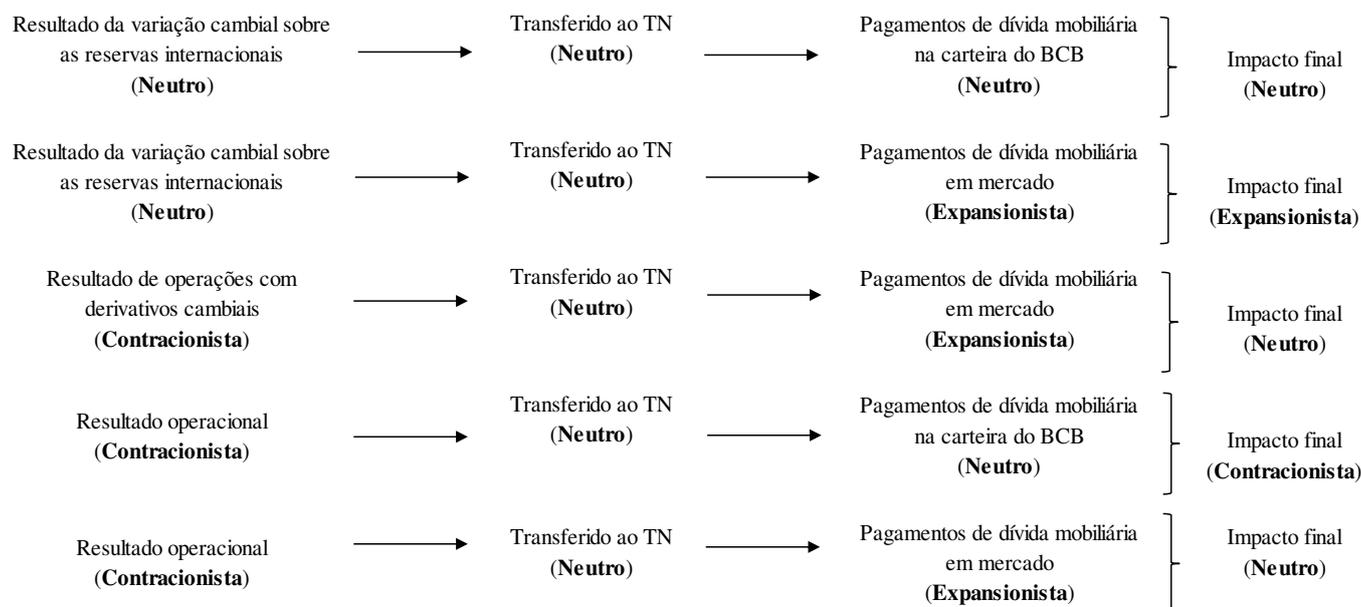
Nota-se, ainda, que a transferência de resultado do BCB ao TN não altera, *per se*, a posição inicial sobre a liquidez, uma vez que a transação neste segundo momento não ocorre com o mercado, mas, sim, dentro do próprio setor público. Entretanto, o impacto final sobre a liquidez irá depender da destinação dos recursos transferidos pelo BCB ao TN. Nesse sentido, Queiroz Filho (2016) dividiu, conforme observado na Figura

---

<sup>19</sup> Embora o resultado patrimonial seja majoritariamente determinado por operações de natureza realizada, cumpre observar que o BCB também carrega em seu PL operações de assistência financeira realizadas no âmbito do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), cujo lançamento em resultado patrimonial origina de resultado não realizado decorrente de marcação a mercado. De acordo com BCB (2017, p. 24), “com base na Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010, os créditos do BCB com as instituições em liquidação foram objeto de pagamento à vista ou parcelado, mediante requerimento do devedor, com descontos de 25% a 45% incidentes sobre os encargos. O saldo existente em 31 de dezembro de 2017 corresponde ao valor justo dos créditos que foram objeto de parcelamento na forma do referido instrumento legal”.

7, a destinação entre pagamentos de dívida mobiliária em carteira do BCB ou em mercado.

**Figura 7 – Efeito sobre a liquidez do uso de resultados positivos transferidos ao TN pelo BCB**



**Fonte:** Queiroz Filho (2016)

Percebe-se, então, que o efeito final será contração sobre a liquidez caso os ganhos de resultados realizados, transferidos para o TN, sejam utilizados para abater dívida mobiliária em carteira do BCB. Enquanto que, por outro lado, o efeito final será neutro, caso sejam utilizados para pagamento de dívida mobiliária em mercado. Dado que, neste caso, houve inicialmente a retirada de liquidez em mercado, com sua posterior devolução quando do pagamento da dívida também em mercado.

O efeito final, porém, é distinto quando observado a utilização de recursos não realizados (ganhos) transferidos do BCB ao TN. Nesse cenário, como o efeito inicial é puramente contábil (sem efeito sobre a liquidez), uma vez utilizados esses recursos para abater dívida pública em mercado, ocorre impacto final também expansionista sobre a liquidez em mercado. Contudo, caso sejam dispostos para pagamento de dívida pública em carteira do BCB, o impacto final sobre a liquidez será neutro.

O efeito líquido distinto quanto a pressão sobre a liquidez ganha maior relevância quando se observa que, no caso brasileiro, a posição estrutural de liquidez em mercado tem sido persistentemente positiva e elevada, destacadamente por dois fatores:

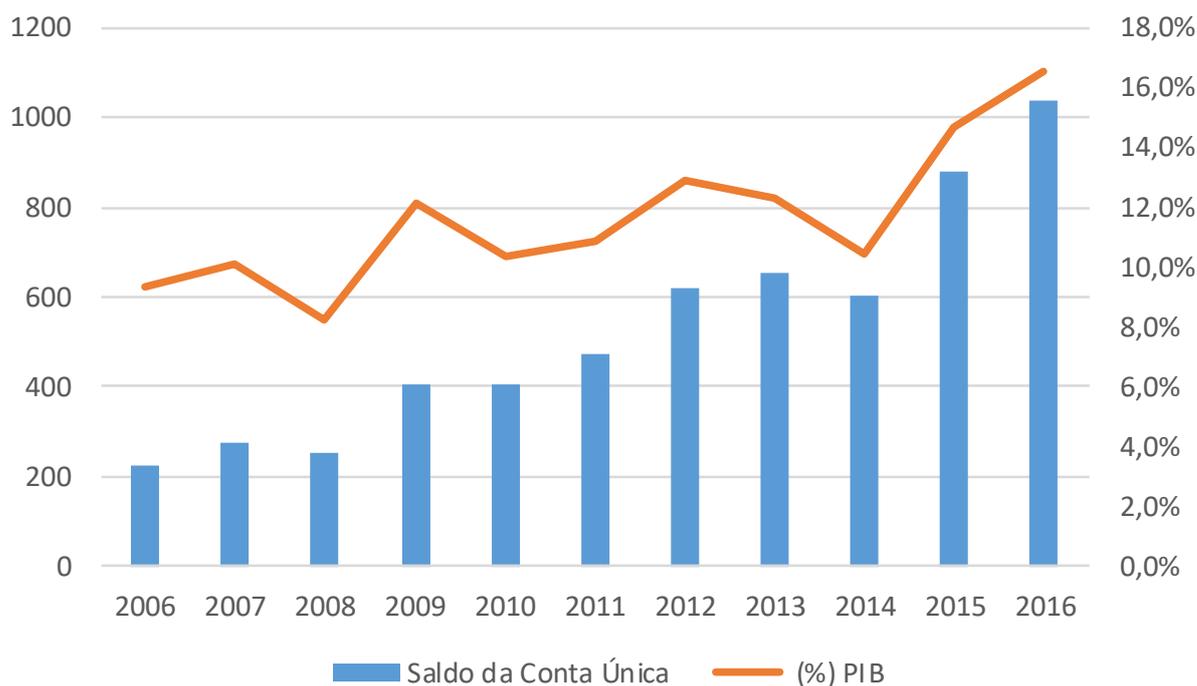
os expressivos juros pagos pelo BCB em mercado (via compromissadas, depósitos compulsórios remunerados etc.) e pelo TN (dívida mobiliária em mercado), assim como pelo intenso processo de aquisição de reservas internacionais (Macedo e Silva, 2016).

Por conseguinte, o uso, pelo TN, de resultados positivos puramente contábeis do BCB para pagamento da dívida mobiliária em mercado pressiona ainda mais a posição de excedente estrutural de liquidez. Assim, tudo o mais constante, o BCB passa a demandar maior quantidade de títulos públicos livres em sua carteira, para servir de colateral para a expansão das operações compromissadas (compromisso de recompra), visando à diminuição dessa liquidez excedente em mercado.

Como resultado, o efeito final será o maior inchaço do balanço do BCB – aumento dos títulos públicos em carteira (ativo) e das operações compromissadas com compromisso de recompra (passivo) – e substituição dos títulos públicos em mercado (resgatados) por títulos públicos em carteira do BCB (necessários para colateralizar as compromissadas).

### **2.3.3 O mecanismo de equalização cambial e o inchaço da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN)**

A dimensão da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN), um dos passivos não monetário do BCB, cresceu significativamente com o mecanismo de equalização cambial, desenhado no bojo da Lei 11.803/08. Em termos de PIB, o tamanho da CUTN partiu do já significativo patamar por volta dos 9%, em 2008, para mais de 16% em 2016 (Gráfico 5).

**Gráfico 5 – Evolução do saldo da CUTN (2006 – 2016), em bilhões de reais**

**Fonte:** BCB – Notas de política fiscal. Elaboração própria.

Antes da referida Lei, o porte da Conta Única já era expressivo (9,4% do PIB em 2006 e 10,1% em 2007), não apresentando comparação similar em termos internacionais. A disparidade é tamanha que, de acordo com De Conti (2016, p. 7), a Conta Única de países como Coreia do Sul, EUA e os países da Zona do Euro não alcançam a dimensão de 1% do PIB, enquanto no México tal rubrica se situa por volta de 2% do referido indicador. Muito distantes, portanto, do tamanho apresentado pela CUTN do caso brasileiro.

Para a compreensão da dinâmica da CUTN presente no balanço do BCB, faz-se necessário separar os fatores determinantes de seu crescimento, para não imputar, erroneamente, a total responsabilidade por sua incomparável dimensão ao mecanismo de equalização cambial.

### **2.3.3.1 Conta Única (CUTN): o inchaço para além dos efeitos da Lei nº 11.803/08**

De Conti (2016), à luz de Guardia (2016), apresenta quatro fatores estruturais, pretéritos ao mecanismo de equalização cambial, centrais para explicar o porquê a Conta Única brasileira apresenta dimensão ímpar no contexto internacional. São eles: i) a grande abrangência dos recursos que transitam pela CUTN; ii) a política deliberada de geração

de superávits primários a partir de 1999; iii) a expressiva vinculação dos recursos depositados na Conta; e, iv) sua elevada taxa de remuneração.

O fato de o Brasil adotar a unicidade orçamentária através da criação da Conta Única do Tesouro no Banco Central não o torna exceção ante a experiência internacional, em especial quando comparado a países mais desenvolvidos (Pessoa e Williams, 2012). No entanto, a abrangência das rubricas contidas na Conta Única e seu grau de vinculação tornam o caso brasileiro bastante *sui generis* (Guardia, 2016).

Segundo Guardia (2016), uma importante especificidade do nosso arranjo institucional diz respeito à dimensão dos recursos que transitam por nossa CUTN. Esses recursos são muito mais amplos do que as receitas e despesas típicas do governo federal, pois compreendem todas as despesas e receitas dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social. De acordo com Guardia (2016, p. 298), nossa CUTN é composta não apenas pelos “recursos da administração direta, mas também de autarquias, fundações, fundos e programas especiais e das empresas dependentes”. Excluindo-se as empresas não dependentes, o único orçamento relevante que não transita pelo Orçamento Geral da União (OGU) e, portanto, pela Conta Única, é, segundo o autor, o do Fundo Garantidor por Tempo de Serviço (FGTS).

Outro fator estrutural, que contribui para a expansão da Conta Única, é a própria política deliberada de acúmulo de superávit primário imposta pelo regime macroeconômico implementado a partir de 1999, uma vez que essa política leva a uma tendência de retenção de recursos primários poupados, na Conta Única.

O efeito dessa política é potencializado, ainda, pelo elevado grau de vinculação das receitas constituidoras de parte substancial da base de geração de superávits primário. Para se ter uma dimensão, de acordo com Guardia (2016, p. 299), do total de receitas primárias, em torno de apenas 10% não estão vinculadas a determinadas destinações predefinidas em lei. Como, pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), os recursos que são legalmente vinculados a determinada finalidade específica não perdem tal vinculação – ainda que em exercício diverso daquele de sua origem<sup>20</sup> –, o espaço de manobra da autoridade fiscal se torna bastante restrito.

Assim, a parcela do superávit primário acumulado, constituída a partir de receitas vinculadas não gastas, não poderá ser utilizada para fazer frente ao endividamento

---

<sup>20</sup> De acordo com a LRF, art. 8º, parágrafo único: “Os recursos legalmente vinculados a finalidades específicas serão utilizados exclusivamente para atender ao objeto de sua vinculação, ainda que em exercício diverso daquele em que ocorrer o ingresso”.

público ou para qualquer uso diverso – por parte da autoridade fiscal – do que aquele predeterminado pela legislação<sup>21</sup>. Como consequência, essa parcela majoritária do superávit primário acumulado tende a perdurar, ao longo do tempo, dentro da Conta Única (Guardia, 2016, p. 303).

Por fim, a remuneração das disponibilidades da Conta Única se constitui em um dos principais propulsores de sua própria expansão. O elevado patamar do saldo de disponibilidade, combinado com sua expressiva taxa de remuneração, atua como motor de expansão da Conta Única ao longo do tempo (BCB, 2015a). Observa-se que a remuneração da CUTN é realizada pela taxa média de rentabilidade dos títulos emitidos pelo Tesouro, em carteira do BCB. Patamar próximo à Selic, notadamente uma das mais altas taxas básicas de juros do mundo (De Conti, 2016).

A obrigação de se remunerar (ou não) a Conta Única do Tesouro não é consenso entre as principais economias. Segundo Leister e Medeiros (2016, p. 134) “[...] em países como a Austrália, França e Inglaterra, por exemplo, a conta do ministério da fazenda no banco central é remunerada; já nos Estados Unidos, Índia, Japão e Alemanha não há remuneração da conta do ministério da fazenda [...]”.

Entretanto, conforme defendido pelos autores, à luz de Lienert (2009), a remuneração da Conta Única deve ser encarada como um pagamento pelo custo de oportunidade do saldo disponível da CUTN. Os recursos do Tesouro poderiam estar, pelo menos em parte, sendo depositado em bancos, os quais remunerariam o Tesouro pelo uso de suas disponibilidades. Ademais, na ausência de remuneração os recursos sofreriam os efeitos da inflação.

Cumprir notar que o custo de oportunidade da não remuneração das disponibilidades do Tesouro tende a ser majorado em economias inflacionárias e (ou)

---

<sup>21</sup> Significa dizer que o superávit primário constituído, por exemplo, sobre recurso vinculado a taxas cobradas pelas agências reguladoras, como o Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações (FUST) e o Fundo de Fiscalização das Telecomunicações (FISTEL), não poderá, em regra, sofrer desvinculação para ser utilizado com outra rubrica não pertencente ao rol fixado na vinculação. De forma excepcional poderá haver a desvinculação de determinados recursos, embora o procedimento padeça de divergências doutrinárias e jurisprudenciais quanto à legalidade, o que dificulta o uso do expediente como meio sistemático de acesso aos recursos então vinculados (Leite, 2018, pp. 204 – 207). De acordo com Couri et al. (2018, p. 31), parte das chamadas *pedaladas fiscais* foram pagas em 2015 com recursos então vinculados do superávit financeiro, que foram liberados para uso distinto da vinculação, por meio de Medida Provisória. Em passado mais recente, conforme TCU (2018), o governo federal recebeu decisão favorável do Tribunal de Contas da União (Acórdão nº 953/2018) quanto à possibilidade de uso de parte “residual” dos recursos do superávit financeiro constituídos no âmbito do FISTEL, assegurado o cumprimento de determinados condicionantes estabelecidos por este órgão de controle. Em termos de grandeza, Couri et al. (2018, p. 32) apresentam, à luz do Relatório de Gestão Fiscal (RGF), que ao final de 2017 a União possuía R\$ 1.190,2 bilhões em disponibilidade bruta de caixa, destes, R\$ 1.071 bilhões eram vinculados e apenas R\$ 119,2 bilhões não apresentavam vinculação.

com maiores taxas reais básica de juros. Ambos os casos, sem dúvida, são a realidade brasileira.

Pessoa e Williams (2012), pesquisadores do FMI e defensores da remuneração da CUTN, afirmam que pagar “*a market-related interest rate*” é uma boa prática internacional, sendo uma das justificativas, como defendido por Leister e Medeiros (2016), a inibição de incentivos ruins em relação a alocação de recursos da CUTN.

Isso porque, na ausência de uma remuneração básica para a CUTN o Tesouro poderia sofrer incentivos perversos em relação a alocação de seus recursos, inclusive, por exemplo, com o direcionamento das disponibilidades para o sistema bancário, o que poderia servir de base para expansão do crédito, dificultando o controle de liquidez por parte da autoridade monetária. Ademais, o Tesouro poderia, ainda, ter incentivos para buscar bancos de menor classificação de risco, objetivando uma remuneração mais vantajosa, a despeito de maior risco de *default*.

Em particular referência ao Brasil, Pessoa e Williams (2012, p. 17) afirmam que a remuneração da Conta Única do Tesouro Nacional opera, ainda, como um mecanismo de amenização dos custos imputados ao Tesouro, pelo papel realizado por este como provedor de ativos (títulos públicos) base para viabilizar a operacionalidade da política monetária pelo BCB, dado que – sem títulos públicos de emissão do Tesouro (livres em carteira) – o BCB pode se ver inviabilizado de gerir a liquidez por meio de seu principal instrumento: as operações compromissadas (compromisso de recompra). Assim, de acordo com Pessoa e Williams (2012, p. 17), a remuneração da Conta Única é tida como uma maneira de amenizar os custos fiscais da utilização de títulos de emissão do TN para operacionalizar a política monetária.

Ademais, a remuneração da Conta Única é também uma maneira de se evitar um viés contracionista ao gasto público real, já que, na sua ausência, o volume devolvido à economia na forma de dispêndio público será menor do que o retirado inicialmente como tributo, tendo em vista o efeito inflacionário incidente sobre a receita estatal depositada (“parada”) na Conta Única.

Viu-se, então, que remunerar a Conta Única é tida como uma boa prática internacional, pois evita a perda real de valor dos recursos fiscais e, ao pagar algum juro, diminui incentivos a práticas condenáveis de gestão financeira. Ainda, a remuneração da CUTN é vista como uma maneira de amenizar os custos fiscais imputados ao TN pela utilização de seus títulos para que o banco central execute a política monetária.

Entretanto, é relevante considerar qual a base de incidência da remuneração da Conta Única. Por essa ótica, o caso brasileiro apresentou significativa mudança nos últimos anos. E, como será discutido, houve consigo a deterioração da legitimidade de parte razoável dos recursos advindos da remuneração da CUTN.

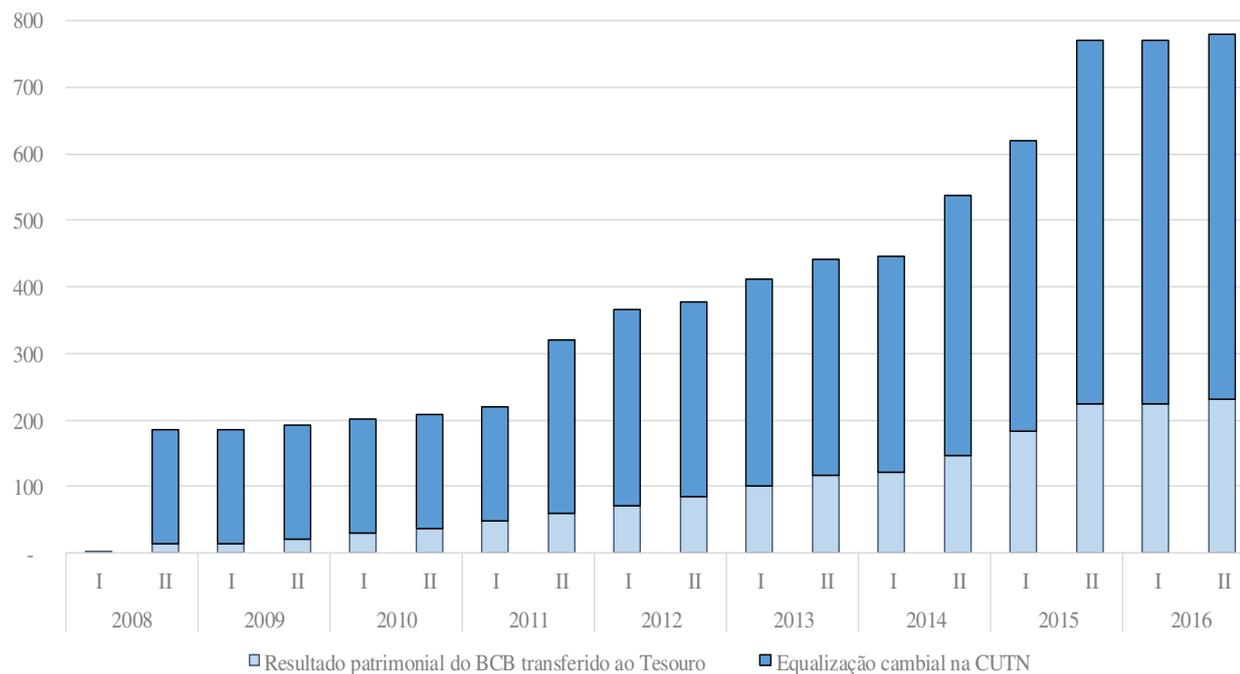
A razão dessa deterioração está no fato de o mecanismo de equalização cambial ter provocado a transferência de centenas de bilhões de reais de resultados não realizados para o saldo da Conta Única, o que ocasionou forte expansão das disponibilidades do Tesouro em sua CUTN. Efeito retroalimentado pela incidência da elevada remuneração sobre o saldo transferido.

### **2.3.3.2 Conta Única (CUTN) e o mecanismo de equalização cambial: crescimento acelerado das disponibilidades e a remuneração de recursos não realizados**

Enquanto na subseção anterior foram apresentados os fatores estruturais dinamizadores do crescimento da CUTN já presentes anteriormente à Lei 11.803/08, nesta subseção é exposto de que maneira essa Lei contribuiu para a expansão dessa rubrica, que se constitui ao mesmo tempo como um ativo do TN e um passivo não monetário do BCB. Rubrica fundamental para a compreensão do relacionamento entre as autoridades monetária e fiscal brasileiras, seja pelos efeitos sobre a liquidez em mercado, seja pelo fato de resultados positivos cambiais e patrimoniais do BCB serem transferidos da autoridade monetária para a CUTN.

Nesse sentido, cumpre observar que houve, a partir da criação do mecanismo de equalização cambial, um crescimento acentuado das transferências monetárias do BCB ao TN oriundas do resultado cambial, consoante observado no Gráfico 6. Em verdade, entre 2008 e 2016 mais de 70% do resultado positivo total – cambial e patrimonial – transferido em dinheiro do BCB para o TN possuiu como origem o resultado de equalização cambial, o que corresponde, neste caso, a mais de meio trilhão de reais repassados, no período em tela.

**Gráfico 6 – Saldo acumulado de resultado cambial e patrimonial transferido para a CUTN (2008 – 2016), em bilhões de reais**



**Fonte:** Demonstrações Financeiras do BCB. Elaboração própria.

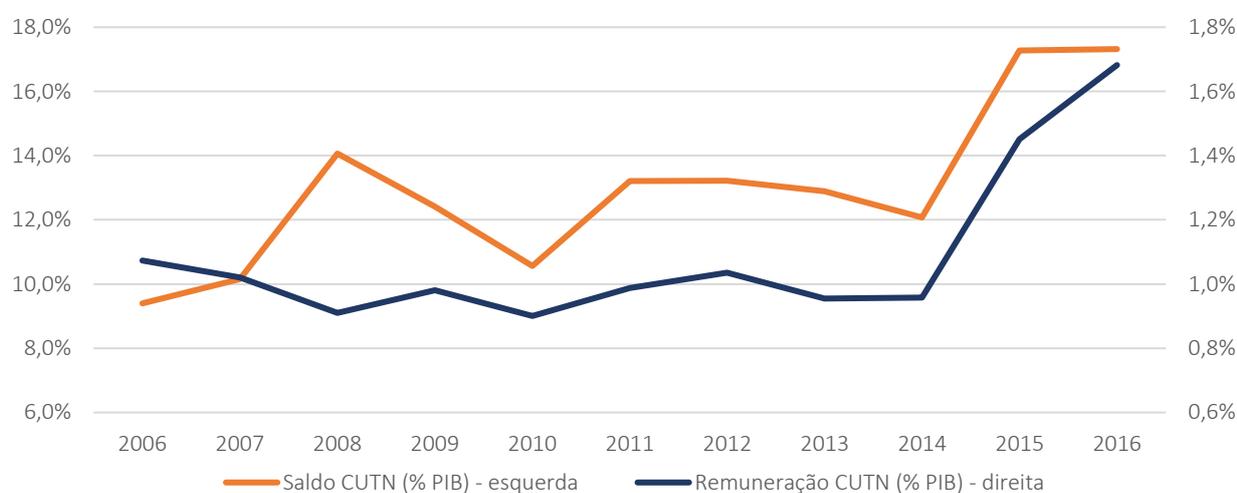
Ainda, como apontado anteriormente no Gráfico 4, a totalidade do resultado cambial transferido é de natureza não realizado, dado que o resultado da marcação a mercado das reservas internacionais (não realizado) atua em sentido contrário e possui valor superior, em módulo, quando comparado com o resultado dos *swaps* cambiais (realizado).

O relevante peso das transferências de resultados cambiais e patrimoniais de recursos do BCB para o TN pode ser melhor entendido a partir do estudo divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB, 2015a, p. 7), em que se exibiu algo surpreendente: entre 2007 e novembro de 2015, os recursos oriundos dos resultados cambiais e patrimoniais do BCB constituíram para o TN como o principal fator de expansão do saldo da CUTN, sendo responsáveis por 38,2% do total das entradas de recursos na Conta. A contribuição desses recursos transferidos para a expansão da CUTN foi até mesmo superior aos 36,3% do acumulado de resultado primário e de recebimento de dívidas renegociadas dos governos regionais, e aos 25,5% oriundos da remuneração da própria CUTN.

Em outras palavras, com o acúmulo de reservas internacionais e o advento do mecanismo de equalização cambial, parte crescente do saldo da Conta Única passou a ser direta (fluxo de resultado cambial) ou indiretamente (remuneração de seu estoque) determinado pelos resultados não realizados transferidos do BCB para o TN.

Percebe-se, então, que a taxa de remuneração da Conta Única passou crescentemente a incidir sobre um estoque de natureza muito distinta dos superávits primários acumulados, ganhos de privatizações e outras fontes de recursos com impacto real do Estado sobre a economia. Dessa forma, o que se observa é que essa remuneração, que em 2016 foi de R\$ 105 bilhões (1,7% do PIB), é formada sobre uma base que em boa parte não deveria existir – ou no mínimo não deveria se confundir com a remuneração dos resultados realizados.

**Gráfico 7 – Remuneração da CUTN (% PIB – à direita) e saldo da CUTN (à esquerda)**



**Fonte:** BCB – Notas de política fiscal e Demonstrações Financeiras. Elaboração própria.

O saldo das disponibilidades financeiras do Tesouro somente não foi maior, devido, em especial, aos expressivos gastos com resgate de dívida pública. De acordo com BCB (2015a, p. 7), nada menos que 71,6% do impacto redutor da CUTN entre 2007 e novembro de 2015 se deveu aos resgates da dívida pública em mercado e na carteira de títulos da autoridade monetária, sendo os resgates de dívida em mercado responsáveis por quase 50% do total do impacto. Ou seja, mais do que o dobro do efeito dos resgates de título em carteira do BCB.

Levando-se em consideração que parte razoável do superávit primário acumulado é vinculado, podendo ser despendido apenas para determinadas rubricas legalmente predeterminadas (Guardia, 2016), e que a totalidade dos recursos obtidos pelo Tesouro por meio do mecanismo de equalização cambial é de natureza não realizada, parece razoável supor que parte expressiva dos recursos utilizados pelo Tesouro para realizar operações de resgate de dívida pública em mercado possuiu origem em recursos

não realizados. Esses resgates geraram, portanto, efeitos não desprezíveis sobre a liquidez em mercado.

Dessa forma, o TN retirou títulos públicos em mercado, pagando com recursos de natureza não realizada do resultado cambial, o que por sua vez expandiu a liquidez na economia. Como efeito, o BCB, visando atingir a meta Selic, agiu enxugando o excesso de liquidez por meio da expansão de operações compromissadas (compromisso de recompra), as quais dependem, como colateral, da farta disponibilidade de títulos livres em sua carteira de ativos.

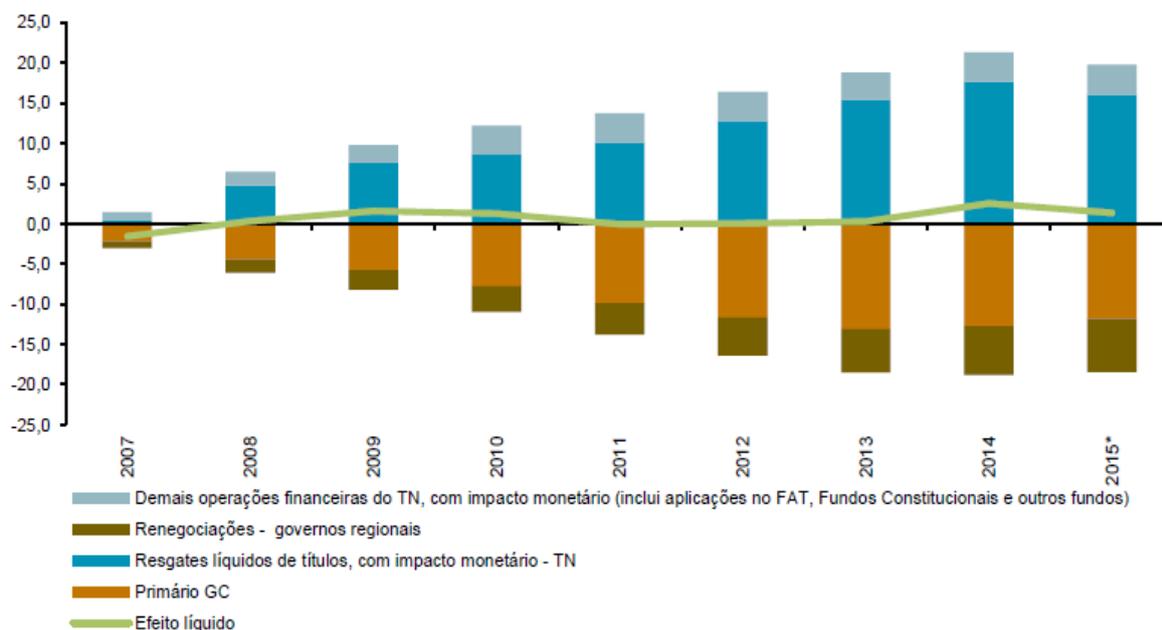
Quando se observam os fatores determinantes da expansão das operações compromissadas, o estudo do Banco Central (BCB, 2015a, p. 2) aponta que 87% do impacto líquido foram originados da combinação entre esterilização do acúmulo de reservas internacionais (44,5%) e dos elevados juros (próximo à Selic) pagos na própria operação compromissada ao longo do tempo (42,4%). O impacto monetário das operações do Tesouro<sup>22</sup>, por sua vez, é apresentado como responsável por apenas 5,5% do efeito expansionista. Valor que *a priori* não salta aos olhos.

Entretanto, este número merece um olhar mais apurado, dado que os resgates de títulos, com impacto monetário, geraram separadamente significativo efeito sobre a expansão da liquidez, conforme pode ser observado no Gráfico 8. O impacto dessas operações foi quase o suficiente para compensar o efeito contracionista combinado entre os expressivos resultados primários acumulados e o recebimento de pagamento de dívidas renegociadas com os governos regionais.

---

<sup>22</sup> Inclui resgates de títulos, resultado primário do Governo Central, recebimento de dívidas renegociadas dos governos regionais e aplicações no Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), fundos constitucionais, entre outros fundos.

**Gráfico 8 – Fatores condicionantes das operações compromissadas: principais operações do TN (fluxos acumulados de 2007 a 2015), em % do PIB**



\* Fluxos acumulados até novembro.

**Fonte:** Extraído de BCB (2015a, p. 6)

Em verdade, caso o governo não tivesse disposto de forma ampla do exercício de resgates líquidos de títulos em mercado, o Tesouro teria assumido uma relevante posição líquida contracionista da liquidez, contrapesando, pelo menos em parte, o efeito expansivo sobre a liquidez gerado pelo intenso processo de aquisição de reservas internacionais, realizado em mercado pelo BCB (Pellegrini, 2017a). O TN, assim, teria contribuído para diminuir o ritmo de expansão das operações compromissadas, que chegaram a atingir a impressionante marca de R\$ 1 trilhão em 2016, o equivalente a mais de 17% do PIB.

## 2.4 Considerações finais

A política deliberada de acúmulo de reservas internacionais implementada a partir da segunda metade da década de 2000 ocasionou uma mudança estrutural do balanço da autoridade monetária brasileira, com substancial crescimento dos ativos estrangeiros (Mendes, 2016a). Além da expansão de balanço, aumentou-se significativamente também sua volatilidade, em decorrência da manutenção da utilização do método de marcação a mercado (MaM) sobre todo o crescente estoque dessas reservas. O forte avanço da volatilidade e do volume dessa rubrica dentro do balanço patrimonial do BCB afetou negativamente a perspectiva de solidez do patrimônio líquido desta instituição,

assim como o relacionamento entre o Banco Central e o TN (Carvalho Jr, 2016a). Isso porque, sob as regras de transferência de resultados decorrentes da MP 2.179 de 2001 – criada para um contexto de baixo volume de reservas internacionais – o resultado não realizado – decorrente da marcação a mercado sobre as reservas – é transferido como resultado patrimonial, impactando o PL da autoridade monetária. Dessa forma, aumentou-se significativamente o risco de deterioração do patrimônio líquido do BCB (Carvalho Jr, 2016a; De Conti, 2016; Mendes, 2016a).

Outro desafio decorrente da política de forte composição de reservas internacionais foi a crescente necessidade de acesso adequado a títulos públicos para fazer frente ao crescimento das operações de esterilização, dado o aumento estrutural de liquidez, no bojo do acúmulo desses ativos em moeda estrangeira. Com objetivo de utilizar majoritariamente de operações compromissadas (compromisso de recompra) para enxugar a liquidez sobressalente, e impossibilitado de emitir títulos próprios devido à vedação imposta pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o BCB se viu com a necessidade de maior acesso a títulos de emissão do TN, com a finalidade de colateralizar estas operações (Carvalho Jr, 2016a; De Conti, 2016; Pellegrini, 2017a).

A principal resposta institucional a esses desafios adveio com o mecanismo de equalização cambial, previsto na Lei 11.803 de 2008 – criada para lidar com o novo contexto de elevado estoque de reservas internacionais. Pelo mecanismo, os resultados cambiais – que são determinados, grosso modo, pela soma dos valores em *swap* cambial e de marcação a mercado – passaram a ser – se positivos – transferidos em dinheiro, do BCB ao TN, aumentando as disponibilidades de recursos na CUTN. Em contrapartida, em caso de resultado cambial negativo, o TN passou a ser obrigado a capitalizar o BCB com títulos públicos emitidos diretamente à autoridade monetária para cobrir o prejuízo das operações cambiais, sem qualquer contrapartida financeira para o Tesouro. Com efeito, o mecanismo de equalização cambial, ao retirar o resultado cambial de ser lançado no patrimônio líquido, preservou o PL de sofrer uma tendência à fragilização contábil, transferindo ao TN diretamente e na íntegra o resultado cambial – volátil e potencialmente de grande magnitude (Carvalho Jr, 2016a; Mendes, 2016a).

A solução apresentada não criou, assim, nenhum meio de suavização dos fluxos ou de constituição de reservas adequadas ao risco das operações cambiais, opondo-se às melhores práticas internacionais (Archer e Moser-Boehm, 2013; Bunea et al., 2016). Com isso, os fluxos de títulos e dinheiro entre o BCB e o TN foram significativamente potencializados, evidenciando que o mecanismo de equalização cambial, embora tenha

protegido contabilmente o PL da autoridade monetária, deteriorou substancialmente o relacionamento entre o Banco Central e o TN (Carvalho Jr, 2016a; Mendes, 2016a).

Outrossim, foi visto que os resultados dos *swaps* cambiais e da marcação a mercado possuem sinais contrários e que o estoque de reservas internacionais é persistentemente superior ao de *swaps*. Constatou-se, assim, que o resultado cambial transferido é de origem não realizada, na sua totalidade. Desse modo, portanto, nem deveria ser transferível ao TN. Existe ainda outro agravante, o mecanismo de equalização cambial confunde resultados cambiais realizados e não realizados, apresentando apenas o resultado líquido (não realizado) entre eles; embora ambos retratem distintas naturezas e gerem diferentes efeitos econômico e sobre a liquidez em mercado (Queiroz Filho, 2016).

Conforme apontado, o ganho não realizado possui origem puramente contábil. Todavia, ao ser utilizado fora da relação BCB-TN, aumenta a liquidez em mercado, o que *ceteris paribus* pressiona a autoridade monetária a enxugá-la por meio de operações compromissadas (compromisso de recompra) (Queiroz Filho, 2016). Porém, para o implemento dessas operações, consoante visto, o BCB precisa ter acesso suficiente a títulos públicos de emissão do TN, o que por sua vez expande a dívida pública mobiliária federal (DPMF), não em mercado, mas sim, via inchaço da carteira de títulos da autoridade monetária (De Conti, 2016; Mendes, 2016a; Pellegrini, 2017a).

O resultado realizado positivo (negativo), por outro lado, contrai (expande) a liquidez da economia. Desse modo, quando o ganho realizado é utilizado para resgatar dívida pública em mercado, seu efeito final é neutro sobre a liquidez. Não há, assim, pressão aumentativa das operações compromissadas, nem de maior demanda de títulos públicos em carteira da autoridade monetária, já que, neste caso, sem expansão das compromissadas (compromisso de recompra), não há necessidade de maior volume de títulos públicos para servir de colateral dessas operações levadas a cabo pelo BCB. Com isto, o uso de resultado realizado positivo transferido ao TN para resgatar dívida pública em mercado não provoca a substituição de DPMFi em mercado por dívida pública em carteira do BCB (Queiroz Filho, 2016).

O capítulo também apresentou evidências de que, em decorrência do mecanismo de equalização cambial, mais de meio trilhão de reais, em valores correntes, foram transferidos entre 2008 e 2016 do BCB ao TN, como ganho de resultado cambial (não realizado), inchando a CUTN e servindo de base de cálculo para a remuneração desta Conta (BCB, 2015a). Assim, com o acúmulo de reservas internacionais e o advento do

mecanismo de equalização cambial, parte relevante do crescimento do saldo da Conta Única passou a ser direta (fluxo de resultado cambial) ou indiretamente (remuneração de seu estoque) determinada pelos resultados não realizados transferidos pelo BCB ao TN (BCB, 2015a).

Por fim, o capítulo apresentou indícios de que parte expressiva das disponibilidades utilizadas pelo Tesouro para realizar operações de resgate de dívida pública em mercado, entre 2008 e novembro de 2015, foi financiada com recursos não realizados. Observou-se que, ao resgatar títulos públicos em mercado utilizando recursos não realizados, o TN pressionou o mercado com mais liquidez, em um contexto já de excesso estrutural de liquidez decorrente, destacadamente, do intenso processo de aquisição de reservas internacionais. Como efeito, houve a substituição de dívida pública em mercado por operações compromissadas (Mendes, 2016a). Nesse sentido, frisou-se que, se o TN não tivesse adotado a estratégia de resgate de títulos em mercado, teria colaborado com o BCB no controle da liquidez, diminuindo o avanço expressivo das compromissadas no período em tela (Pellegrini, 2017a).

### Capítulo 3

## O MECANISMO DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL E O ENTRELACAMENTO CAMBIAL – FISCAL – FINANCEIRO

O presente capítulo se divide em duas grandes seções. A primeira trata de como o mecanismo de equalização cambial direta ou indiretamente flexibilizou as condições para o atendimento formal de uma das principais regras fiscais brasileiras<sup>23</sup>, a Regra de Ouro<sup>24</sup>. São apresentadas evidências de que o elevado volume de receitas financeiras<sup>25</sup> – substancialmente majorado com o advento do mecanismo de equalização cambial – tem sido utilizado fartamente para financiar tanto despesas correntes, como também, inversões financeiras e resgate de dívida pública em mercado; o que, por sua vez, vem possibilitando o cumprimento formal da Regra de Ouro, mesmo em um ambiente de elevados déficits primário e corrente, crescimento do endividamento público e baixo investimento estatal (Afonso, 2018; Couri et al. 2018).

A segunda seção, por sua vez, dedica-se a analisar como o mecanismo de equalização cambial foi fundamental para tornar possível a estratégia adotada para viabilizar o forte processo de capitalização das instituições financeiras federais (IFF), entre 2008 e 2014, destacadamente o BNDES. A engenharia financeira empreendida possibilitou a transferência de centenas de bilhões de reais do saldo da CUTN para o BNDES, por fora do orçamento, sem impacto sobre o resultado primário (considerado o principal indicador de resultado fiscal) e com efeito estático nulo sobre a DLSP (principal indicador de dívida pública utilizado à época) (Afonso, 2011; Carvalho Jr, 2016b).

Com a operação, o banco de desenvolvimento aumentou significativamente sua carteira de empréstimos, assumindo maior protagonismo decorrentes da ação anticíclica doméstica (em meio à grave crise financeira internacional) e da posterior perspectiva de impulsionar a taxa de investimento da economia brasileira. Como efeito, cresceram abruptamente o passivo do Banco com o TN e os subsídios implícitos e explícitos das

---

<sup>23</sup> Para uma análise concisa sobre as regras fiscais brasileiras, ler IFI (2018). Para um estudo com comparativo internacional, ler Gobetti (2014).

<sup>24</sup> De acordo com o art. 167, III, da CF/88, é vedada a realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais, com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo, por maioria absoluta. Destaca-se, ainda, que o não atendimento à Regra de Ouro importa em crime de responsabilidade a ser respondido pelas autoridades que lhe deram causa, conforme a Lei 1.079 de 1950.

<sup>25</sup> Para a distinção conceitual entre receita (despesa) financeira e primária, ver nota 18, da p. 62.

operações do BNDES, com correspondente aumento não negligenciável do custo fiscal (Gobetti e Schettini, 2010; Arantes e Biasoto Jr, 2017).

Ao final da segunda seção, busca-se compreender como o BNDES vem sendo descapitalizado desde 2015, a despeito da severa recessão econômica de 2015/16. Nesse sentido, é demonstrado como a devolução antecipada de recursos do BNDES ao TN (contabilizados como receita financeira, e que já somaram R\$ 309 bilhões de 2015 a 2018) tem sido forçada pelo governo federal para que este possa cumprir formalmente a Regra de Ouro, reduzindo a capacidade de financiamento presente e futura do banco estatal (Afonso e Ribeiro, 2017; Afonso, 2018).

### **3.1 DO MECANISMO DE EQUALIZAÇÃO CAMBIAL AO CUMPRIMENTO FORMAL DA REGRA DE OURO**

A Regra de Ouro brasileira é uma regra fiscal com disposição constitucional (art. 167, inciso III) que proíbe os governos de cada um dos entes federativos (União, Estados, Distrito Federal e Municípios)<sup>26</sup> de realizar operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital<sup>27</sup>. Ao assim determinar, busca-se evitar que os entes se endividem para pagar despesas correntes, como por exemplo salários de servidores, despesas administrativas, pagamento real de juros<sup>28</sup>, entre outras. De acordo com Carvalho Jr (2018a):

As despesas correntes são recursos que “migram” do patrimônio do setor público para os cofres alheios, tais como os gastos com pessoal, a manutenção da máquina pública e o pagamento dos juros. A principal característica desse dispêndio está no fato de que, ao incorrê-las, o setor público, em contrapartida, não recebe qualquer patrimônio, bem como não diminui o saldo de obrigações junto a terceiros.

Em âmbito internacional é comum países utilizarem normas orçamentárias derivadas da lógica da Regra de Ouro (Gobetti, 2014). O pressuposto básico,

<sup>26</sup> Apesar de a Regra de Ouro valer para a União, Estados, Municípios e o Distrito Federal, a atual preocupação quanto a seu possível descumprimento recai sobre a União, uma vez que os demais entes são proibidos de emitir títulos públicos (restrição à capacidade de obtenção de receita de capital), desde a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Ademais, muitos entes subnacionais realizam significativas despesas com pagamento da parcela de suas dívidas renegociadas com a União, que, por serem classificadas como despesa de capital, aumentam o espaço para cumprimento da Regra de Ouro para tais entes.

<sup>27</sup> O dispositivo apresenta uma exceção caso “essas operações sejam autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa e aprovadas pelo Poder Legislativo, por maioria absoluta”. Ademais, nota-se que o conceito de despesa de capital aplicado à Regra de Ouro brasileira compreende: i) investimento público; ii) despesas primárias de capital; iii) despesas financeiras de capital; iv) amortização da dívida pública; e, v) atualização monetária incidente sobre o principal da dívida pública.

<sup>28</sup> Considera-se, para o cômputo da Regra de Ouro, o gasto real de juros medido pelo regime de caixa. Diferente, portanto, do gasto com juros “abaixo da linha” (divulgado pelo BCB), o qual se dá pelo regime de competência e em termos nominais (Couri et al., 2018).

originalmente defendido por Keynes, é o da segmentação do orçamento público em duas partes: i) orçamento corrente e ii) orçamento de capital (Lopreato, 2013; Gobetti, 2014; Pires, 2018). Em que o primeiro deve se encontrar equilibrado – ou superavitário – ao longo do tempo, evitando assim sua trajetória explosiva no longo prazo. Por outro lado, o orçamento de capital deve ser marcado por maior flexibilidade, condição vista como necessária para se afastar de estrangulamentos a investimentos ciclicamente estabilizadores e geradores de ativos estatais, os quais possibilitam benefícios diversos sobre a dinâmica econômica e o bem-estar público (Gobetti, 2014, p. 13).

A Regra de Ouro, na verdade, apresenta um pressuposto de que o descontrole intertemporal das despesas correntes comprime o espaço fiscal para investimentos e resulta em desarranjo macroeconômico, com consequências nefastas sobre a inflação, o nível de investimento e os juros, além do crescimento sistemático do endividamento público para cobrir o persistente déficit corrente (Couri et al., 2018; Pires, 2018). Por esses motivos, as despesas correntes devem ser mais rigorosamente controladas, quando comparadas às despesas de capital.

Frisa-se que, apesar de haver a distinção entre orçamento corrente e de capital, não existe, em regra, um vínculo direto entre as despesas (usos) e suas fontes de recursos, caso a caso. Não há, portanto, impedimento para uma determinada operação de crédito (fonte) ser destinada para o financiamento de alguma despesa corrente (uso). Na verdade, o que deve ser garantido é que a necessidade total de financiamento seja menor ou igual às despesas de capital quando da elaboração do orçamento anual e ao final do exercício financeiro – quando o cumprimento da referida regra pode ser verificado (STN, 2017a).

Um ponto de destaque é que a Regra de Ouro adotada no Brasil se distancia da configuração tradicional apresentada na literatura ou nas experiências internacionais<sup>29</sup> (Gobetti, 2014; Couri et al, 2018; Pires, 2018). Destacam-se, no caso brasileiro, a adoção de um conceito muito mais amplo do que se denomina despesas de capital e o relevante peso apresentado pelas receitas financeiras dentro do orçamento. No último ponto, em especial após o surgimento do mecanismo de equalização cambial (STN, 2017a; Couri et al. 2018).

No caso brasileiro, em vez de a despesa de capital representar apenas, ou em sua maior parte, os investimentos públicos – o que permitiria melhor aderência à lógica intrínseca do orçamento de capital –, ocorre também a inclusão das inversões financeiras.

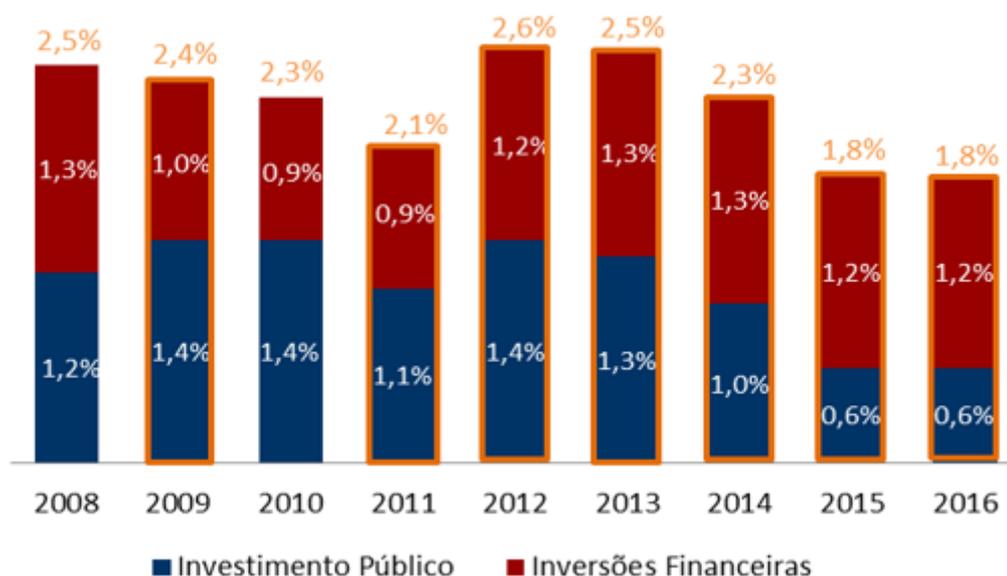
---

<sup>29</sup> Para uma análise pormenorizada da literatura e das experiências internacionais sobre a adoção da Regra de Ouro, ler Gobetti (2014).

Rubrica com elevado peso nas despesas de capital, que pode apresentar natureza ou primária<sup>30</sup> (despesa primária) ou financeira (despesa financeira). Em relação às despesas financeiras, podem ser representadas, por exemplo, pelo financiamento concedido no âmbito do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) ou, entre outros, o fornecido por meio de fundos regionais de desenvolvimento (Couri et al, 2018, p. 20).

Conforme observado no Gráfico 9, nota-se que, na Regra adotada no Brasil, a dimensão relativa dos gastos com inversões financeiras no total da despesa de capital é historicamente elevada, e vem assumindo trajetória crescente nos últimos anos, ao passar, segundo estudo de Couri et al. (2018), de 48%, entre 2005 e 2013, para 63%, de 2014 a 2017. Dessa forma, como inversão financeira é uma espécie de despesa de capital, seu dispêndio vem possibilitando um volume de operações de crédito em magnitude muito superior ao respectivo montante de investimento público, tornando possível, assim, a expansão do déficit corrente sem colocar em xeque o cumprimento da Regra de Ouro, no formato adotado no Brasil.

**Gráfico 9 – Investimento público e inversões financeiras da União (% PIB)**

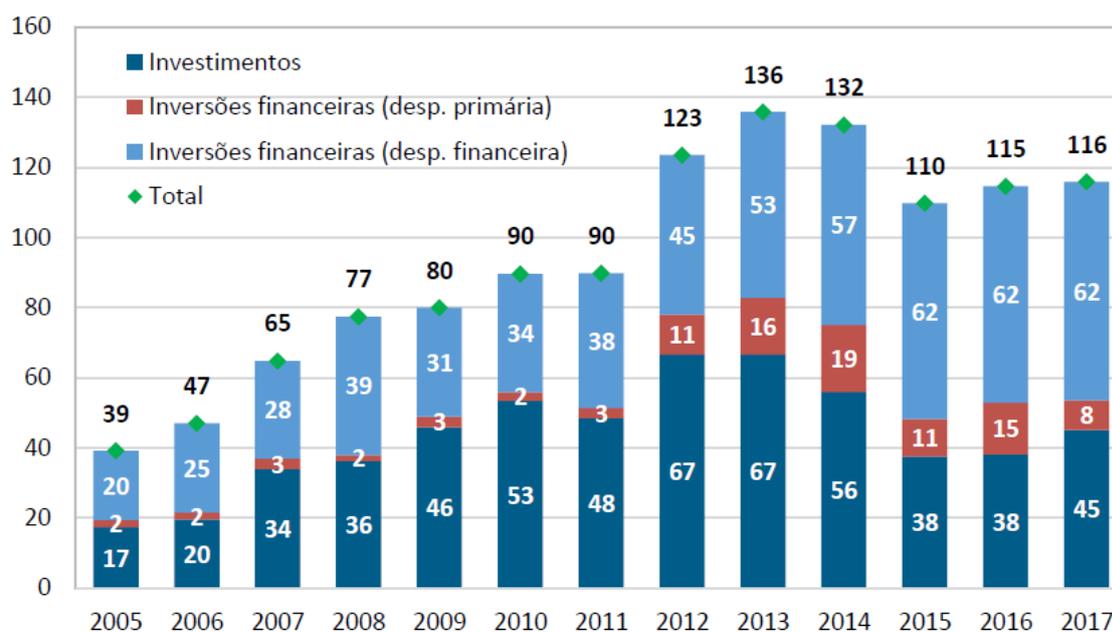


Fonte: STN (2017a). Elaboração própria.

<sup>30</sup> De acordo com Couri et al. (2018), a contabilidade pública brasileira considera como Despesas Primárias registradas como “inversões financeiras” uma pequena parte do Grupo de Natureza de Despesa 5 – GND5. Os autores citam como exemplo, “as despesas com aquisições de imóveis, aumento de participações no capital de empresas públicas (Companhias Docas, EMBRAPPII, TELEBRÁS, ELETROBRÁS etc.) e integralização de cotas a fundos de organismos multilaterais ou públicos (por exemplo, no Fundo de Arrendamento Residencial que operacionaliza linhas de crédito do Programa Minha Casa, Minha Vida)” (Couri et al., 2018, p. 13).

Caso as inversões financeiras fossem financiadas predominantemente por despesas primárias, haveria aumento concomitante das despesas de capital (também compostas por inversões financeiras) e das despesas correntes (também compostas por despesas primárias). Entretanto, não é isso o observado. De acordo com o estudo de Couri et al. (2018, p. 20) – com dados obtidos do Siga Brasil – aproximadamente 90% do gasto total com inversões, de 2005 a 2017, possuiu origem no componente financeiro. Não foram, portanto, de natureza primária. Significa, assim, que parte relevante das inversões (despesa de capital) não é financiada nem com despesas primárias e nem com operações de crédito, mas sim, por meio de recursos obtidos de receitas financeiras, conforme pode ser observado no Gráfico 10.

**Gráfico 10 – Evolução dos componentes da despesa de capital**  
(em R\$ bilhões a preços correntes)



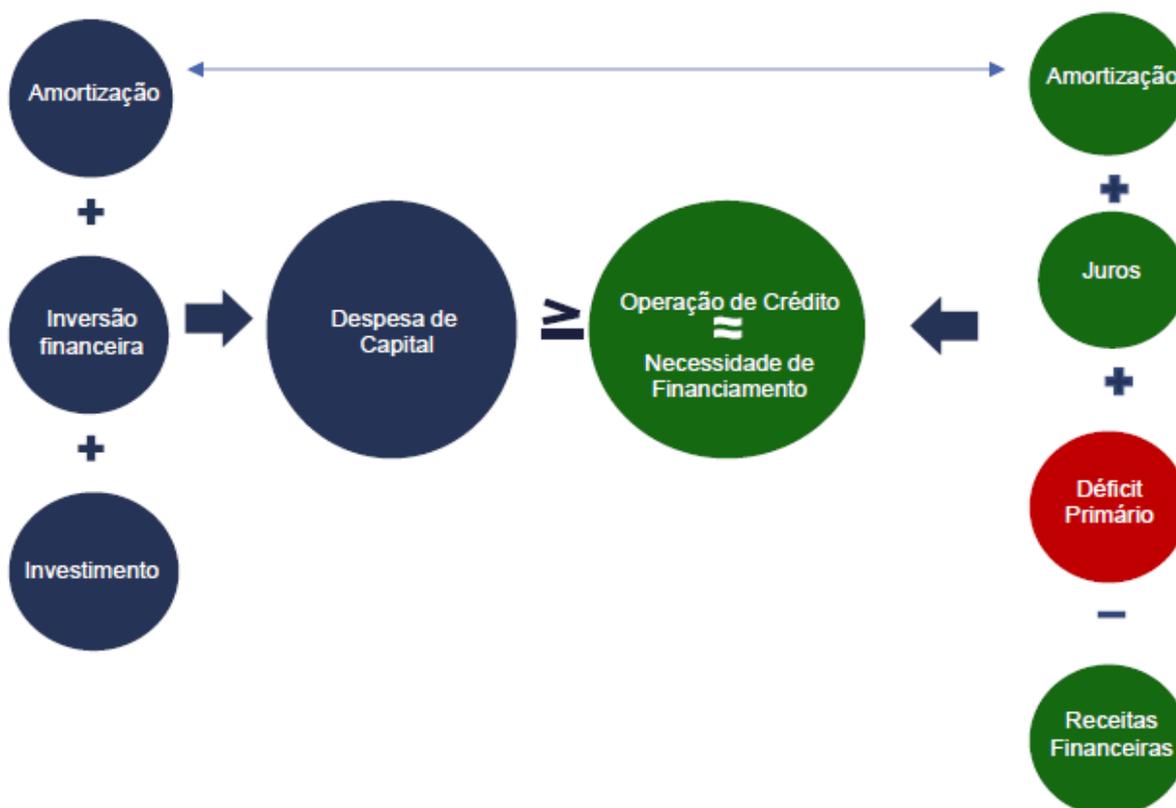
**Fonte:** Siga Brasil. Elaborado por Couri et al. (2018).

Dessa forma, tudo o mais constante, quanto maior o volume de inversões financeiras (despesa de capital) financiado com receitas financeiras, maiores também serão as possibilidades de coadunar déficit corrente financiado com expansão da dívida pública mobiliária federal (DPMF), sem violar a Regra de Ouro brasileira. Conforme observado na Figura 8, se a receita financeira for muito expressiva, ela pode ainda ser mais que suficiente para fazer frente às inversões financeiras, passando a financiar diretamente, também, a expansão de parte das despesas correntes. Neste caso, a depender

do montante, pode haver déficit primário sem a necessidade direta de elevação da DPMF em mercado, para financiá-lo.

No limite, a existência de expressivos resultados de inversões financeiras (despesas de capital) e de receitas financeiras (não primárias) torna viável o cumprimento formal da Regra de Ouro mesmo diante um regime que coaduna baixa taxa de investimento público (espécie de despesa de capital), com forte crescimento da DPMF e déficits primários (espécie de despesa corrente) significativos (Couri et al., 2018).

**Figura 8 – Modelo da Regra de Ouro aplicada no Brasil**



**Fonte:** STN (2017a)

O limite será dado pela dimensão das receitas financeiras, que, como visto, além de poderem ser utilizadas para financiar parte expressiva das inversões financeiras (pois estas abrem espaço legal para maior emissão de DPMF, por serem despesas de capital), podem também ser utilizadas para cobrir despesas correntes. Evidencia-se, assim, a pouca efetividade dessa regra fiscal aplicada no Brasil, em relação a seu objetivo inicial, qual seja: evitar o endividamento público para financiar despesas correntes – controle tido como essencial para tornar possível um maior espaço fiscal (inclusive por endividamento) que vise financiar investimentos públicos e a atuação anticíclica do Estado.

Nesse sentido, pode-se afirmar que a Regra de Ouro brasileira possui elevado grau de flexibilidade quanto às condições de seu cumprimento formal, não sendo o equilíbrio do orçamento corrente<sup>31</sup> de *facto* uma exigência para sua realização. Na verdade, há um teto para o déficit corrente, que depende do volume de receitas e despesas financeiras da União, sendo que esse teto tem sido persistentemente elevado ao longo dos anos (Couri et al., 2018, p. 16).

Nota-se, ainda, que parte substancial das receitas financeiras é gerada no relacionamento dentro do próprio setor público, particularmente do TN com o BCB e o BNDES; e da União com os outros entes federativos. Não obstante, nos últimos anos foram quatro as suas principais fontes:

1. Transferências do resultado positivo (operacional e, sobretudo, cambial) do BCB ao TN;
2. Remuneração da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN);
3. Retorno de operações de refinanciamento, em especial as devoluções de recursos do BNDES;
4. Recebimento de juros e amortizações dos Estados e Municípios<sup>32</sup>

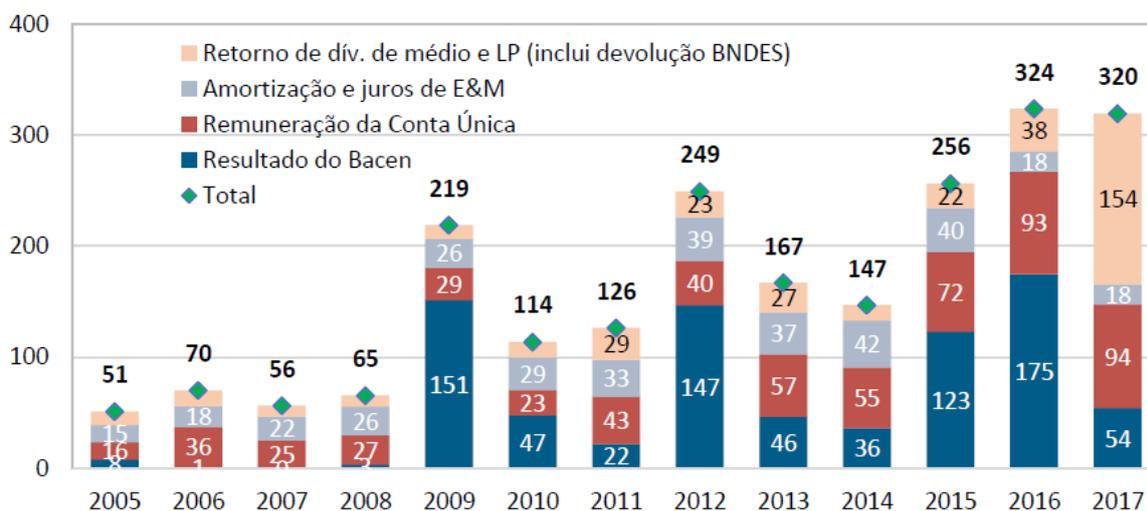
---

<sup>31</sup> A flexibilidade aqui apontada se refere ao amplo conceito de despesas de capital e ao elevado volume de receitas financeiras, os quais na prática tornam a regra mais facilmente cumprível do ponto de vista formal, embora se mostre pouco efetiva para o atendimento do objetivo de viabilizar a expansão sustentada do investimento público e o resultado corrente controlado ao longo do tempo.

A regra brasileira, entretanto, é altamente pró-cíclica, ao não considerar cláusulas de escape bem definidas e que sejam aplicadas em situações de comprovada crise econômica grave (Gobetti, 2014, p. 11). Cumpre observar que a evolução recente das regras fiscais em âmbito internacional, inclusive da Regra de Ouro, aponta no sentido de se evitar o caráter eminentemente pró-cíclico. Segundo Gobetti (2014, p. 11), “a experiência da UE [*União Europeia*], em geral, e do Reino Unido, em particular, bem como de outros países, como Chile e Suíça, também aponta nessa direção: a nova geração de regras fiscais tem sido delineada de modo que os resultados fiscais podem variar durante o ciclo econômico, conquanto no médio prazo, as metas – de balanço (total ou corrente) equilibrado e dívida abaixo dos limites – sejam obedecidas”. Para além do caráter pró-cíclico, a regra brasileira também não leva em consideração um problema estrutural de nossa economia: o elevado volume de juros reais pagos anualmente, pela União. Os gastos com essa rubrica são histórica e estruturalmente elevados, o que demandaria, na ausência total de receitas financeiras, taxas draconianas de superávit primário para não gerar déficit corrente (Couri et al., 2018; Pires, 2018).

<sup>32</sup> De acordo com SOF (2012): “fonte 73 – Recursos das Operações Oficiais de Crédito – Retorno de Operações de Crédito – Estados e Municípios. Fonte composta pelos recursos provenientes do retorno de financiamentos concedidos a Estados e Municípios, no âmbito do programa de reescalonamento, pela União, de dívidas internas e externas das administrações direta e indireta dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios”. Os recursos recebidos, por essa fonte, pelo Tesouro Nacional, serão destinados exclusivamente ao pagamento da dívida pública (são, portanto, vinculados). O pagamento de juros e amortizações dos Estados e Municípios à União foi inicialmente definido no contexto da renegociação da dívida dos entes subnacionais e de sua federalização ao longo dos anos 1990 e início de 2000. Para melhor entendimento sobre esse processo, ler Lopreato (2000; 2002; 2004). Em período mais recente, aconteceram novas rodadas de renegociação da dívida dos Estados e do Distrito Federal, resultando na aprovação da Lei Complementar nº 156 de 2016 (Mendes, 2016c). Segundo STN (2017b, p. 16), parte expressiva da queda dos valores de serviço da dívida pagos a partir de 2016 pelos entes ao TN se deveu à renegociação no bojo dessa lei complementar.

**Gráfico 11 – Evolução das principais receitas financeiras (em bilhões a preços correntes)**



Fonte: Siga Brasil. Elaborado por Couri et al. (2018).

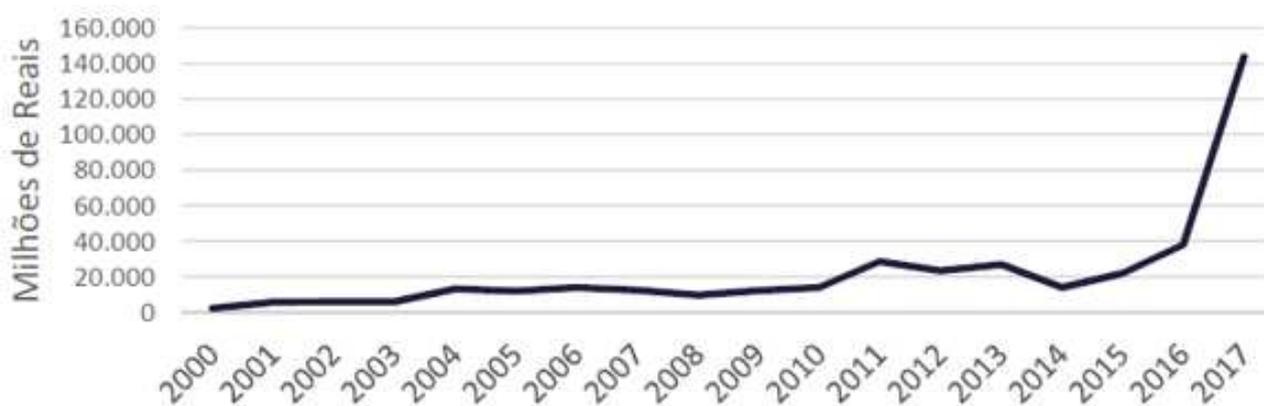
Conforme observado no Gráfico 11, houve uma mudança significativa na dimensão, na volatilidade e na fonte da receita financeira a partir de 2009. De 2005 a 2008 o volume médio de receita financeira foi de R\$ 60,5 bilhões, sendo o maior valor apresentado em 2006 (R\$ 70 bilhões). Mesmo assim, muito inferior, por exemplo, à receita financeira de 2009 (R\$ 219 bilhões) ou à média do período entre 2009 a 2017 (R\$ 213,6 bilhões). Como explicar tamanha diferença?

O expressivo aumento da receita financeira a partir de 2009 apresenta estreita relação com o advento do mecanismo de equalização cambial, que promove, sob desvalorização cambial, enormes fluxos monetários do BCB para a CUTN. A mudança é tamanha que, enquanto a contribuição do resultado do BCB para a receita financeira de 2005 a 2008 foi ínfima, a partir de 2009 passa a ser, em vários anos, seu principal fator de geração.

Percebe-se, inclusive, a volatilidade dessa fonte como receita, já que o TN somente recebe transferência de equalização cambial quando semestralmente se registra desvalorização do real, sendo a dimensão da receita financeira dependente também da magnitude dessa desvalorização. Dada a imprevisibilidade desses fatores, essa relação também evidencia a fragilidade de se depender do resultado do BCB para se cumprir a Regra de Ouro (Pinto et al, 2017).

Tal imprevisibilidade pode ser notada, por exemplo, observando-se a diferença entre a receita cambial estimada e a efetiva<sup>33</sup>. De acordo com o Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)<sup>34</sup>, quando da elaboração da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2017, a previsão inicial de arrecadação com o resultado cambial do BCB foi da ordem de R\$ 195 bilhões, muito superior aos R\$ 54 bilhões, apontados pelo estudo de Couri et al. (2018), que efetivamente entraram como receita financeira. Não por menos o governo pressionou o BNDES para antecipar a devolução dos recursos captados juntos ao TN<sup>35</sup>. Esse é o principal fator de explicação por trás dos R\$ 154 bilhões<sup>36</sup> de receita financeira atípica (retorno de dívida de médio e longo prazos) que em 2017 foram utilizados (vide Gráfico 12) pelo TN para viabilizar o cumprimento formal da Regra de Ouro, já que mesmo com a devolução a margem efetiva de cumprimento da Regra em 2017 foi de apenas R\$ 29 bilhões (STN, 2018b).

**Gráfico 12 – Pagamento de despesas de dívida com retorno de empréstimos concedidos a IFF**



Fonte: STN (2017a).

<sup>33</sup> Pinto et al (2017) criticam os substanciais riscos orçamentário, financeiro e fiscal advindos da grande imprevisibilidade do resultado cambial, que a depender do movimento do dólar pode ocasionar ora um ganho substancial de recursos para o Tesouro, ora um prejuízo de grande magnitude para o BCB. Nesse sentido, seguem os autores: “[...] há riscos pouco elucidativos e mal avaliados na eventual frustração dos saldos positivos do BC que já tenham sido, porventura, considerados pelo Tesouro na estimativa da receita da LOA, assim como inegavelmente são passivos contingentes os elevados custos fiscais dos resultados negativos, por vezes, impostos pela política cambial, creditícia e monetária conduzidas por aquela autarquia [BCB]”

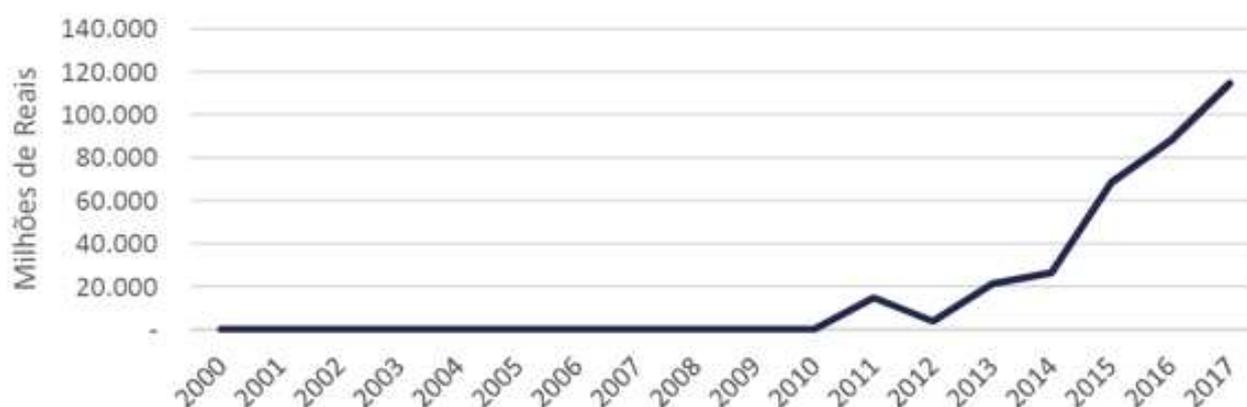
<sup>34</sup>RREO de dezembro de 2017. Acesso em: <https://bit.ly/2EB30jP>

<sup>35</sup> Cabe aqui uma observação relevante. De acordo com a Resolução nº 48 de 2007, do Senado Federal, as emissões da DPMFi realizadas no contexto de gestão da dívida pública (para provimento do chamado “colchão de liquidez”) somente são consideradas como operação de crédito no exercício financeiro respectivo à despesa realizada (orçada) com tais recursos. O mesmo vale para a devolução antecipada de recursos do BNDES. Estes somente serão computados como receita financeira no exercício financeiro que são realmente utilizados.

O volume de receitas financeiras oriundas da remuneração da CUTN também cresceu, notadamente a partir de 2009. Em grande parte, na verdade, devido ao acúmulo de resultado cambial transferido pelo BCB. Com o forte inchaço da CUTN, houve o aumento substancial de sua base de remuneração, o que possibilitou maior montante de receitas financeiras para se cumprir a Regra. Segundo BCB (2015a), o acúmulo de resultado (cambial e patrimonial) da autoridade monetária transferido ao TN constituiu a principal fonte de expansão da CUTN, no período de 2006 a novembro de 2015, sendo que o próprio acúmulo do saldo de remuneração da Conta Única – não utilizado no ano de entrada para fazer frente a despesas e que passou a constituir o superávit financeiro ao término do exercício – se mostrou relevante como base de incidência dos juros que remuneram a CUTN.

De acordo com STN (2017a), a partir de 2012 e, em especial após 2014, essa fonte que “antes era destinada para a dívida, passou a ser alocada para outros gastos, sobretudo despesas correntes” (STN, 2017a, p. 9). Em 2017, por exemplo, aproximadamente R\$ 120 bilhões da remuneração da conta única foram utilizados para pagar despesas correntes e contribuir para o cumprimento da Regra de Ouro, conforme observado no Gráfico 13.

**Gráfico 13 – Pagamento de despesas correntes com recursos da remuneração da CUTN**



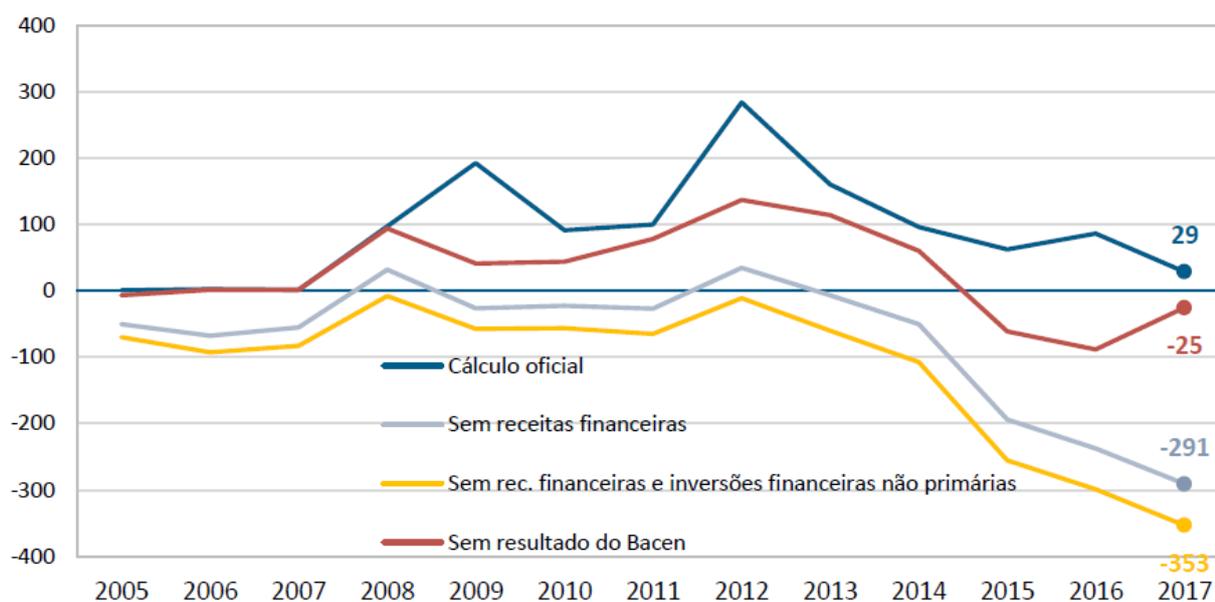
**Fonte:** STN (2017a).

Cumprir notar que existe um incentivo não negligenciável em se utilizar recursos da remuneração da CUTN (fonte 188 – remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional) para gastos correntes, visto que, além da elevada disponibilidade de fundos, essa fonte é uma das poucas que não possuem vínculo obrigatório quanto a seu uso (Guardia, 2016; STN, 2018c). Como já discutido, aproximadamente 90% dos recursos

primários são vinculados, legal ou constitucionalmente, a determinados usos (De Conti, 2016; Guardia, 2016), o que retira graus de liberdade para a autoridade fiscal alocar tais recursos (fontes) a destinos de sua preferência. Tal fato é de especial relevância quando se considera a elevada dificuldade para cortar determinadas (e crescentes) despesas obrigatórias do orçamento (Gobetti, 2014, p. 42; Gobetti, 2015; STN, 2018c). Nesse sentido, os recursos da remuneração da CUTN – que são de destinação livre – tornam-se opção disponível (inclusive as disponibilidades decorrentes da remuneração do saldo acumulado dos recursos não realizados transferidos do BCB ao TN, ao longo do tempo) e passam a ser utilizados para arcar com despesas diversas, inclusive, como visto, aquelas correntes, de caráter obrigatório (STN, 2017a).

Como efeito, o que se observa é que a Regra de Ouro vem sendo cumprida somente devido a essas receitas financeiras, as quais tornam possível – em meio a um contexto de deterioração do resultado primário e substancial gasto com juros real – a realização de novas e expressivas operações de crédito (Pires, 2018). Esse processo é viabilizado, sobretudo, pelas inversões financeiras (espécie de despesa de capital) não primárias (pagas com receitas financeiras) (Couri et al., 2018). Verifica-se, ainda, que essa dependência cresceu significativamente a partir de 2012, mas, principalmente, com o aprofundamento da deterioração fiscal a partir de 2014, quando o resultado primário se tornou negativo (e em valores expressivos) e houve importante queda do investimento público (STN, 2017a, p. 10; Couri et al., 2018).

**Gráfico 14 – Cálculos alternativos para a evolução da margem de cumprimento da Regra de Ouro (em R\$ bilhões a preços correntes)**



Fonte: Siga Brasil. Elaborado por Couri et al. (2018).

Registre-se, ainda, que – segundo observado no Gráfico 14 – a relevância dos fluxos de ganhos cambiais dos resultados do BCB é tamanha que, caso se desconsidere esta fonte de receitas financeiras, a Regra de Ouro estaria sendo infringida desde 2015. Ademais, caso se desconsidere as receitas financeiras e as inversões financeiras não primárias, o resultado seria ainda pior: em toda a série histórica, iniciada em 2005, a Regra de Ouro estaria sendo descumprida, com destaque a partir de 2012, com a crescente e profunda deterioração da margem de cumprimento desta regra.

Ou seja, o atendimento formal à Regra de Ouro vem dependendo, especialmente, a partir do mecanismo de equalização cambial, do resultado não realizado do Banco Central, seja de maneira direta (resultado transferido do BCB) ou indireta (remuneração do elevado saldo da CUTN), o que por sua vez é determinado pelo movimento cambial volátil e em grande parte imprevisível, de difícil estimação tanto no período de elaboração da lei orçamentária quanto ao longo do exercício fiscal.

Cumprir observar, então, que a incapacidade de a Regra de Ouro adotada no Brasil atingir seus objetivos se tornou muito mais evidente no período recente, com o substancial aumento do entrelaçamento cambial-fiscal-creditício do Estado brasileiro, cujo pilar central é o mecanismo de equalização cambial. Como visto, uma das contrafaces dos avolumados recursos não realizados transferidos pelo BCB ao TN foi a expansão do grau de liberdade para o cumprimento formal da Regra de Ouro, que resultou no persistente uso desses recursos em mercado, em especial nos últimos anos, dado o risco de não cumprimento formal dessa regra fiscal. Como consequência desse processo, observou-se o aumento não negligenciável da liquidez a ser enxugada pela autoridade monetária, através de volume cada vez maior de operações compromissadas (compromisso de recompra).

Importa observar que não se consideram – para efeito da Regra de Ouro – os títulos emitidos pelo TN para o BCB, como os decorrentes de pagamento dos resultados negativos de equalização cambial ou as emissões diretas sem contrapartida financeira possibilitadas pela Portaria nº 241/09<sup>37</sup>, do Ministério da Fazenda (STN, 2017a, p. 8). Assim, embora o uso de expressivas receitas financeiras – com significativo impacto monetário em mercado – venha possibilitando o cumprimento da Regra de Ouro, seu

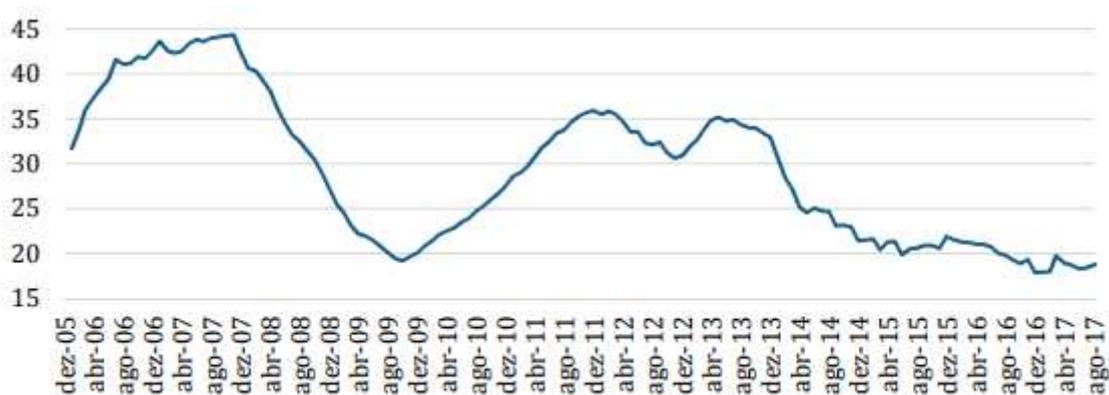
---

<sup>37</sup> A Portaria nº 241 de 2009, do Ministério da Fazenda, determinou que sempre que o volume de títulos livres em carteira do BCB se encontrar abaixo de R\$ 20 bilhões, o TN é obrigado a emitir novos títulos para a autoridade monetária.

efeito tem sido a expansão da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) por outra via, não captada por essa regra fiscal.

Na prática, esse processo ocasiona, ainda, uma deterioração do perfil da dívida pública, uma vez que o prazo médio das operações compromissadas (que são neutras do ponto de vista do cumprimento da Regra de Ouro) é, conforme observado no Gráfico 15, de apenas alguns dias, enquanto o prazo médio dos títulos emitidos em mercado (mas que afetam negativamente o resultado da Regra de Ouro) é contado em anos (Pellegrini, 2017a; STN, 2017a).

**Gráfico 15 – Prazo médio a decorrer das compromissadas (dias úteis – média dos últimos doze meses)**



**Fonte:** BCB. Elaborado por Pellegrini (2017a).

Nota-se ainda que o uso de receita financeira (não primária) para pagamento de despesa primária não altera a posição do resultado primário. Por isso, se as receitas primárias não forem suficientes para fazerem frente às despesas de mesma natureza, mesmo que se utilize de receitas financeiras como fonte de recursos, haverá a constituição de déficit primário. A diferença é que, na ausência ou insuficiência de receitas financeiras, a ocorrência de déficit primário deve ser coberta diretamente pela emissão de dívida pública em mercado, o que por sua vez diminui a margem de cumprimento da Regra de Ouro.

## 3.2 A RELAÇÃO ENTRE O TN E O BNDES: DA CAPITALIZAÇÃO AO CUMPRIMENTO FORMAL DA REGRA DE OURO

### 3.2.1 Resultado de equalização cambial, Conta Única do Tesouro e a capitalização do BNDES

O governo federal implementou uma política de expansão da oferta de crédito pelas instituições financeiras federais<sup>38</sup> (IFF), que se iniciou em meio à grave crise financeira internacional e perdurou até o ano de 2014 (Arantes e Biasoto Jr, 2017). 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 *funding* em mercado, a saída foi a capitalização de recursos junto ao Tesouro Nacional (Carvalho Jr, 2016b). 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).

O caminho para a capitalização ditado pela Constituição Federal (art. 167, II) e pela Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 36) seria o Tesouro obter autorização legislativa para emitir títulos em mercado, captar recursos e capitalizar o BNDES – assim como as demais IFF (Carvalho Jr, 2016b). Neste caso, a operação seria realizada da seguinte maneira:

---

<sup>38</sup> Além do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), as instituições financeiras Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste (BNB) e Banco da Amazônia (BASA) também receberam recursos do Tesouro e foram incentivadas a expandirem o crédito.

- 1) Situação inicial: TN sem recursos para emprestar (ou capitalizar) ao BNDES;
- 2) União deveria obter autorização legislativa (operação orçamentária) para realização de despesa de capital<sup>39</sup> (inversão financeira) financiada por meio de operação de crédito (título emitido em mercado);
- 3) Como resultado, a União teria disponibilidade de caixa, obtida por meio da emissão de títulos em mercado, e a utilizaria para realizar a operação de capitalização do BNDES.

Para Carvalho Jr (2016b), todavia, a viabilidade dessa operação possivelmente se frustraria por alguns motivos: i) o elevado volume de papéis emitidos, em mercado, poderia pressionar significativamente o preço desses títulos e, conseqüentemente, os juros; ii) O sistema bancário brasileiro, que é extremamente concentrado, teria parte expressiva de seus grandes bancos sendo capitalizados (BNDES, BB, Caixa etc.). Quem, então, compraria tamanho volume de títulos?

Afonso (2011) apresenta, ainda, outra justificativa: uma capitalização – seja viabilizada diretamente com recursos de saldo preexistente da CUTN (superávit financeiro), seja por meio de captação via emissão de dívida em mercado – seria computada como uma despesa orçamentária, com forte repercussão negativa no resultado primário e no indicador de dívida líquida do setor público (DLSP). Como resultado, esse mecanismo chocaria diretamente com o interesse do governo de preservar os principais indicadores de resultado fiscal e de endividamento utilizados pelo governo e por analistas de mercado à época.

Vale observar também que o TN já possuía recursos expressivos na CUTN e acesso a relevantes fluxos de receitas financeiras (somente de resultado de equalização cambial, mais de R\$ 390 bilhões foram transferidos ao TN, entre 2008 e 2014, de acordo com os demonstrativos financeiros do BCB). Contudo, os recursos da CUTN são em grande parte vinculados, legal ou constitucionalmente, não se admitindo, portanto, destinação diferente do predeterminado, ainda que em exercício financeiro distinto (art. 8º, parágrafo único, da LRF). Não é diferente quando se observa o resultado de equalização cambial, cujo uso é vinculado ao pagamento de dívida pública (amortização e, após a Lei 11.803/08, também os juros). Desta forma, a utilização direta de recursos da

---

<sup>39</sup> Concessão de empréstimo é classificada como Despesa de Capital (inversão financeira), de acordo com a Lei 4.320 de 1964.

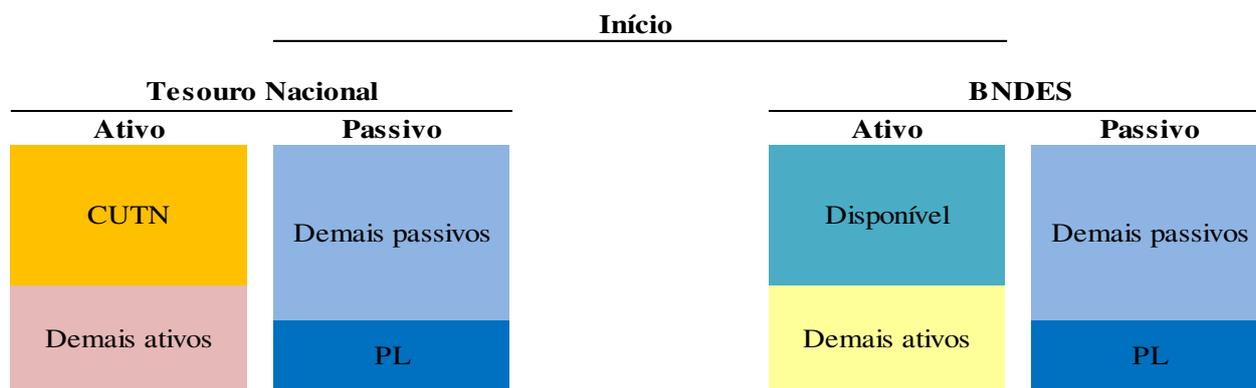
CUTN ou de fluxos de resultados do BCB não era uma opção de fonte imediata para a capitalização dos bancos (Carvalho Jr, 2016b).

O governo decidiu, então, montar uma operação financeira que tornasse possível utilizar indiretamente os fartos recursos da CUTN para capitalizar as IFF. A operação foi estruturada como concessão de empréstimo – de natureza extraorçamentária –, ocasionando, portanto, lançamento simultâneo no passivo (emissão de título) e no ativo da União (empréstimo a receber do BNDES). Segundo Carvalho Jr (2016b), a operação foi realizada da seguinte forma:

- 1) O TN emitiu títulos de dívida, como empréstimo, direto para as IFF;
- 2) A emissão de títulos configurou novo passivo para o TN e a assunção de ativo para as IFF;
- 3) Por ter sido uma operação de crédito, o TN registrou expansão de seu ativo (crédito ao BNDES) e o Banco registrou um passivo em seu balanço (dívida com o TN);
- 4) O TN utilizou fartos recursos de equalização cambial e de saldo da CUTN, vinculados ao pagamento da dívida pública (amortização e juros), para pagar parte expressiva dos títulos emitidos para as IFF;
- 5) O resultado foi a transferência de recursos da CUTN para os bancos públicos.

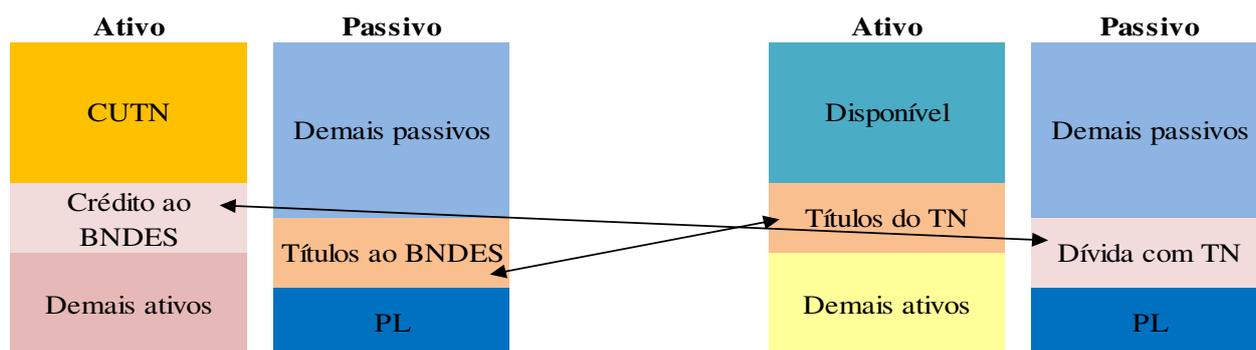
Para melhor entendimento, a operação é detalhada na Figura 9.

**Figura 9 – Operação de capitalização do BNDES pelo TN**



1. TN quer capitalizar BNDES, com elevado volume de recursos;
2. Captação via mercado se mostra inviável;
3. TN possui elevado superávit financeiro acumulado, todavia, majoritariamente vinculado a finalidades diversas, inclusive ao pagamento de dívida pública (ex.: resultado do BCB).

**Capitalização com emissão direta de título público**



1. TN emite elevado volume de títulos públicos (passivo do TN) diretamente para o BNDES (ativo do Banco);
2. BNDES se compromete a pagar futuramente ao TN (dívida com TN).

**Pagamento do título (amortização e juros)**



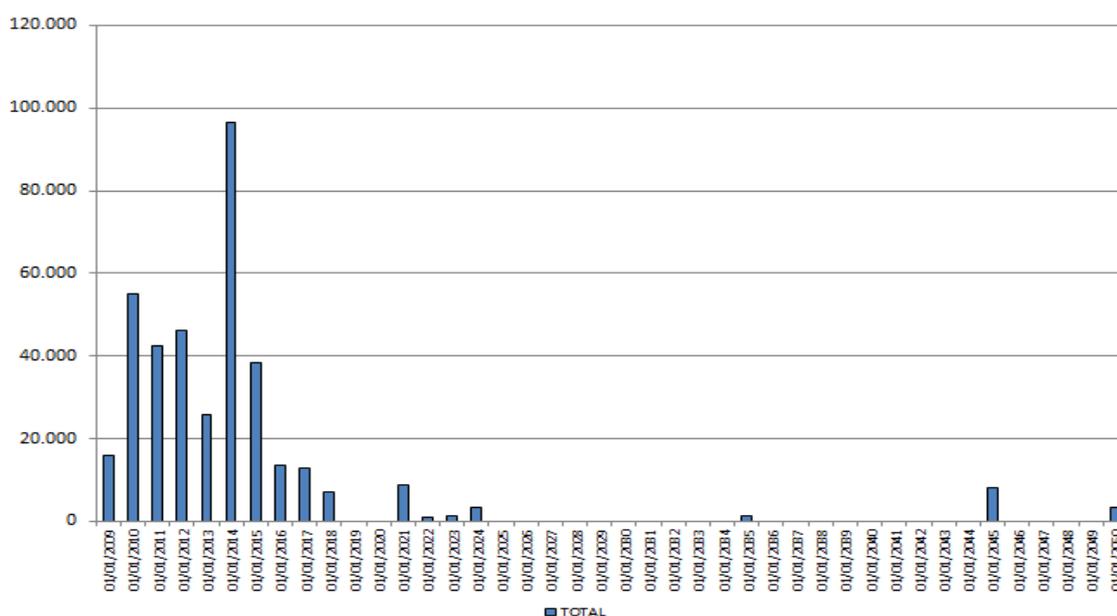
1. TN paga dívida emitida diretamente (amortização e juros) ao BNDES, com recursos disponíveis na CUTN;
2. Saldo da CUTN diminui e a disponibilidade de recursos (ativo do BNDES) aumenta.

Em consonância com o exposto, Afonso (2011, p. 130) afirma que o governo federal:

[...] acabou decidindo lançar mão de um expediente inusitado para transferir recursos do Tesouro para bancos oficiais: se endividou, emitiu títulos e transferiu os próprios títulos para as instituições, a título de concessão extraordinária de empréstimo. Ainda que o total de crédito tenha sido autorizado e regulado em ato legal, não foram incluídas dotações específicas no orçamento fiscal para tal finalidade, sob alegação de que não havia repasse de dinheiro mas sim uma mera transferência de ativo ou títulos.

Cabe aqui uma observação relevante: caso o TN emitisse títulos longos e o BNDES precisasse de recursos em prazo menor, o Banco deveria vender tais títulos no mercado secundário. Ao se ter em vista o volume financeiro expressivo para viabilizar essa operação, provavelmente não seria essa uma opção razoável. O TN, então, emitiu títulos majoritariamente de prazos mais curtos (Gráfico 16), pagando tanto parte relevante da amortização quanto elevados juros ao BNDES, em pequeno espaço temporal.

**Gráfico 16 – Vencimento dos títulos emitidos diretamente ao BNDES**



**Fonte:** Carvalho Jr (2016b). Elaborado a partir de dados da STN.

Com a emissão direta de títulos de prazos menos elásticos, percebe-se que o TN tornou viável a capitalização do BNDES sem que houvesse a necessidade de transação volumosa de títulos públicos em mercado. Ou seja, não houve a necessidade nem de se emitir títulos do TN (mercado primário) para levantar recursos para emprestar ao BNDES, nem de relevante venda no mercado secundário dos títulos repassados pelo TN e disponíveis em carteira do banco de desenvolvimento.

Ao mesmo tempo, como o TN emitiu títulos (no caso, diretamente para o BNDES), ele pôde utilizar formalmente de vastos recursos em saldo da CUTN (superávit financeiro) e/ou de receitas financeiras correntes de resultado do BCB, cujas vinculações exigiam que fossem dispostas para pagamento de amortização e/ou juros da dívida pública. A operação realizada, portanto, abriu espaço para a capitalização das IFF – com destaque ao BNDES – com os recursos (não realizados) gerados por meio do mecanismo de equalização cambial de maneira direta ou, indiretamente, através da remuneração de seu fluxo acumulado, sem afetar o resultado primário e, estaticamente, a DLSP.

Entre 2009 e 2014 diversas leis<sup>40</sup> e Portarias foram editadas para viabilizar os sucessivos aportes de capital para as IFF. De acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), dos R\$ 291 bilhões em títulos públicos emitidos diretamente às IFF, aproximadamente R\$ 266 bilhões foram para o BNDES – valor correspondente a mais de 90% do aporte total às instituições financeiras.

**Tabela 2 – Volume financeiro dos títulos emitidos diretamente às IFF pelo TN**

Portaria STN	Instituição Financeira	Aporte em R\$ bilhões	Portaria STN	Instituição Financeira	Aporte em R\$ bilhões
nº 20 de 2009	BNDES	5,0	nº 631 de 2012	BNDES	20,0
nº 230 de 2010	BNDES	74,2	nº 263 de 2013	BNDES	2,0
nº 262 de 2010	BNDES	5,8	nº 375 de 2013	CEF	3,0
nº 550 de 2010	BNDES	24,8	nº 374 de 2013	BNDES	15,0
nº 705 de 2010	BNB	1,0	nº 376 de 2013	CEF	5,0
nº 168 de 2011	BNDES	5,2	nº 673 de 2013	BNDES	24,0
nº 395 de 2011	BNDES	30,0	nº 362 de 2014	BNDES	30,0
nº 592 de 2012	CEF	6,8	nº 707 de 2014	BASA	1,0
nº 591 de 2012	BB	8,1	nº 716 de 2014	BNDES	30,0

**Fonte:** STN<sup>41</sup>. Elaboração própria.

Contudo, o volume integral de recursos repassados do TN ao BNDES foi ainda maior, uma vez que houve também o pagamento de juros e correções sobre os títulos emitidos, valor próximo a R\$ 225 bilhões até o final de 2017<sup>42</sup>. Com este processo, o volume total da dívida do BNDES com o TN, que era de pouco menos de R\$ 14 bilhões

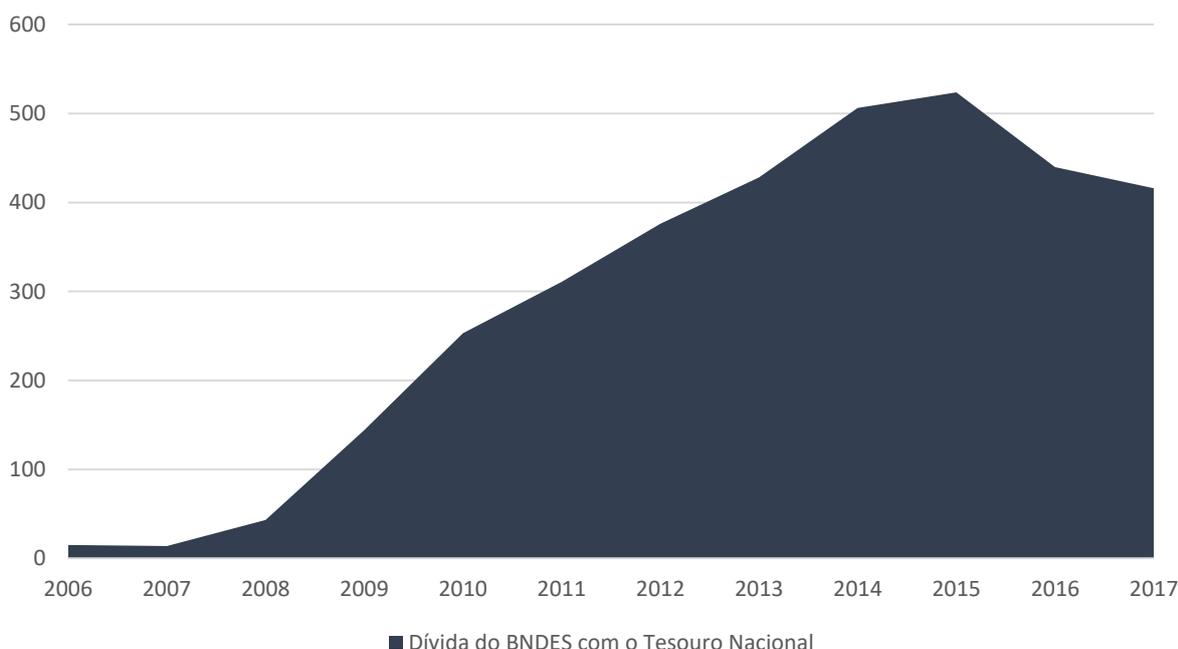
<sup>40</sup> As Leis nº 11.948/09 (modificada pela Lei nº 12.249/10), nº 12.096/09 (modificada pelas Leis nº 12.385/11, nº 12.453/11 e nº 12.712/12), nº 12.397/11, nº 12.453/11 (modificada pela Lei 12.712/12), nº 12.872/13, nº 12.979/14 e nº 13.000/14, permitiram a concessão de crédito da União ao TN, inclusive o estabelecimento do teto aproximado de R\$ 380 bilhões para o financiamento, via BNDES, do Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

<sup>41</sup> Obtido no seguinte endereço: <https://bit.ly/2Cu8D0y>.

<sup>42</sup> De acordo com o “Saldo contábeis dos repasses realizados pelo Tesouro Nacional ao BNDES”, divulgado pelo Banco, com a posição em final de 2017.

ao final de 2007, atingiu seu pico em 2015 (R\$ 524 bilhões), caindo, então, para R\$ 440 bilhões e R\$ 416 bilhões, em 2016 e 2017, respectivamente, conforme observado no Gráfico 17.

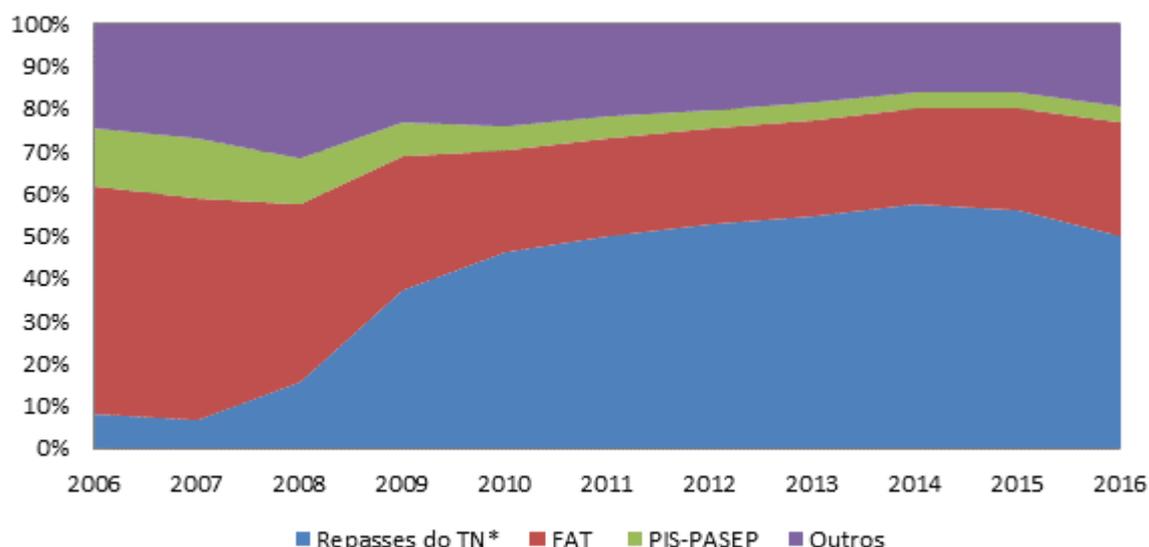
**Gráfico 17 – Evolução da dívida do BNDES com o TN (em R\$ bilhões a preços correntes) – (2006 – 2017)**



**Fonte:** BNDES. Elaboração própria.

O volume financeiro foi tão significativo que, ao se observar a evolução da estrutura de capital do BNDES, percebe-se uma mudança substancial da fonte de financiamento de suas operações (Gráfico 18). O Banco dependia sobremaneira, até 2008, dos recursos do Fundo de Amparo ao trabalhador (FAT) e do PIS-PASEP, sendo que as obrigações ante ao TN representavam menos de 10% do passivo do Banco. O BNDES, assim, operava majoritariamente com fontes tradicionais de recurso baseadas em poupança compulsória e captações diversas em mercado.

Essa realidade mudou significativamente com os sucessivos aportes do TN, o que levou os repasses do Tesouro – inclusive com instrumentos elegíveis a capital principal – a passarem de algo próximo a 7% do passivo total, ao final de 2007, para 58%, ao final de 2014, representando um aumento muito significativo da dependência do BNDES por recursos do TN.

**Gráfico 18 – Composição do passivo do BNDES – (2006 – 2016)**

**Fonte:** BNDES. Elaboração própria

A operação de empréstimo/capitalização do BNDES (e demais IFF) viabilizou a forte expansão do crédito público entre 2008 e 2014, e aumentou substancialmente a interligação entre as políticas fiscal e creditícia na economia brasileira. A expansão do crédito público – em especial do BNDES, via Programa de Sustentação do Investimento (PSI) – imputou custos não desprezíveis para o TN. Destacadamente, por meio dos subsídios financeiro (explícito) e creditício (implícito).

O subsídio financeiro (explícito, por constar no orçamento) é devido pelo TN em função da diferença entre a taxa de juros cobrada nos empréstimos concedidos no âmbito do PSI e a taxa de juros paga por seu *funding* (majoritariamente TJLP). Como a taxa cobrada no empréstimo (PSI) é menor do que a taxa de remuneração do capital utilizado pelo BNDES (TJLP), criou-se um diferencial (equalização) de juros a ser coberto pelo TN.

No entanto, há também o subsídio creditício (implícito, por ser um custo fiscal sem previsão orçamentária), que é ocasionado pela diferença 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 (STN, 2018a).

**Tabela 3 – Valor do subsídio implícito e explícito por período de apuração  
(2008 – 2017), em R\$ corrente**

<b>Ano</b>	<b>Subsídio financeiro (explícito)</b>	<b>Subsídio creditício (implícito)</b>
2008	-	17.776.022
2009	228.975.933	4.576.870.878
2010	2.885.444.716	8.469.245.696
2011	5.191.046.933	10.538.243.041
2012	4.577.572.934	12.343.318.434
2013	5.991.883.935	10.629.385.349
2014	7.872.587.964	21.272.338.349
2015	9.571.532.242	18.969.018.983
2016	9.134.277.112	29.146.451.360
2017	6.041.104.202	15.661.666.101
<b>Total</b>	<b>51.494.425.971</b>	<b>131.624.314.213</b>

**Fonte:** STN (2018a) – Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES. 4º bimestre de 2018. Elaboração própria.

Vale observar que os custos implícitos e explícitos podem ser amenizados ou mesmo suplantados por benefícios indiretos da política de expansão do crédito público. Nessa direção, o trabalho de Pereira e Simões (2010) aponta que os impactos fiscais decorrentes da atuação do BNDES no auge da crise financeira internacional foram liquidamente positivos. Os autores ressaltam a centralidade do BNDES no fornecimento do crédito de longo prazo e o papel decisivo do Banco para viabilizar crédito e investimentos anticíclicos durante os ambientes doméstico e internacional fortemente recessivos no pós-quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008.

Gobetti e Schettini (2010), por outro lado, apontam a estratégia de elevação do *funding* do BNDES como um objetivo muito além do combate aos efeitos adversos da crise, evidenciando, para tanto, a continuidade da forte elevação do crédito público, mesmo diante a recuperação cíclica da economia, marcada pelo crescimento acima de 7% do PIB já em 2010. Para os autores, independentemente de as estimativas de custo-benefício estarem mais ou menos certas, houve uma percepção por parte dos analistas de que:

[...] não se trataria de uma ação conjuntural durante a crise, voltada apenas a estabilizar o ciclo, mas de uma política ativa de induzir a criação de grandes empresas nacionais, estatais ou não, com forte inserção no mercado mundial. [...] isso é o que explicaria, por exemplo, a intervenção do governo – via BNDES, Petrobras ou fundos de pensão – para concentrar o negócio de carnes nas mãos da JBS e da Perdigão-Sadia, o negócio da telefonia nas mãos da Oi-

BrT, o da celulose na Votorantim-Aracruz e o da petroquímica na Odebrecht-Braskem (Gobbeti e Schettini, 2010, p. 23).

Arantes e Biasoto Jr (2017, p. 1082), em linha próxima a Gobbeti e Schettini (2010), afirmam que:

A recuperação da economia, em 2010, abriu caminho para que os aportes do TN ao BNDES tivessem características mais ligadas à expansão econômica e ao financiamento do investimento do que o perfil de aplicações ligado ao combate à crise dos anos anteriores. Neste ponto há uma inflexão importante na política econômica, dado que não se trata apenas de colocar recursos à disposição dos investidores, mas possibilitar fontes de financiamento a uma taxa de juros expressivamente menor do que a taxa geral vigente.

Para Arantes e Biasoto Jr (2017) tratou-se de uma tentativa de se desenvolver uma nova estrutura de *finance* na economia brasileira, possibilitando meios financeiros para uma maior oferta de crédito a custo reduzido ao tomador. Estruturação caracterizada pelo crescimento do protagonismo do BNDES no financiamento de longo prazo da economia nacional.

Os autores ressaltam, ainda, que esse movimento de o Estado assumir papel decisivo na construção do *finance* não foi exatamente uma novidade para a economia brasileira, uma vez que a atuação do braço financeiro estatal, criando meios de ampliar a oferta doméstica de crédito de longo prazo, é uma realidade histórica do Brasil, muito presente, sobretudo, na vida econômica nacional dos anos 1970 a 1980.

No entanto, avaliam os autores, a nova arquitetura financeira assumiu um caráter bem específico: a inter-relação entre o resultado cambial do BCB, o TN e o BNDES. Como visto, essa relação foi possibilitada pelo resultado positivo de equalização cambial transferido em dinheiro do BCB ao TN, que serviu para pagar juros e amortização dos títulos emitidos do TN ao BNDES. A capitalização do BNDES, assim, permitiria expandir substancialmente o *funding* para financiamentos realizados pelo banco de desenvolvimento, na tentativa de formar um robusto circuito de financiamento de investimento de longo prazo – historicamente insuficiente no país – que viabilizasse, por exemplo, a expansão do crédito a taxas módicas e a elevação da taxa de investimento da economia brasileira (Arantes e Biasoto, 2017, p. 1083).

Cumprir observar, entretanto, que a política de expansão do crédito do BNDES entre 2008 e 2014 gerou potencial de custos implícitos e explícitos significativos e duradouros ao longo de décadas, muito além do já incorrido de 2008 a 2017, e exposto na Tabela 3. Enquanto os vencimentos dos títulos emitidos pelo TN para a carteira de ativos do BNDES – Gráfico 16 – se concentraram entre os anos de 2009 a 2016, e foram

remunerados pelo custo de captação do TN em mercado, os contratos de devolução dos recursos ao TN foram estabelecidos com vencimentos muito mais longos (muitas vezes décadas) e com amplo prazo de carência para pagamento de juros, conforme observado na Tabela 4; o que de certa forma é esperado, neste caso, uma vez que o BNDES deveria casar minimamente os prazos e as condições de seu ativo (financiamento) com seu passivo (haveres da união junto ao BNDES).

**Tabela 4 – Haveres da União junto ao BNDES**

HAVERES DA UNIÃO JUNTO AO BNDES								
Haver	Legislação	Saldo em 31/12/2015	Data Contrato	Indexador	Início Pagamento		Fim do Contrato	
					Juros	Principal		
CT 1017/PGFN/CAF	Lei 13.126/2015	31.961.775.980,48	16/12/2014	TI LP	15/01/2021	15/01/2035	15/12/2054	
CT 962/PGFN/CAF	Lei 13.000/2014	32.733.322.524,57	24/06/2014	TI LP	15/07/2020	15/07/2034	15/06/2054	
CT 922/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	199.489.754.607,98	14/03/2014	TI LP	15/04/2020	15/04/2040	15/03/2060	
CT 923/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	15.277.759.855,30	14/03/2014	TI LP	15/04/2020	15/04/2040	15/03/2060	
CT 904/PGFN/CAF	Lei 12.979/2014	26.906.170.859,04	05/12/2013	TI LP	15/01/2020	15/01/2034	15/12/2053	
CT 896/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	14.524.894.785,73	17/09/2013	TI LP	15/10/2013	15/09/2016	15/03/2029	
CT 895/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	4.083.295.525,36	17/09/2013	DÓLAR + 4,47%	15/03/2014	15/09/2016	15/03/2029	
CT 897/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	8.734.679.687,30	17/09/2013	DÓLAR + 4,47%	15/03/2014	15/09/2016	15/03/2029	
CT 845/PGFN/CAF	Lei 12.249/2010	2.644.299.017,82	09/05/2013	TI LP/US\$	15/06/2013	15/06/2017	15/05/2037	
CT 807/PGFN/CAF	Lei 12.453/2011	16.698.863.657,56	28/12/2012	TI LP	15/02/2013	15/02/2033	15/01/2053	
CT 755/PGFN/CAF	Lei 12.453/2011	22.425.432.606,08	15/10/2012	TI LP	15/12/2012	15/12/2032	15/11/2052	
CT 738/PGFN/CAF	Lei 12.453/2011	11.343.340.008,43	21/06/2012	TI LP	15/08/2012	15/08/2032	15/07/2052	
CT 703/PGFN/CAF	Lei 12.453/2012	28.893.655.825,64	15/12/2011	TI LP	15/01/2012	15/01/2032	15/12/2051	
CT 652/PGFN/CAF	Lei 12.453/2013	35.413.684.796,39	14/06/2011	TI LP	15/07/2011	15/07/2031	15/06/2051	
CT 619/PGFN/CAF	Lei 12.397/2011	6.253.731.271,40	15/03/2011	TI LP	15/04/2011	15/04/2031	15/03/2051	
CT 590/PGFN/CAF	Lei 11.943/2009	1.876.403.290,75	15/12/2010	DÓLAR + Libor	15/08/2011	15/02/2015	15/02/2039	
CT 577/PGFN/CAF	Lei 12.397/2011	24.856.952.475,32	27/09/2010	TI LP	15/11/2010	15/05/2030	15/04/2050	
CT 544/PGFN/CAF	Lei 11.943/2009	3.002.245.265,23	21/06/2010	DÓLAR + Libor	15/02/2011	15/02/2015	15/02/2039	
CT 1018/PGFN/CAF	Lei 13.043/2014	5.168.906.454,30	22/12/2014	(1)	31/12/2014	Sem Amortização	Sem Vencimento	
CT 964/PGFN/CAF	Lei 12.833/2013	7.037.173.014,88	24/06/2014	(1)	31/12/2014	Sem Amortização	Sem Vencimento	
CT 963/PGFN/CAF	Lei 12.833/2013	9.026.729.432,98	24/06/2014	(1)	31/12/2014	Sem Amortização	Sem Vencimento	
CT 867/PGFN/CAF	Lei 12.872/2013	15.506.719.287,13	28/06/2013	(1)	31/12/2013	Sem Amortização	Sem Vencimento	
<b>Total</b>		<b>523.859.790.229,66</b>						

Observação: (1) Contratos caracterizados como Instrumento Elegível a Capital Principal, os quais não preveem atualização monetária e a incidência de juros se dá conforme o rendimento anual dos dividendos apurados pelo BNDES e de acordo com fórmulas previstas contratualmente.

**Fonte:** STN (2015) – Boletim de subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES – 6º bimestre de 2015.

A operação montada para o empréstimo do TN ao BNDES significou para o Tesouro, como já apontado, o crescimento – em mesma magnitude – tanto do passivo (emissão de títulos públicos para o BNDES) quanto do ativo (haveres da União junto ao BNDES). Por esse motivo, gerou-se impacto (estático) neutro sobre a DLSP. Porém, do ponto de vista dinâmico, a neutralidade sobre a DLSP deixa de ocorrer. Como o TN emitiu centenas de bilhões de reais em títulos públicos com taxa de juros substancialmente maior que a taxa paga pelo BNDES para remunerar seus haveres, houve, assim, uma elevação da taxa implícita de juros paga pela União sobre a DLSP, pressionando as despesas líquidas de juros do governo federal (Gobetti e Schettini, 2010)<sup>43</sup>. Ao fim e ao cabo um

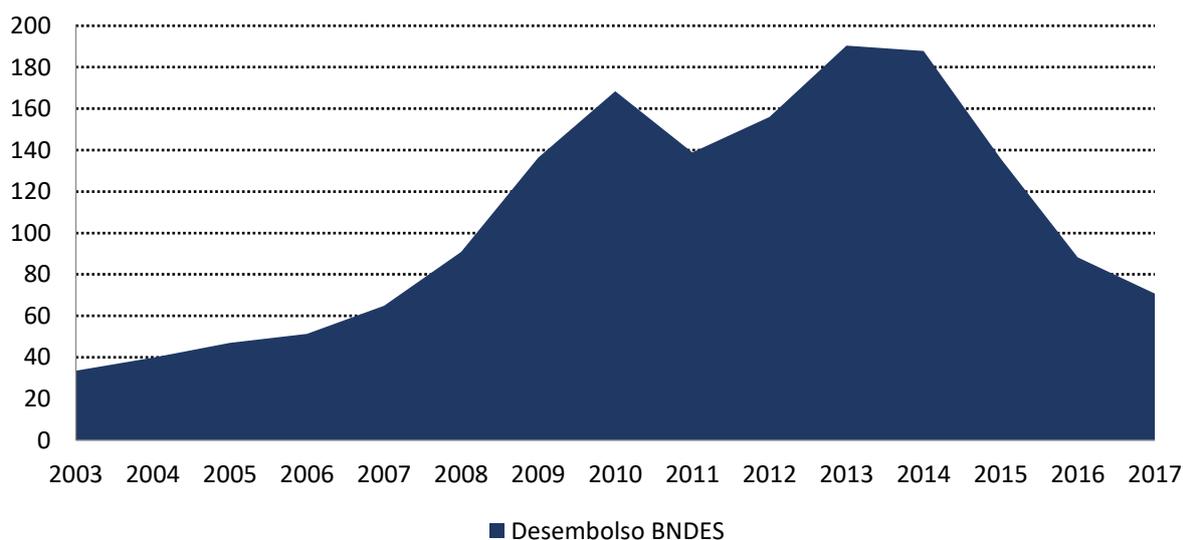
<sup>43</sup> Consoante Gobetti e Schettini (2010, p. 37): “a taxa implícita da dívida líquida, no conceito definido pelo Bacen, corresponde a uma média de todas as taxas de juros que incidem sobre os passivos e ativos, ponderada pelos pesos relativos de cada um dos passivos e ativos”. Nota-se, ainda, que não se considera o

custo imputado ao fiscal e uma pressão de elevação, ao longo do tempo, do endividamento público decorrente da atuação financeiro-creditícia assumida pelo Estado.

### 3.2.2 BNDES: DE BANCO DE DESENVOLVIMENTO A BANCO DO TESOURO<sup>44</sup>

Enquanto o desembolso nominal do BNDES apresentou trajetória fortemente ascendente de 2008 a 2013/14 – saltando de R\$ 65 bilhões do patamar de fechamento de 2007 para aproximadamente R\$ 190 bilhões em 2014 – o volume financeiro emprestado pelo Banco despencou a partir de 2015, alcançando apenas R\$ 70,8 bilhões em 2017 (Gráfico 19). Patamar, este, 40% menor<sup>45</sup> em termos reais ao despendido pela instituição no ano de 2007, e similar ao apresentado pela instituição no final dos anos 1990.

**Gráfico 19 – Desembolso nominal anual do BNDES, em R\$ bilhões – (2003 – 2017)**



**Fonte:** BNDES. Elaboração própria.

A profunda recessão da economia brasileira no biênio 2015-16, com queda acumulada de 7,2% do PIB, repercutiu na menor demanda de crédito do Banco. Soma-se a esse fator a adoção de uma política menos ativa de incentivo ao crédito adotada a partir

---

efeito do câmbio ou de outros ajustes patrimoniais, mesmo critério adotado para o cômputo dos juros nominais. Nesse sentido, o forte acúmulo de reservas internacionais e a assunção pelo TN de elevado volume de haveres da União junto ao BNDES significaram uma profunda transformação patrimonial do setor público, com a incorporação de ativos volumosos e pouco rentáveis (basicamente juros definidos pelo FED, no caso das reservas, e a TJLP, no caso dos haveres), significando maior pressão de pagamento de juros líquido, dada pela diferença entre o pago pelo passivo e o recebido pelos ativos do setor público (Gobetti e Schettini, 2010, pp. 37 – 40).

<sup>44</sup> O título desta seção faz alusão à matéria de Afonso (2016), intitulada *Menos banco do Tesouro e mais do desenvolvimento*.

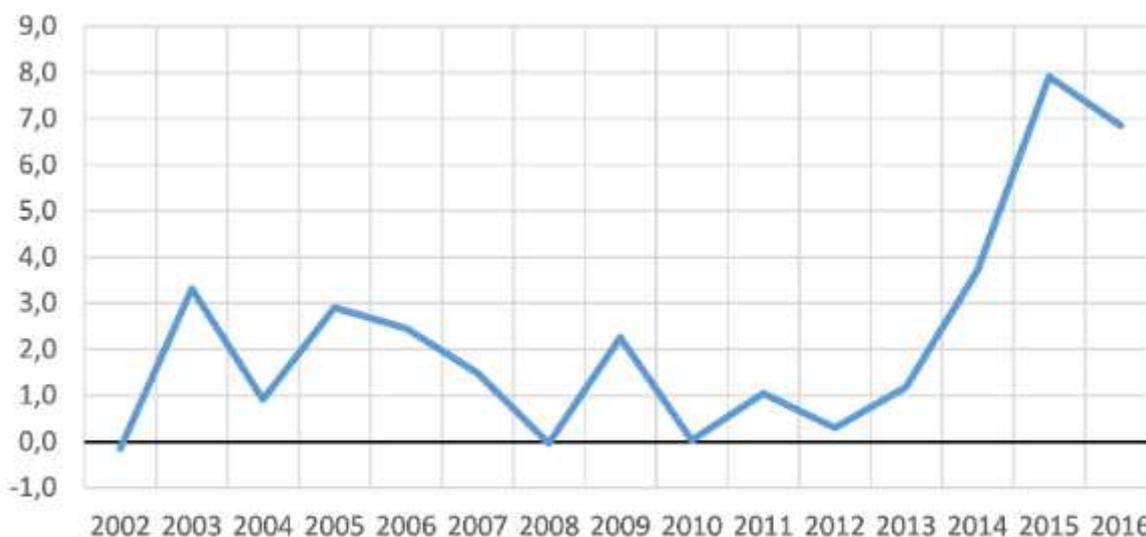
<sup>45</sup> Deflacionado pelo IPCA.

de 2014. Todavia, não foi apenas o desembolso do BNDES que apresentou significativa queda a partir deste ano. A participação da dívida do Banco com o TN em relação a seu passivo total – que alcançou seu pico em 2014, representando 58% de participação – apresentou uma queda sistemática, a partir de 2015, chegando a 48%, ao final de 2017.

A diminuição de 10 p.p. da participação da dívida do BNDES com o TN frente ao passivo total da instituição se deveu, sobretudo, a uma série de pagamentos antecipados ao TN, iniciada em 2015, mas ainda em prática em 2018, e que deve ser interpretada, em especial, como uma política deliberada, capitaneada pelo Ministério da Fazenda, cujo objetivo maior vem sendo viabilizar a todo custo o cumprimento formal da Regra de Ouro da União (Safatle, 2017; Afonso, 2018).

Os relevantes déficits primários desde 2014 combinados com o pagamento de juro real positivo têm pressionado o déficit corrente a permanecer em patamar muito elevado (Gráfico 20), o que dificulta o cumprimento da Regra de Ouro. Neste cenário de significativo déficit corrente, cada vez mais o atendimento à Regra se torna dependente de receitas financeiras, entre estas a devolução de recursos do BNDES à União.

**Gráfico 20 – Déficit corrente do governo federal, em (% do PIB) –  
(2002 – 2016)**



**Fonte:** BCB e Siga Brasil. Elaborado por Pires (2018)

De 2009 a 2017, na média, a principal fonte de receita financeira foi o resultado cambial positivo transferido do BCB ao TN (Couri et al., 2018). Todavia, essa fonte apresenta a característica de ser muito volátil e de difícil estimação *a priori*, por ser dependente do efeito da variação cambial sobre todo o volume (em torno de US\$ 380 bilhões, em 2018) de reservas internacionais. É diante deste cenário de dificuldades para

cumprir os ditames da Regra de Ouro, que o governo federal passou a pressionar o BNDES pelo pagamento antecipado de haveres da União junto ao Banco, e que resultou na antecipação de recursos da ordem de R\$ 309 bilhões, entre 2015 e 2018 (Tabela 5).

**Tabela 5 – Devolução de recursos do BNDES ao TN de 2015 a 2018, a preços correntes**

Ano	Devoluções (R\$ bilhões)
2015	15,8
2016	113,2
2017	50,0
2018	130,0
<b>Total</b>	<b>309,0</b>

**Fonte:** BNDES<sup>46</sup>. Elaboração própria.

O próprio Tesouro Nacional, por meio do Informe Dívida, de maio de 2018, corrobora a tese da grande relevância das devoluções para o cumprimento da Regra de Ouro. Primeiro, confirmando a centralidade da antecipação de recursos (R\$ 50 bilhões) devido pelo BNDES ao TN, e realizada em 2017, para o atendimento à Regra de Ouro naquele ano. Conforme apresentado a seguir:

Vale destacar, no entanto, que o cumprimento da Regra de Ouro em 2017 contou com recursos extraordinários que reduziram a necessidade de receitas de operação de crédito. Destaca-se o retorno antecipado pelo BNDES de recursos que o Tesouro Nacional havia emprestado ao banco no valor de R\$ 50 bilhões. Nota-se, portanto, que esses recursos foram fundamentais para o cumprimento da Regra de Ouro no exercício de 2017 (STN, 2018b, p. 2)

Segundo, o mesmo documento apresenta uma perspectiva alarmante do elevado risco de descumprimento da Regra de Ouro no exercício de 2018, com uma estimativa de inobservância da Regra, em decorrência de um excesso de operações de crédito frente a despesas de capital, da ordem de R\$ 182 bilhões (Tabela 6). Ou seja, a dificuldade de cumprimento da Regra de Ouro ajuda, em grande parte, a explicar a nova pressão sofrida pelo BNDES por pagamento antecipado ao Tesouro, e que já resultou na devolução de R\$ 130 bilhões em 2018.

<sup>46</sup> Disponível em: <https://bit.ly/2noHyDp>

**Tabela 6 – Previsão de suficiência da Regra de Ouro 2018: (despesa de capital – receita com op. de crédito) – R\$ bilhões a preços correntes<sup>47</sup>**

<b>Cenário Atual</b>	<b>2018</b>
Receitas de Operações de Crédito Consideradas (I = a - b)	1.015,6
Receitas de Operações de Crédito do Exercício (a)	1.002,5
Variação de Saldo da subconta da Dívida (b)	-13,1
Despesas de Capital (II)	833,8
Investimentos	32,2
Inversões Financeiras	67,8
Amortizações	733,7
<b>Margem da Regra de Ouro (III = II - I)</b>	<b>-181,9</b>

Fonte: STN (2018b, p. 3). Elaboração própria.

Conforme Afonso (2018), enquanto o BNDES de 2008 a 2014 foi utilizado pelo governo para alavancar o crédito na economia, no período recente – em meio a uma profunda recessão e a um pífio desempenho da taxa de investimento em relação ao PIB – o banco de desenvolvimento perdeu importância como pilar da oferta de crédito de longo prazo, e sua capacidade de *funding* passou a ser esvaziada para viabilizar o cumprimento formal da Regra de Ouro pela União. Diante da dificuldade de aprovação no Congresso Nacional de reformas fiscais, e de ajustes estruturais do déficit, o governo vem optando por manobras fiscais para contornar, a qualquer custo, o não atendimento da Regra de Ouro, mesmo que possa comprometer a capacidade de financiamento presente e futura do banco de desenvolvimento, e gerar maiores dificuldade para a retomada econômica. O BNDES, assim, deixou de ser utilizado como um banco de desenvolvimento para se tornar uma fonte extraordinária de receita para acomodar déficits correntes elevados sem descumprir formalmente a Regra de Ouro (Afonso, 2016; Afonso e Ribeiro, 2017).

<sup>47</sup> Importa notar que o art. 6º, § 4º, da Resolução nº 48 de 2007, do Senado Federal, institui que “as receitas das operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal somente serão consideradas no exercício financeiro em que for realizada a respectiva despesa”. Segundo STN (2017a), isso trouxe flexibilidade no trato da gestão da dívida pública ao contabilizar, para efeito da Regra de Ouro, os recursos captados apenas quando forem utilizados. Nesse sentido, as receitas de emissões que não forem utilizadas em determinado exercício, passam a ser separadas em uma subconta específica na Conta Única, e somente são contabilizadas como operação de crédito, para efeito de Regra de Ouro, quando são utilizadas em determinado exercício (STN, 2017a, p. 5). É esse o caso apresentado sob a rubrica “Variação de Saldo da subconta da Dívida”, na Tabela 6. Os R\$ 13,1 bilhões foram obtidos por meio de emissão de dívida no contexto da gestão da dívida em exercícios anteriores, mas somente utilizados no exercício financeiro de 2018. Por esse motivo, sua contabilização diminutiva da margem de cumprimento da Regra de Ouro somente aconteceu neste exercício financeiro.

Existe, ainda, uma questão orçamentária relevante na devolução de recursos do banco de desenvolvimento, que se deve ao tratamento assimétrico conferido ao *funding* concedido pelo TN ao BNDES, e agora devolvido pelo Banco ao Tesouro. A estruturação financeira montada e executada para a concessão da vultosa capitalização do Banco foi feita à margem do Orçamento Geral da União (OGU). Foi uma operação por fora do orçamento (extraorçamentária), não constando, portanto, como despesa formal (Afonso e Ribeiro, 2017; Afonso, 2018). Entretanto, a devolução parcial de recursos do BNDES não está ocorrendo por fora do orçamento, como seria de se esperar. Pelo contrário: o crédito do TN concedido extraorçamentariamente está sendo pago e registrado como receita orçamentária (receita financeira, dentro do orçamento), o que tem sido determinante para o cumprimento da Regra de Ouro pela União e uma grave afronta à transparência fiscal.

De acordo com Afonso (2018):

Se houvesse um controle que impedisse que voltasse por dentro o que saiu por fora do Orçamento, é provável que não haveria menor apetite em sugar o caixa daquele banco estatal. É formado um perfeito círculo vicioso: é preciso que o BNDES empreste cada vez menos para investimentos, de longo prazo, quase todos privados, inclusive em infraestrutura, para que se saque o seu caixa e só assim se viabiliza a emissão de títulos para cobrir o déficit corrente do governo.

O recurso devolvido está sendo disposto no orçamento como receita financeira, servindo como fonte para financiar despesas, sem que haja necessidade de realização de operações de crédito. Cria-se, dessa forma, espaço para acomodar o elevado déficit corrente da União, sem provocar o descumprimento formal da Regra de Ouro. Assim, se fosse dado o tratamento orçamentário simétrico aos recursos do TN (i.e, recurso destinado por fora do orçamento é devolvido como receita extraorçamentária), a devolução antecipada de recursos do BNDES perderia o principal sentido de ser para a União, pois deixaria de gerar espaço fiscal na Regra de Ouro.

### **3.3 Considerações finais**

Este capítulo analisou como o vasto volume de recursos não realizados transferidos ao TN pelo mecanismo de equalização cambial redundou em um maior entrelaçamento das políticas cambial, fiscal e creditícia no Brasil. A primeira parte do capítulo foi dedicada ao estudo da Regra de Ouro brasileira, uma importante regra fiscal de previsão constitucional, que proíbe cada um dos entes federativos de realizar operações de crédito que excedam o montante de suas despesas de capital. Seu objetivo é condicionar o equilíbrio entre receitas e despesas correntes de tal sorte que se destine o endividamento público para fazer frente a despesas de investimento (despesa de capital),

uma vez que estas são ciclicamente estabilizadoras e geradoras de ativos estatais (Lopreato, 2013; Pires, 2018).

A primeira seção trouxe evidências de que o mecanismo de equalização cambial direta ou indiretamente aumentou a flexibilidade das condições para o atendimento formal da Regra de Ouro. O elevado volume de receitas financeiras – substancialmente majorado com o advento do mecanismo de equalização cambial – tem sido utilizado fartamente para financiar tanto despesas correntes, como também, inversões financeiras e resgate de dívida pública em mercado; o que, por sua vez, vem possibilitando o cumprimento formal da Regra de Ouro, mesmo em um ambiente de elevados déficits primário e corrente, crescimento do endividamento público e baixo investimento estatal (Afonso, 2018; Couri et al. 2018; Pires, 2018).

A ineficácia dessa regra fiscal em atingir seu objetivo inicialmente proposto torna-se ainda mais evidente ao se considerar que a busca de seu cumprimento formal por parte do governo federal tem ocasionado a expansão da liquidez em mercado e a concomitante realização de operações compromissadas (recompra) por parte do BCB, com a consequente piora do perfil da dívida pública (Pellegrini, 2017a). Isto porque, com disponibilidade de caixa na casa do trilhão de reais, o TN pode – mesmo em meio a déficits públicos elevados e persistentes – optar por não emitir (em termos líquidos) títulos públicos em mercado e em volume tido como necessário ou suficiente para controlar seu efeito expansivo sobre a liquidez decorrente do elevado déficit nominal (Couri et al., 2018).

Nesse sentido, a primeira seção do capítulo mostrou que a Regra de Ouro adotada no Brasil gera incentivos para que o TN, diante essa situação, opte por restringir sua oferta líquida de títulos públicos em mercado, uma vez que, em contrário, o cumprimento formal da Regra de Ouro poderia ser colocado em xeque. Esse incentivo é corroborado pelo fato de que, para efeito do cômputo dessa regra fiscal, não se considera os títulos públicos emitidos pelo TN ao BCB, como os decorrentes de pagamentos dos resultados negativos de equalização cambial ou as emissões diretas sem contrapartida financeira possibilitadas pela Portaria nº 241/09, do Ministério da Fazenda. Assim posto, o BCB pode realizar operações compromissadas no montante que julgar necessário para controlar a liquidez em mercado e alcançar a Selic-alvo, com efeito neutro do ponto de vista da Regra de Ouro (STN, 2017a).

Como consequência, a dívida pública continua crescendo, embora com um perfil substancialmente pior ao que seria obtido caso o TN emitisse maior montante de títulos

públicos em mercado – haja vista que as operações compromissadas são indexadas à taxa Selic e apresentam prazo médio muito baixo, de apenas poucos dias (Pellegrini, 2017a).

A segunda seção do capítulo foi dedicada a analisar o *modus operandi* do processo promovido pelo governo federal para capitalizar (2008 a 2014) e descapitalizar (desde 2015) o BNDES. Mostrou-se que 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 (Afonso, 2011; Carvalho Jr, 2016b).

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 (STN, 2018a)

Observou-se que o governo federal dispôs do BNDES entre 2008 a 2014 para, num primeiro momento, promover ação anticíclica em meio à grave crise financeira internacional, e, num segundo momento, para impulsionar a taxa de investimento da economia brasileira (Gobetti e Schettini, 2010; Arantes e Biasoto, 2017).

Todavia, a partir de 2015, o governo federal passou a pressionar o BNDES com vistas a outro objetivo: obter receitas financeiras para evitar o descumprimento da Regra de Ouro, o que, por sua vez, resultou no pagamento antecipado, entre 2015 e 2018, de R\$ 309 bilhões ao TN, em valores correntes. Em meio ao contexto de severa crise econômica e fiscal, o BNDES encolheu severamente o crédito, diminuiu de tamanho, e seu recurso

passou a ser de fundamental importância para o governo federal cumprir formalmente a Regra de Ouro (Afonso, 2018; STN, 2018b).

Tal cumprimento somente vem sendo viabilizado devido ao fato de os recursos devolvidos pelo Banco estarem sendo considerados como receitas financeiras (orçamentárias), criando uma assimetria e uma afronta à transparência fiscal, uma vez que a capitalização do Banco foi feita por fora do orçamento. Frisou-se, por fim, que o principal motivo da pressão por parte do TN deixaria de ocorrer caso o tratamento fosse simétrico e, portanto, o retorno dos recursos se desse por fora do orçamento, já que tais recursos deixariam de ser considerados para efeito da Regra de Ouro (Afonso, 2018).

## CONCLUSÃO

Este trabalho trouxe evidências de que o relacionamento entre as autoridades monetária e fiscal e a condução da política macroeconômica podem se deteriorar a partir de uma combinação entre uma estrutura legal e um arcabouço contábil inadequados para lidar com a realidade estrutural de balanço de um banco central, em contínua mutação. A relevância de se estabelecer uma combinação adequada ganha crescente importância, já que, em nome do Estado, os bancos centrais modernos assumem cada vez mais responsabilidades no conjunto da economia, muito além das tradicionalmente relacionadas ao papel de gestor da moeda, levando-os a incorrer em potenciais consequências fiscais de dimensões significativas, pouco tendo a ver com fluxos decorrentes de receitas tributárias e despesas reais. Destacando-se, entre os gastos decorrentes da crescente responsabilidade, os custos advindos da atuação direta dos bancos centrais na gestão dos estoques financeiros e em seus movimentos de remunerações.

Em consonância com o exposto, este trabalho evidenciou também que 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.

No que se refere ao resgate de títulos públicos em mercado, mostrou-se que aproximadamente 50% do impacto redutor da CUTN entre 2007 e novembro de 2015 destinou-se a essa finalidade. Destacou-se, também, que no mesmo período, o principal fator de expansão das disponibilidades do TN foram os resultados transferidos do BCB ao TN, notadamente o cambial. Outrossim, em vista do elevado grau de vinculação do superávit primário acumulado e do fato de que a totalidade dos recursos obtidos pelo Tesouro por meio do mecanismo de equalização cambial possui natureza não realizada, há evidências de que parte expressiva dos recursos utilizados pelo Tesouro para realizar operações de resgate de dívida pública em mercado possuiu também origem em recursos não realizados; o que, por sua vez, gerou efeito não desprezível sobre a liquidez em mercado, acarretando aumento das operações compromissadas (recompra).

Ressaltou-se, ainda, como as expressivas receitas financeiras, destacadamente advindas direta ou indiretamente dos resultados cambiais, foram fundamentais para viabilizar o processo de capitalização das IFF, entre 2008 e 2014, notadamente o BNDES. A estratégia levada a cabo pelo TN envolveu a emissão direta de centena de bilhões de reais em títulos públicos para o BNDES, por fora do orçamento. Possibilitou-se, com a medida, utilizar parte do elevado saldo de disponibilidades vinculadas do TN para pagar o principal mais juros dos títulos emitidos. Entre as possibilidades de uso, inclui os recursos decorrentes diretamente dos resultados cambiais positivos, que possuem destinação vinculada justamente ao pagamento de amortização e juros da dívida pública. Notou-se ainda que a operação montada, por ter se dado fora do orçamento (operação extraorçamentária), não gerou efeito diminutivo sobre o resultado primário (considerado o principal indicador de resultado fiscal), e teve efeito estático nulo sobre a DLSP (principal indicador de dívida pública utilizado à época) – embora tenha pressionado a taxa implícita de juros da dívida e redundado em expressivos subsídios do TN ao BNDES.

Com a operação, o banco de desenvolvimento aumentou significativamente sua carteira de empréstimos, assumindo maior protagonismo decorrente da ação anticíclica doméstica (em meio à grave crise financeira internacional) e da posterior perspectiva de impulsionar a taxa de investimento da economia brasileira. Como efeito, cresceram abruptamente o passivo do Banco com o TN e os subsídios implícitos e explícitos das operações do BNDES. Houve, assim, um expressivo aumento do entrelaçamento cambial,

fiscal e creditício do Estado brasileiro, com a correspondente majoração não negligenciável do custo fiscal, em boa parte não captado pelos indicadores tradicionais de mensuração fiscal.

Frisou-se, também, que a partir de 2015, mesmo em meio à profunda crise econômica, o BNDES passou a ser descapitalizado em decorrência da pressão exercida pelo governo federal para o pagamento antecipado da dívida do BNDES para com o TN. Com o objetivo de minorar o risco de descumprimento da Regra de Ouro das finanças públicas, a pressão do governo federal resultou na devolução antecipada de R\$ 309 bilhões do banco de desenvolvimento para o TN, entre 2015 e 2018. Como efeito, o BNDES vem perdendo capacidade de atuar como banco de desenvolvimento para se tornar uma fonte extraordinária de receita financeira, visando acomodar déficits correntes elevados, sem ocasionar o descumprimento formalmente da Regra de Ouro.

Isso porque o elevado volume de receitas financeiras – substancialmente majorado com o advento do mecanismo de equalização cambial – tem sido fartamente utilizado para financiar tanto as despesas correntes, quanto as inversões financeiras e o resgate de dívida pública; o que, por sua vez, vem possibilitando o cumprimento formal da Regra de Ouro, mesmo em um ambiente de elevados déficits primário e corrente, crescimento do endividamento público e baixo investimento estatal. Evidencia-se, dessa forma, a pouca efetividade dessa Regra em cumprir seu objetivo inicial, qual seja: evitar o endividamento público para financiar despesas correntes.

Embora o uso de expressivas receitas financeiras venha possibilitando o cumprimento formal da Regra de Ouro, constatou-se que seu uso ocasionou significativo impacto expansivo da liquidez em mercado. Com isso, visando controlar este impacto, a autoridade monetária expandiu a oferta de operações compromissadas (compromisso de recompra), as quais são lastreadas em títulos públicos livres emitidos pelo TN e disponíveis em carteira do BCB. Destacou-se, também, que a expansão das compromissadas não afeta a margem de cumprimento da Regra de Ouro, uma vez que os títulos emitidos pelo TN ao BCB – como os decorrentes de pagamento de resultados negativos de equalização cambial ou as emissões diretas sem contrapartida financeira possibilitadas pela Portaria nº 241/09, do Ministério da Fazenda – não são considerados para o cômputo dessa regra fiscal.

Por fim, notou-se que o uso do elevado volume de receitas financeiras para impedir o descumprimento da Regra de Ouro evita com que a DPMFi em mercado se expanda em maior magnitude. O endividamento público, porém, continua crescendo por

outra via (não captada por essa regra fiscal), ocasionando a deterioração do perfil da dívida pública, uma vez que o prazo médio das operações compromissadas (que são neutras do ponto de vista do cumprimento da Regra de Ouro) é de apenas alguns dias, enquanto o dos títulos emitidos em mercado (mas que afetam negativamente o resultado da Regra de Ouro) é contado em anos.

## REFERÊNCIAS

- ABOUCHEIDID, S. C. (2018). **Política cambial nos países emergentes: uma perspectiva keynesiana-estruturalista**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp.
- ADLER, G.; CASTRO, P. TOVAR, C. E. M. (2012). **Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy?**. IMF Working Paper – WP 12/60.
- AFONSO, J. R. (2011). **As intrincadas relações entre política fiscal e creditícia no Brasil pós-2008**. Revista Econômica, Niterói, v. 13, n. 2, p. 125-154.
- \_\_\_\_\_. (2015). **A dívida mobiliária, o caixa do governo e a preferência pela liquidez: breves provocações**. Nota Técnica – FGV/IBRE. Nov. 2015
- \_\_\_\_\_. (2016). **Menos banco do Tesouro e mais do desenvolvimento**. Revista Conjuntura Econômica. Jun. de 2016, pp. 28 - 30.
- \_\_\_\_\_. (2017). **Dívida Pública no Brasil: Diferentes Medidas e Significados**. Espaço Jurídico: Journal of Law. Vol. 18. No. 2.
- \_\_\_\_\_. (2018). **A regra que vale ouro**. Poder360, 11 de jan. de 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2D24ZMZ>. Acesso em 05 de mar. de 2018.
- AFONSO, J. R. R.; RIBEIRO, L. (2017). **Regra de Ouro e crise fiscal**. Revista Conjuntura Econômica. Out. de 2017, pp. 22- 24.
- AFONSO, J. R. R; BIASOTO JR, G. (2014). **Política fiscal no pós-crise de 2008: a credibilidade perdida**. In: NOVAIS, Luis. Fernando; CAGNIN, R. F.; BIASOTO JR, G. A economia brasileira no contexto da crise global. São Paulo: Fundap.
- AFONSO, J. R.; KHOLER, M; MENDES, M; SALTO, F. (2016). **Fontes (remanejadas) e usos (retardados) de recursos federais ao final de 2015**. Rio de Janeiro: FGV/IBRE, 2016
- AFONSO, J. R; GARCIA, M. (2016). **Regras fiscais e volatilidade cambial**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- ARANTES, F.; BIASOTO JR, G. (2017). **A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados**. Economia e Sociedade, v. 26, n. SPE, p. 1063-1095, 2017.
- ARCHER, D; MOSER-BOEHM, P. (2013) **Central bank finances**. BIS Papers n. 71. Abr. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2015a). **Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e fatores correlatos**. Nota do Departamento de Política Econômica (DEPEC). 2015.

\_\_\_\_\_. (2015b). **Pronunciamento do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado**. Brasília, 2015. Disponível em: <https://bit.ly/2R8MQzR>

\_\_\_\_\_. (2017). **Demonstrações Financeiras do BCB**. Dezembro de 2017.

\_\_\_\_\_. (2018). **Manual de estatísticas fiscais**. Brasília. Mar. 2018.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES**. Disponível em: <https://bit.ly/2R77vEb>

BHOLAT, D.; DARBYSHIRE, R. (2016). **Accounting in central banks**. Staff Working Paper. n. 604. Bank of England. Mai, 2016

BIASOTO JR, G. (2015). **Sustentabilidade da dívida e superávit primário: restrições fiscais e financeiras ao desenvolvimento**. In: Uberlândia: AKB, Anais do IX Congresso, 2015.

BIASOTO JR, G; AFONSO, J.R.R; (2017). **Na crise do Estado, o governo se endivida (muito) para entesourar (cada vez mais), sobra liquidez e falta debate**. Mimeo.

BIASOTO JR; G. et al. (2016). **As duas dimensões do ajuste fiscal**. (2016). In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016

BINDSEIL, U. (2004). **Monetary policy implementation: theory – past – present**. Oxford: Oxford University Press.

\_\_\_\_\_. (2014) **Monetary policy operations and the financial system**. OUP Oxford.

BIS. (1999). **Implication of repo markets for central bank**. CGFS. Mar. 1999.

BUITER, W; SIBERT, A. (2007). **The central banks as the market-maker of last resort: from lender of last resort to market-maker of last resort**. In: The First Global Financial Crisis of the 21st Century. Centre for Economic Policy Research (CEPR).

BUNEA, D. et al. (2016). **Profit distribution and loss coverage rules for central banks**. European Central Bank – Occasional Paper Series, n. 169, 2016.

CANUTO, O; CAVALLARI, M. (2017). **The mist of central bank balance sheets**. OCP Policy Center - Policy brief, Rabat, Morocco, February 2017, PB – 17/07

- CARVALHO JR, A. C. C. D.; FEIJÓ, P. H. (2015) **Entendendo Resultados Fiscais: teoria e prática de resultados primário e nominal**. Editora Gestão Pública. 2015.
- CARVALHO JR, A. C. D. (2016a). **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. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- \_\_\_\_\_ . (2016b). **Relacionamento BACEN x TN**. II Jornada de Debates sobre a Dívida Pública. Disponível em: <https://bit.ly/2R3huKC>
- \_\_\_\_\_ . (2018a). **A “Regra de Ouro” e as empresas estatais “não dependentes”**. Disponível em: <https://bit.ly/2PWpto5>
- \_\_\_\_\_ . (2018b). **O mecanismo das “receitas e despesas condicionadas” versus “Regra de Ouro”**. Disponível em: <https://bit.ly/2AKLeND>
- CARVALHO, F. J.C; KREGEL, J.A. (2010). **O que fazem os sistemas financeiros e seus reguladores?** Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), 2010.
- CHACHAMOVITZ, S. S. (2016). **Reservas internacionais: seguro ou ameaça?** In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- COURI, D. V. et al. (2018). **Regra de ouro no Brasil: balanço e desafios**. IFI – Estudo Especial n. 5. Abr. 2018.
- DE CONTI, B. M. (2016). **As relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil**. IPEA. Ago. 2016
- EUROPEAN CENTRAL BANK. (2006). **The accumulation of foreign reserves**. Occasional Paper Series. N. 43, Feb. 2006.
- FAINBOIM, I.; PATTANAYAK, S. (2010). **Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues**. International Monetary Fund, 2010.
- \_\_\_\_\_ . (2011). **Treasury Single Account: An Essential Tool for Government Cash Management**. International Monetary Fund, 2011.
- FERREIRA, C. K. (2016). **A Dinâmica da Dívida Bruta e a Relação Tesouro - Banco Central**. In: E. Bacha. A Crise Fiscal e Monetária Brasileira. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira
- FILARDO, A.; GRENVILLE, S. (2012). **Central bank balance sheets and foreign exchange rate regimes: understanding the nexus in Asia**. In: BIS Papers n. 66. Are central bank balance sheet in Asia too large?, 2012. pp. 76-110.
- FMI. (2017). **Brasil. Avaliação da Transparência Fiscal**. (2017). IMF Country Report No. 17/104. Janeiro de 2017.

- FRAGA NETO, A. (2016). **Sobre a relação entre os regimes fiscal e monetário no Brasil**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- FRAIT, J. (2005). **Exchange rate appreciation and negative central bank capital: is there a problem?**. Czech National Bank, 2005.
- FREITAS, M. C. P. (2009). **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. Estudos avançados, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.
- GALLO, R. A. (2016). **Banco Central e Tesouro: conjecturas sobre as consequências práticas de um relacionamento íntimo**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- GAZZANO, M; CARBONE, C. (2016). **Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e a conta única**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016
- GOBETTI, S.; SCHETTINI, B. (2010). **Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2010.
- GOBETTI, S. (2014). **Regras Fiscais no Brasil e na Europa: um estudo comparativo e propositivo**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.
- \_\_\_\_\_. (2015). **Ajuste fiscal no Brasil: os limites do possível**. Texto para Discussão n. 2037, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2015.
- GOLDFAJN, I; GUARDIA, E. R. (2003). **Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil**. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, n. 39, Brasília, BCB, 2003.
- GRAY, S. (2006). **Central bank management of surplus liquidity**. London: Bank of England (Lecture Series, n. 6).
- GUARDIA, E. R. (2016). **Conta Única do Tesouro: flexibilidade necessária e seus maus usos**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- HIGA, A. e AFONSO, J. (2009). **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado (Texto para discussão, n. 66).
- IMF. (2007). **How should a central bank be treated for tax purposes?** Legal Department. Jul. 2007.

- INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. (2018). **Tópico especial**: regras fiscais no Brasil. RAF - Relatório de Acompanhamento Fiscal. Jan. 2018.
- KEYNES, J.M. (1978). **A Treatise on Money**: the pure theory of Money. In: The collected writings of John Maynard Keynes, vol. V. London: Macmillan. 1930 [1978].
- \_\_\_\_\_. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. New York: Harcourt-Brace & World, Inc.
- LEISTER, M. D; MEDEIROS, O. L. (2016). **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária**: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.
- LEITE, H. (2018). **Manual de Direito Financeiro**. Editora JusPodivm, v. 7, 2018.
- LIENERT, I. (2009). **Modernizing Cash Management**. FMI – Technical notes and manuals. Fiscal Affairs Department.
- LOPREATO, F. L. C. (2000). **O endividamento dos governos estaduais nos anos 90**. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2000. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 94).
- \_\_\_\_\_. (2002). **O colapso das finanças estaduais e a crise da Federação**. São Paulo, Editora Unesp/Unicamp. IE, 2002.
- \_\_\_\_\_. (2004). **A situação financeira dos Estados e a reforma tributária**. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2004. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 115).
- \_\_\_\_\_. (2008). **Problemas de gestão da dívida pública brasileira**. Campinas: IE-Unicamp, TD 139, 2008.
- \_\_\_\_\_. (2013). **Caminhos da política fiscal do Brasil**. Editora Unesp, 2013.
- \_\_\_\_\_. (2014). **Dívida Pública: o limiar de mudanças?** In: CALIXTRE, André Bojikian; BIANCARELLI, André Martins; CINTRA, Marcos Antônio de Macedo (Org.). Presente e Futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA, 2014
- MENDES, M. (2016a). **A Lei 11.803/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central**. In: BACHA, Edmar. (org). A crise fiscal e monetária brasileira. 1. Ed. – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016

\_\_\_\_\_. (2016b). **Depósito remunerado no banco central**: avanço institucional ou contabilidade criativa? Boletim Legislativo. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa – Senado Federal. n. 45. Mar. 2016

\_\_\_\_\_. (2016c). **O impacto fiscal das propostas de refinanciamento da dívida dos estados**. Boletim Legislativo. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa – Senado Federal. n. 44. Mar. 2016

MINSKY, H. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_. (1994). **Integração financeira e política monetária**. Economia e Sociedade, n. 3, dez. 1994.

NYAWATA, O. (2012). **Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity**: the main considerations. International Monetary Fund, 2012.

OLIVEIRA, G. C. (2009). **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. Campinas, SP. 2009.

PELLEGRINI, J. A. (2017a). **As operações compromissadas do Banco Central**. IFI – Estudo Especial n. 3. Outubro de 2017.

\_\_\_\_\_. (2017b). **Dívida pública brasileira**: mensuração, composição, evolução e sustentabilidade. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/ Conleg/Senado, 2017. (Texto para Discussão n. 226).

\_\_\_\_\_. (2017c). **Reservas internacionais do Brasil**: evolução, nível adequado e custo de carregamento. Brasília: Senado Federal, Instituição Fiscal Independente. 2017. (Estudo Especial n. 1).

PEREIRA, T.; SIMÕES, A. (2010). **O papel do BNDES na alocação de recursos**: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 33, pp. 5-54, jun. 2010.

PESSOA, M.; WILLIAMS, M. J. (2013). **Government cash management**: relationship between the treasury and the Central Bank. International Monetary Fund, 2013.

PINTO, E. G. et al. (2017) **LDO deve estimar riscos fiscais da relação entre Tesouro e Banco Central**. Conjur. Disponível em: <https://bit.ly/2lhCIGU>

PIRES, M. (2018). **Uma análise da regra de ouro no Brasil**. FGV/IBRE, 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2NY4ep2>.

- QUEIROZ FILHO, L. G. (2016). **A relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil**. MPF - II Jornada de Debates sobre a Dívida Pública. 2016. Disponível em: <https://bit.ly/2R3huKC>
- RULE, G. et al. (2015). **Understanding the central bank balance sheet**. Handbooks, 2015.
- SAFATLE, C. (2017). **Para governo, caixa do BNDES está sobrando**. Valor Econômico, 06 de outubro de 2017. Disponível em: <https://bit.ly/2PeKiTj>. Acesso em 02 de mar. de 2018.
- SCHWARZ, C. et al. (2014). **Why accounting matters: a central bank perspective**. European Central Bank - Occasional Paper Series N. 153/May 2014.
- SECRETARIA DE ORÇAMENTO E FINANÇAS. (2012), **Ementário de classificação das receitas orçamentárias da União**. Brasília. 2012.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. (2015). **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES**. 6º bimestre de 2015. Disponível em: <https://bit.ly/2kdAxnv>
- \_\_\_\_\_. (2017a). **Regra de Ouro – CF art. 167, III**. Out. 2017.
- \_\_\_\_\_. (2017b). **Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais 2016**. Dez. 2017. Disponível em: <https://bit.ly/2Ra8JDd>
- \_\_\_\_\_. (2018a) **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES**. 4º bimestre de 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2J2d6sL>
- \_\_\_\_\_. (2018b). **Informe Dívida - Regra de Ouro**. Maio de 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2Kc5O5p>
- \_\_\_\_\_. (2018c). **Informe Dívida – De onde vem o desequilíbrio na Regra de Ouro?** Novembro de 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2R5QFKl>
- SILVA, A.C.M. (2016). **O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos bancos centrais**. Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2016. (Texto para Discussão, n. 2.224).
- SMITH, G.; NUGÉE, J. (2015). **The changing role of central bank foreign exchange reserves**. Official Monetary and Financial Institutions Forum, 2015.
- TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (2018). **Saldo remanescente do Fistel pode ser usado pelo Tesouro Nacional, diz TCU**. Novembro de 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2C6EEdn>

TUCKER, P. (2016). **The political economy of central bank balance sheet management**. In: conference paper presented at Implementing Monetary Policy Post-Crisis: What Have We Learned. 2016.

WILLIAMS, M. (2004). **Government cash management: good and bad practice**. World Bank Technical Note, 2004.

WORLD BANK. (2007). **Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework**. Policy Research Working Paper. n. 4369. Sept. 2007.