



XXI PRÊMIO TESOURO NACIONAL 2016

1: Política Fiscal

**Emissão de Títulos Públicos e outros Aspectos da Institucionalidade
entre Autoridades Monetária e Fiscal.**

Mauricio Dias Leister

2016

Resumo: Este trabalho trata de aspectos que envolvem o desenho institucional do relacionamento entre a autoridade fiscal, o Ministério das Finanças - TN¹ e a autoridade monetária, o Banco Central (BC). Um arranjo institucional adequado contribui, entre outros aspectos, para a minimização do desperdício de recursos públicos, para o reforço da autonomia operacional da autoridade monetária, para o equilíbrio da liquidez do mercado monetário, para redução dos custos de financiamento da dívida pública e para melhor *accountability* na administração pública.

O desiderato deste trabalho passa por não só compreender esses aspectos do ponto de vista da literatura acadêmica internacional, mas também revelar como é o desenho institucional brasileiro. Diante dessa formatação, a monografia permite, ao final, avaliar quão aderente às melhores práticas está o arranjo brasileiro, bem como indicar possíveis melhorias para maximizar os ganhos de um relacionamento robusto entre TN e BC.

A análise do relacionamento entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária se dará em especial sobre a utilização de títulos públicos para fins de política monetária. Também serão apresentados outros aspectos do relacionamento entre essas instituições: (i) o tratamento do resultado contábil do BC, (ii) os custos de financiamento das reservas internacionais e (iii) o tratamento dos depósitos das disponibilidades financeiras da União.

Palavras-Chave: Títulos públicos. Relacionamento entre Tesouro e Banco Central. Gestão da liquidez. Política monetária

¹Daqui em diante o texto se utilizará da sigla TN para fazer alusão à autoridade fiscal. No caso brasileiro, a administração dos recursos arrecadados é realizada pela Secretaria do Tesouro Nacional/TN. No entanto, vale lembrar que em outros países a autoridade fiscal pode ser representada por entidade que não seja o equivalente ao Tesouro Nacional brasileiro.

Sumário

1. Introdução.....	4
2. O uso de títulos públicos para fins de política monetária.....	5
3. Outros aspectos da institucionalidade entre Ministério da Fazenda e Banco Central .	31
4. Conclusão.....	50
5. Bibliografia	54

1. Introdução

A análise do relacionamento entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária se dará em especial sobre a utilização de títulos públicos para fins de política monetária. Também serão apresentados outros aspectos do relacionamento entre essas instituições: (i) o tratamento do resultado contábil do BC, (ii) os custos de financiamento das reservas internacionais e (iii) o tratamento dos depósitos das disponibilidades financeiras da União.

Nesse sentido essa monografia faz uma resenha da literatura internacional e uma avaliação da experiência brasileira quanto a esses temas. Na Seção 2, será tratada a temática do uso de títulos públicos para fins de política monetária, tanto do aspecto teórico quanto empírico. A seção 3 tratará de outros itens do relacionamento entre TN e BC, especificamente a subseção 3.1 se debruçará sobre o resultado contábil do BC, ficará claro que uma boa regra permite que os resultados negativos do BC não criem constrangimentos na condução da política monetária, permitindo que esta possa perseguir plenamente seus principais objetivos². Por outro lado, um tratamento eficiente do resultado positivo da autoridade monetária contribuirá para uma trajetória sustentável das finanças públicas, bem como para minimizar o desperdício de recursos públicos.

A gestão das disponibilidades financeiras da União é tema da subseção 3.2, onde ficam evidentes os custos da desorganização da gestão desses recursos e as vantagens e

² A discussão sobre quais objetivos a política monetária deve perseguir é bastante controverso e não será tratado nesse trabalho. Eles podem variar de acordo com a linha de pensamento econômico que se consulte: estabilidade do nível de preços, estabilidade financeira e/ou elevado nível de emprego. De qualquer forma, o que se quer dizer é que um eficiente regimento do uso do resultado do BC contribui para que este ente sinta-se livre de amarras institucionais para perseguir plenamente seus objetivos, sejam eles quais forem de acordo com a crença dos formuladores de política econômica.

desvantagens de se manter a custódias desses valores no BC ou em bancos comerciais. A remuneração da conta que recebe tais disponibilidades financeiras é tratada na subseção 3.3.

2. O uso de títulos públicos para fins de política monetária

Conforme publicado no jornal Valor Econômico em 04/04/2016³, um arranjo possível na condução da política monetária é o Banco Central do Brasil (BCB) voltar a emitir títulos públicos, como era permitido até sua vedação pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), aprovada em 2001. A emissão de títulos por um Banco Central (BC) é assunto diretamente relacionado com gestão de liquidez, relacionamento com a autoridade fiscal, desenvolvimento do mercado financeiro e endividamento público. Portanto, percebe-se que a resposta à pergunta tema do artigo não é trivial. E disso não se segue que um BC emitir títulos próprios seja indiferente. Esse trabalho irá mostrar sob quais condições e contexto a emissão de títulos do BC não se mostra a opção mais conveniente em oposição à alternativa de uso exclusivo de títulos do Tesouro Nacional (TN).

Para um melhor entendimento do debate é importante ter clara a resposta para a seguinte pergunta: por que um BC precisa de títulos⁴? A necessidade mais imediata de títulos na carteira de um BC reside na gestão do nível de liquidez em uma economia. Como ficará claro ao longo deste trabalho, a gestão de liquidez é função inerente à autoridade monetária.

³ Vide artigo intitulado “BC quer voltar a emitir títulos”.

⁴ Vale lembrar que esses títulos podem ser do próprio BC, do TN ou de entes privados.

Outros instrumentos constantes no balanço de um BC, além dos títulos, podem influenciar a liquidez em mercado, entre estes a compra e venda de reservas internacionais. Ocorre que, em geral, esses outros instrumentos, embora afetem a liquidez, não são geridos com este objetivo. As compras e vendas de reservas internacionais, por exemplo, são geridas seguindo os objetivos colocados para a política cambial e não para a gestão de liquidez. Dito de outra forma, o instrumento clássico utilizado com objetivo primário de gestão de liquidez são os títulos, e estes serão o alvo deste trabalho.

Tais títulos podem ser operacionalizados para a gestão de liquidez em arranjos diversos: operações definitivas de compra e venda de títulos e operações compromissadas lastreadas em títulos são exemplos comuns. Estes títulos, em geral, são emitidos por entidades públicas, TN e/ou BC. E por que a liquidez precisa ser constantemente balanceada? Caso a liquidez não seja equilibrada, a taxa de juros do mercado bancário tenderia a se situar acima ou abaixo da taxa de juros estipulada pela meta do BC, a depender se o sistema financeiro se encontra em escassez ou excesso de liquidez. Ou seja, se a gestão de liquidez não for realizada de forma a manter a taxa de juros de mercado alinhada com a taxa meta que o próprio BC determina, a política monetária se mostrará ineficaz na perseguição da estabilidade de preços, entre outras distorções que podem surgir no sistema econômico.

Tendo em conta a relevância da liquidez, o uso de títulos públicos para o seu gerenciamento e os trabalhos acadêmicos sobre o assunto, este artigo analisa na seção 2 os aspectos teóricos em relação ao uso de títulos do TN ou do BC para gestão da liquidez. Em seguida, na seção 3, será apresentada a análise empírica sobre o tema.

Finalmente, a seção 4 se debruça sobre o caso brasileiro. As seções 5 e 6 apresentam conclusão e bibliografia.

2.1 Análise teórica

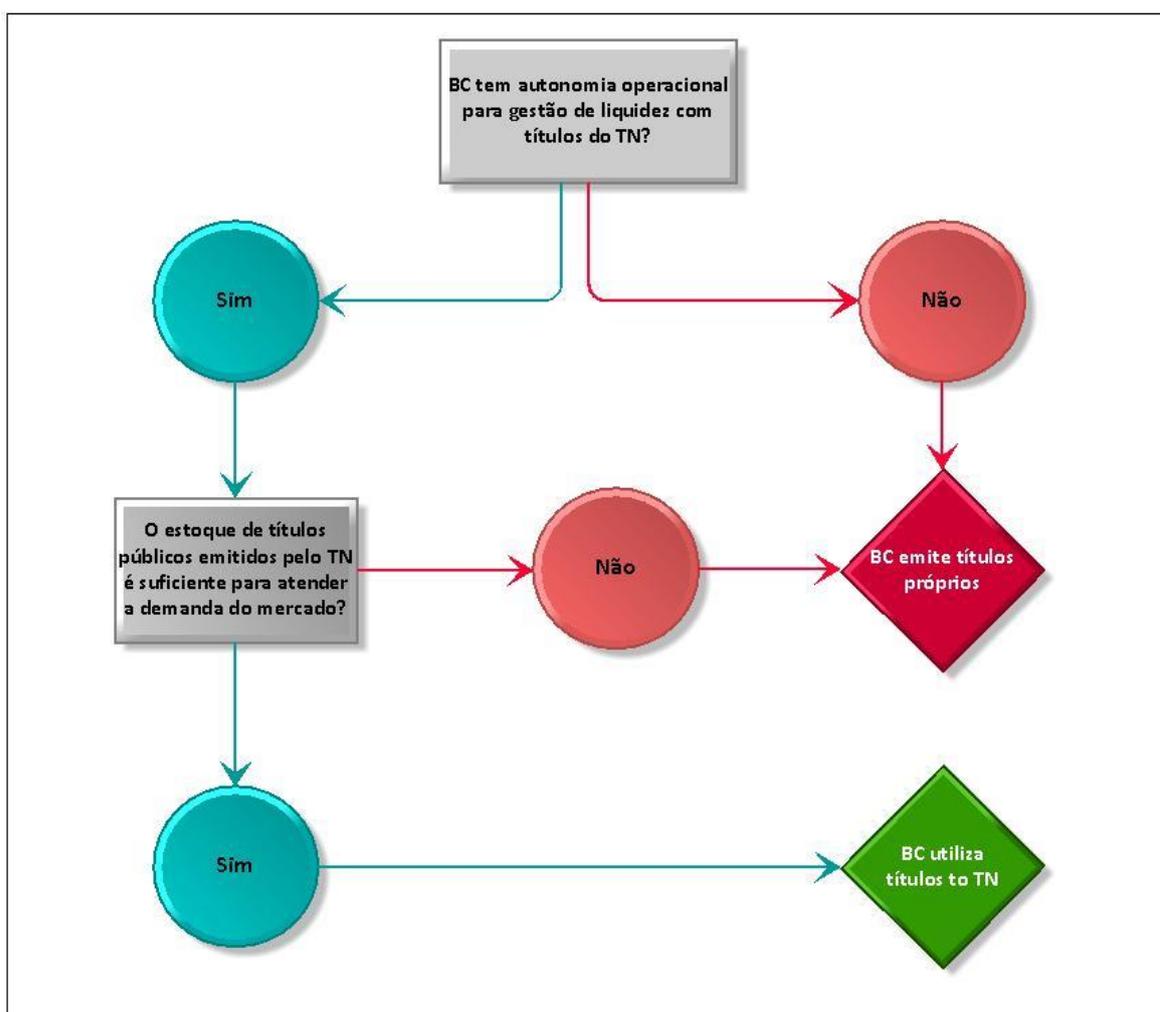
Como princípios básicos norteadores, a decisão pela utilização de títulos do BC para gestão da liquidez somente deve ser acatada após responder negativamente a quaisquer das duas perguntas abaixo:

- 1. O BC tem autonomia operacional garantida para gestão de liquidez com uso de títulos do TN?**
- 2. O estoque de títulos públicos emitidos pelo TN é estruturalmente suficiente para atender a demanda do mercado por ativos de renda fixa?**

Dito de outra forma, caso as respostas para as duas perguntas sejam positivas, conjuntamente, a melhor opção é o uso de títulos do TN (na carteira do BC) para gestão da liquidez⁵. Ou seja, títulos emitidos pelo BC são indicados apenas em casos onde a autoridade monetária não tenha autonomia operacional adequada para adquirir títulos do TN ou o mercado de títulos da dívida pública seja estruturalmente aquém da demanda e da necessidade de fomento ao mercado de renda fixa. O diagrama abaixo traz uma representação esquemática dessa decisão.

⁵As motivações para essa opção serão detalhadas ao longo do texto. Embora haja uma aparente indiferença entre usar título do TN ou do BC no caso de as respostas às duas perguntas serem positivas, nesse momento vale citar que o uso exclusivo de títulos do TN evita e/ou minimiza uma série de problemas quando se tem dois emissores soberanos. Entre eles: conflito com o gerenciamento da dívida pública; potencial enfraquecimento do balanço do BC; potencial conflito para o BC entre a função de autoridade monetária e emissor de título; e menor percepção integrada do financiamento do setor público.

Diagrama de decisão para emissão de títulos do BC



Fonte: Elaboração própria

Apesar da simplicidade de tais questionamentos na definição de uma questão complexa, as respostas estão embebidas de complexidades típicas do arranjo institucional entre BC e TN e do nível de desenvolvimento do mercado financeiro. Os próximos parágrafos abordarão sucintamente como estes dois aspectos estão relacionados ao tema desse estudo.

Autoridade monetária e fiscal são entes umbilicalmente ligados, de forma que decisões tomadas por uma afeta a outra e vice-versa. De forma geral, pode-se dizer que os principais aspectos do relacionamento entre BC e TN recaem sobre:

1. Tratamento do resultado contábil do BC;
2. Tratamento dos depósitos das disponibilidades financeiras da União;
3. Custos de financiamento das reservas internacionais; e
4. Utilização de títulos públicos para fins de política monetária.

O desenho desse arranjo é variado ao redor do mundo, sendo possível observar uma diversidade razoável de práticas e idiosincrasias em cada caso. Isso não significa que seja impossível capturar alguns princípios norteadores de melhores práticas na institucionalidade entre TN e BC⁶:

1. O resultado contábil do BC oriundo exclusivamente de variações cambiais não realizadas não deve ser transferido ao TN;
2. As disponibilidades financeiras do TN devem ser centralizadas em uma conta única, de preferência custodiada no BC e remunerada;
3. Evitar que o patrimônio líquido do BC fique estruturalmente negativo, a depender do grau de confiança que o BC inspire nos agentes do mercado e de sua atuação como supervisor do sistema financeiro; e
4. É preferível que o BC se utilize de títulos públicos emitidos pelo TN para fins de execução da política monetária. Para que tal preferência seja viável o BC deve ter autonomia operacional para carregar em sua carteira uma quantidade de títulos adequada para condução da política monetária.

⁶ Este trabalho se concentra na questão do instrumento utilizado pelo BC para gestão da liquidez em mercado, para uma melhor compreensão dos demais aspectos que envolvem o relacionamento entre TN e BC ver Leister e Medeiros (2012).

O quarto princípio listado é o objeto de pesquisa desse estudo. Imagine se ele não for observável. Considere um BC possui uma carteira de títulos do TN e em algum momento adiante ele vê que sua carteira de títulos está ficando esvaziada e precisará enxugar liquidez em mercado. Caso não haja um mecanismo bem desenhado garantindo que ele possa solicitar ao TN novo aporte de títulos em sua carteira e que essa demanda seja prontamente atendido, a autoridade monetária se verá de mãos atadas para enxugar a liquidez. Conseqüentemente, a condução da política monetária será duramente afetada, colocando em risco o equilíbrio da taxa de juros de curto prazo, a formação de taxas ao longo da estrutura a termo de taxa de juros, a manutenção da estabilidade de preços e o nível de confiança dos agentes econômicos.

Fica claro, portanto, que a autonomia operacional na obtenção de títulos do TN pelo BC é um item caro à política monetária e ao equilíbrio macroeconômico de um país. Por essa razão a primeira pergunta supracitada na seção 2 está relacionada a esse ponto. Ou seja, caso tal autonomia não se verifique, e não seja possível atuar nesse sentido para a melhoria do arranjo insitucional, é indicado que o BC passe a emitir seus próprios títulos como forma de contornar essa limitação institucional e eliminar esse risco para a política monetária.

A segunda questão dos princípios norteadores, por sua vez, está relacionada à demanda de mercado por títulos públicos e ao fomento do mercado financeiro. Ou seja, mesmo em casos onde o arranjo institucional poderia garantir ao BC autonomia operacional para trabalhar com títulos do TN, pode ser interessante o uso de títulos públicos do BC caso o volume de títulos públicos do TN em mercado seja insuficiente para atender à demanda

e à necessidade de desenvolvimento do mercado financeiro⁷, gerando um mercado de dívida soberana pouco ativo. Este pode ser o caso em países onde o governo tem se beneficiado de consideráveis influxo de recursos de exportações de *commodities* e executa um orçamento equilibrado, assim como tem limitações para realizar emissão de dívida soberana.

O desenvolvimento do mercado de títulos públicos pode gerar externalidades às políticas macro e microeconômicas. Em relação às políticas macroeconômicas, Silva, Garrido e Carvalho (2009) afirmam que:

um mercado de dívida desenvolvido pode: reduzir a necessidade de financiamento dos déficits do governo e evitar sua exposição excessiva a dívidas denominadas em moeda externa; fortalecer a transmissão e a implementação da política monetária, incluindo o alcance de metas de inflação; viabilizar a suavização de gastos de consumo e investimento como resposta a choques; auxiliar na redução da exposição do governo a taxas de juros e a outros riscos financeiros; e reduzir os custos do serviço da dívida no médio e no longo prazos por meio do desenvolvimento de um mercado de dívida mais líquido.

Os mesmos autores ainda defendem que no campo microeconômico:

o desenvolvimento do mercado de títulos é capaz de: aumentar a estabilidade e a intermediação financeiras por meio de maior competição e desenvolvimento de infraestrutura, produtos e serviços; auxiliar na mudança de um sistema financeiro primário (orientado para bancos) para um sistema mais diversificado, no qual o mercado de capitais pode complementar o financiamento bancário; viabilizar a introdução de novos produtos financeiros, à medida que a curva de juros (*yield curve*) do país se desenvolve, incluindo *repos*, derivativos e outros produtos que podem melhorar o gerenciamento de risco e a estabilidade financeira; e envolver a criação de uma completa

⁷ Chile, Coréia, Hong Kong e Tailândia são exemplos desse fenômeno

infraestrutura de informação legal e institucional que beneficie o sistema financeiro como um todo.

Como já dito anteriormente, se o arranjo institucional entre TN e BC garante autonomia operacional à autoridade monetária e há tamanho do mercado de dívida do TN suficiente para fomento do mercado financeiro, então a opção por uso exclusivo de títulos do TN é a mais indicada. Resta então, compreender os motivos pelos quais, nesse contexto, o título do BC não é a melhor alternativa.

Como ponto de partida, vale dizer que ambos, títulos do TN ou BC, são estritamente equivalentes quando se considera exclusivamente características desejadas que um ativo a ser utilizado para execução da política monetária deve ter. Ou seja, em essência, os títulos do TN e do BC possuem características similares, o que os habilitam igualmente a cumprirem a função de administração da liquidez. Nesse sentido, Nyawata (2012) mostra que ambos os títulos possuem os seguintes atributos:

- o valor mobiliário em questão deve estar sob controle do BC;
- deve estar disponível em montante e maturidades suficientes;
- possibilita o fomento aos mecanismos de transmissão da política monetária;
- ser compatível com a independência operacional do BC;
- ser líquido; e
- possuir risco de crédito mínimo.

Estas duas últimas características podem estar presentes tanto em títulos do BC quanto do TN, e atuam no sentido de evitar perdas financeiras ao BC. As demais listadas

dependem em algum grau dos arranjos institucionais existentes entre TN e BC, que nesse ponto assumimos um desenho que garanta autonomia operacional ao BC.

Entretanto, o título do TN é preferível quando se consideram outros aspectos:

- i. potencial conflito com o gerenciamento da dívida pública;
- ii. política pública de fomento ao mercado financeiro;
- iii. títulos do BC podem enfraquecer o balanço da própria autoridade monetária, dado o peso dos juros sobre esses títulos;
- iv. títulos emitidos pelo BC podem gerar conflito de interesse entre a função de autoridade monetária e emissor de título; e
- v. visão integrada do financiamento do setor público.

A partir deste ponto, então, faremos uma breve análise desses aspectos para melhor esclarecer os motivos da preferência pelos títulos do TN. Quando o BC passa a emitir títulos públicos, os agentes se veem diante de dois emissores de dívida pública soberana (TN e o próprio BC)⁸. A partir daí surge o conflito potencial com os objetivos do governo na gestão da dívida pública. Nesse quesito, um aspecto a considerar é a potencial fragmentação de mercado. Isso porque pode-se afirmar que títulos do BC tendem a operar na ponta curta da curva de juros, em geral com maturidades inferiores a 12 meses, enquanto os títulos do TN tendem a se concentrar nos vencimentos mais longos. Com isso, em momento de maior estresse no mercado os agentes podem recorrer aos títulos do BC, seja porque são títulos tradicionalmente de menor maturidade, ou porque há a

⁸ O TN emite título principalmente com o objetivo de financiamento dos déficits do governo, bem como de suavização da carga tributária. Para uma melhor compreensão da dívida pública e suavização da carga tributária ver Colbano e Leister (2015).

percepção de que o BC tem menos risco de crédito, dado que ele é o emissor de moeda por excelência.

Ocorre que em momentos de maior volatilidade no mercado, o TN, para não chancelar taxas de juros excessivamente elevadas em seus títulos mais longos, geralmente opta por recorrer a maior emissão de títulos de curto prazo⁹. Se nesse momento ele verificar competição com os títulos de curto prazo do BC, pode ter de arcar com taxas de juros mais altas que as praticadas pelo BC para o mesmo prazo (inferior a 12 meses). E o efeito negativo não se circunscreve apenas a esse fato, pois ao observar concorrência e consequentes taxas mais altas nos títulos de curto prazo, o TN poderá observar uma contaminação de elevação de taxa em toda a curva de juros. Ou seja, com dois emissores de dívida soberana há potencial de elevação de custo de gestão da dívida pública, de prejuízo à liquidez dos títulos do TN e maior instabilidade asua gestão. O estudo de Yi (2014) também aponta conclusões nesse sentido.

Outro aspecto em relação ao potencial conflito com o gerenciamento da dívida pública é a maior dificuldade de o TN promover alongamento e construção de uma curva de juros de médio e longo prazos. A razão desse efeito potencial reside no fato de o BC, ao oferecer enxugamento de liquidez a taxas competitivas e na ponta curta da curva de juros, pode canibalizar o mercado demandante potencial de títulos do TN.

Com uma apropriada estrutura de vencimentos, o uso do mesmo instrumento tanto para gestão da dívida como para política monetária fortalece o papel de títulos do TN como

⁹ Mesmo considerando a hipótese em que não haja necessidade de mais emissão de títulos curtos pelo TN, os papéis emitidos previamente ao período de maior volatilidade continuariam sendo negociados no mercado secundário até o vencimento. Portanto, seus preços seriam necessariamente influenciados pelos preços dos títulos emitidos pelo BC. Com isso, toda a curva de captação do TN seria afetada.

uma ferramenta para desenvolvimento do mercado financeiro. Ainda mais, no cenário de emissão de títulos também por parte do BC, acaba-se tendo dois emissores de dívida soberana, o que pode prejudicar a liquidez, bem como potencial corrida para títulos do BC em detrimento dos títulos do TN em momentos de maior instabilidade financeira.

Em relação ao aspecto de fomento ao mercado financeiro (ii), vale dizer que o uso de títulos emitidos pelo BC limita as externalidades para o desenvolvimento do mercado monetário, dado que a participação é muitas vezes circunscrita a bancos. Ainda no sentido de desenvolvimento do mercado de renda fixa, pode-se dizer que os títulos do TN cumprem melhor a função de servir como referência de preços para outros ativos financeiros, bem como para extrair informações sobre a inflação. Pode-se também considerar os títulos do TN virtualmente livres de risco de crédito, servindo como garantia para mercados afins, como compromissadas e derivativos. Por fim, esses mesmos títulos permitem concentrar liquidez em poucos vencimentos-chave. Ou seja, o uso exclusivo de títulos do TN tem maior potencial de fomento do mercado financeiro, e nesse sentido Nyawata (2012) afirma que eles facilitam o desenvolvimento das curvas de juros, que se constituem elementos cruciais para os sinais da política monetária. E uma bem-sucedida emissão de sinais da política monetária reflete uma melhoria dos canais de transmissão desta.

Outro ponto desfavorável ao uso de títulos do BC é o possível enfraquecimento do balanço da autoridade monetária (iii) com conseqüentes ameaças à credibilidade da instituição. Isso porque o BC teria que suportar o pagamento de juros de seus títulos, o que pode ser bastante volumoso em casos de altos patamares de taxa de juros e elevada liquidez. Já no caso de o BC utilizar títulos do TN, o pagamento dos juros é realizado pelo

TN via transferência desses valores ao BC. Nesse sentido, Yi (2014) aponta que o aumento da dívida do BC causada pela emissão de seus próprios títulos pode afetar adversamente a solidez financeira do mesmo. O pagamento de juros da emissão de títulos do BC poderia ser seguido pelo aumento no custo.

Há uma desvantagem adicional em relação aos títulos do BC relacionada ao potencial de geração de conflito de interesse dentro do próprio BC entre a função de autoridade monetária e emissor de título (iv). O primeiro papel tende a deixar o mercado determinar a taxa, o segundo preza pela minimização de custo. Tal conflito pode inclusive gerar taxas diferentes para mesma maturação de títulos emitidos pelo BC e TN. Dito de outra forma, essa dualidade pode representar elevação do custo para o setor público, tendo em vista que o BC não tem o custo como uma das variáveis endógenas na formação do preço dos seus títulos¹⁰.

Por fim, Nyawata (2012) declara um ponto adicional de preferência por títulos do TN devido ao fato de que estes permitem obter uma perspectiva integrada do setor público (v). Tal visão integrada considera a situação financeira global do BC e do governo como um todo. Os governos podem optar por reconhecer o custo de operações de esterilização explicitamente em seus orçamentos ou indiretamente nos balanços dos bancos centrais, resultando em reduzida distribuição de resultados positivos para o governo e/ou perdas que prejudicam o balanço do banco central, podendo gerar necessidade de recapitalização.

¹⁰Esse parece ser o caso na Coreia do Sul, conforme exposto adiante na seção 3.

2.2 Análise empírica

Após o entendimento do exposto na seção 2, com um viés teórico, é natural surgir a curiosidade de como esse assunto tem sido tratado na prática ao redor do mundo. E aí tem que se tomar cuidado para não proceder uma análise superficial de simplesmente buscar a proporção dos países que fazem uso de títulos do TN ou BC, e daí extrair alguma conclusão empírica. Ou seja, é preciso também analisar como os princípios norteadores elencados na seção 2 se consolidam no conjunto dos países analisados. Pode-se inferir que, em geral, as melhores práticas, no que diz respeito ao instrumento de política monetária, se refletem nos países com maior grau de desenvolvimento econômico-financeiro.

Empiricamente verifica-se que os bancos centrais se dividem praticamente de forma igualitária em três grupos: aqueles que somente utilizam títulos do TN, os que fazem uso apenas de títulos próprios e os que utilizam ambos. Nesse sentido, Gray e Pongsaparn (2015) dão publicidade aos resultados do questionário do *Information System for Instruments of Monetary Policy* (ISIMP), conduzido a cada 2-3 anos e respondidos em sua última versão em 2013 por 125 países, uma amostra bastante significativa. Os autores mostram que nas últimas quatro edições do questionário a proporção de países que utilizam títulos próprios do BC manteve-se estável, variando entre 33% e 38% da amostra.

Ao se analisar o conjunto de economias avançadas¹¹ e zona do euro dentro do grupo de respondentes do questionário percebe-se que há forte preferência pelo uso exclusivo de

¹¹ Para essa análise utilizou-se a classificação de nível de desenvolvimento divulgada pelo FMI em <http://www.iTN.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/groups.htm>

títulos do TN, sem uso ou permissão de títulos do BC. Em apenas 3 das 16 economias avançadas e zona do euro o BC emite títulos próprios. A saber: Dinamarca, Islândia e Coréia do Sul. Os demais, onde o BC não emite, são: Austrália, Canadá, República Tcheca, Israel, Japão, Latvia, Nova Zelândia, Noruega, Singapura, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos e Zona do Euro. Assim sendo, pode-se dizer que há indicativo empírico de que a melhor prática tende a ser não permitir que o BC emita títulos próprios. Obviamente, como ficou claro na seção anterior, pode ocorrer de a estrutura institucional e/ou nível de desenvolvimento do mercado de renda fixa irem na direção contrária, onde o BC emitir título surja como a melhor opção.

Yi (2014) tece a mesma avaliação ao afirmar que “os países avançados empregam mais títulos do Tesouro enquanto os países emergentes parecem usar mais títulos do BC. Além disso, dois emissores soberanos trazem vários problemas”.

Do ponto de vista de arranjo legal, Gray e Pongsaparn (2015) mostram, com base em uma amostra de 57 países, que a legislação de 26% desses países proíbe a emissão de títulos pelo BC; o ordenamento jurídico de 33% da amostra permite a emissão, mas não se faz uso na prática de títulos do BC; e a parcela de 41% tem permissão legal e faz uso dessa prerrogativa com emissão de títulos da autoridade monetária. Infelizmente não há abertura dessa informação por grau de desenvolvimento, mas seria possível inferir, como visto nos parágrafos anteriores, que as economias avançadas devem se concentrar nos dois primeiros grupos.

Se a opção for emitir título do BC é importante observar uma prática de limitar o prazo de tais títulos para minimizar conflitos com o gerenciamento da dívida pública pelo TN. Gray

e Pongsaparn (2015) e Nyawata (2012) mostram que empiricamente, entre os países onde o BC tem títulos próprios, a maturação de tais títulos tende a ser de até um ano, com moda em torno de um mês. Há poucos casos onde a maturação é maior, como no caso do Chile onde esta atinge 5 anos¹².

O estudo de Yi (2014) revela um fato empírico sobre a segmentação de mercado quando da existência de dois emissores de títulos soberanos. Como dito na seção anterior, um risco nesse contexto ocorre em momentos em que tanto o TN quanto o BC optam por emitir títulos de mesma maturidade, por conta de um período de maior volatilidade no mercado, por exemplo. O autor traz o exemplo da Coreia do Sul em dois momentos do tempo, dezembro de 2007 e abril de 2008. De acordo com a figura 1, as taxas de juros dos títulos do governo e do BC diferiram apesar de possuírem a mesma maturidade. Os rendimentos dos dois títulos com uma maturidade de um ano são os mesmos, mas os rendimentos dos títulos de dois anos divergem¹³. Além disso, as curvas de juros de abril de 2008 mostram uma grave distorção, as taxas dos títulos do BC sobem à medida que a maturidade aumenta, ao passo que os rendimentos dos títulos do Tesouro caem até a maturidade de três anos seguido por reversão das taxas. Isso implica que a estrutura a termos das taxas de juros não é bem formada, dificultando a obtenção de uma referência para as taxas de juros de outros títulos, incluindo os corporativos. Ou seja, dificulta-se a estabilidade de todo o mercado de renda fixa.

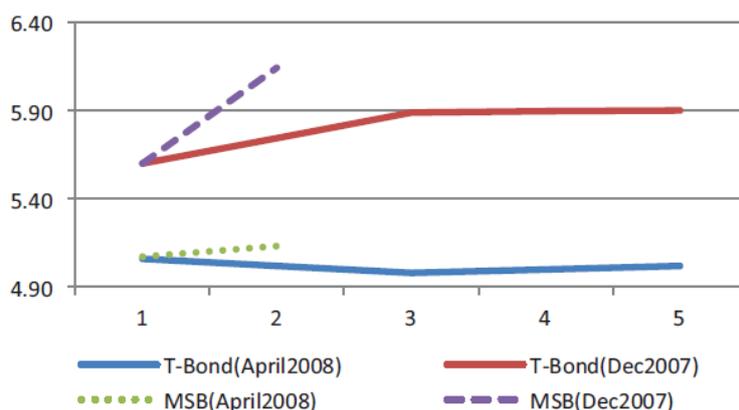
Analisando o leste asiático, McCauley (2003), no documento do *BIS Quarterly Review*, considera que há potencial sinergia entre o crescimento das reservas internacionais em

¹² Importante salientar que no caso chileno apenas o BC é emissor de títulos públicos soberanos federais.

¹³ O BC coreano emite títulos com maturidades entre 14 dias e 2 anos, com 2 anos sendo o mais comum.

países emergentes da região e o desenvolvimento do mercado de títulos. A sinergia viria do uso exclusivo, pelo BC, de títulos do TN para levar a cabo as operações de esterilização das reservas internacionais.

Figura 1 – Taxas e maturidades de títulos do Governo e do Banco Central da Coreia do Sul*



*MSB=Monetary Stabilisation Bond (título do BC)

Fonte: Yi (2014)

Dito de outra forma, o autor defende, considerando alguns aspectos¹⁴, a migração de um arranjo onde haja coexistência dos dois títulos para um sistema onde o BC utilize títulos do TN, com o sistema econômico lidando apenas com um emissor soberano. Na avaliação do autor o TN ao emitir títulos da dívida pública para além da necessidade de financiamento do setor público e depositar esse excedente no BC, para que ele conduza a política monetária, tem o benefício de tornar o mercado de títulos mais líquidos e, portanto, mais atraente para investidores. Outros efeitos benéficos seriam a concentração das emissões de títulos públicos em alguns vértices no tempo; a melhor organização do sistema de *Dealers*¹⁵ e construção de plataformas de negociação de títulos; desenvolvimento do mercado de compromissadas e derivativos; eficiência de sistemas de

¹⁴ Aspectos esses relacionados a: remuneração dos depósitos do governo, maturidade dos títulos do TN utilizados para esterilização de reservas internacionais, interpretação das agências de *rating* em relação aos títulos do TN na carteira do BC e procedimento orçamentário da esterilização de reservas internacionais.

¹⁵ *Dealers* é o termo técnico dado às instituições financeiras que formam um grupo de compradores e negociadores de títulos públicos credenciados a operar com o Governo, que possuem direitos e obrigações específicos.

liquidação e custódia de títulos; e melhor mitigação do risco de contraparte no sistema financeiro.

2.3 O caso brasileiro

Antes da criação da Secretaria do Tesouro Nacional, em 1986, o Banco Central do Brasil era responsável pela gestão da dívida pública interna e também emitia títulos para a execução da política monetária, observados limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional¹⁶. E como mostra Araújo (2001), nesse contexto:

em função de possíveis interpretações errôneas, que a referida duplicidade de atribuições poderia acarretar (...) é imperativo reconhecer que tal sistemática se constituía em fonte potencial de distorções de preços dos ativos negociados no mercado financeiro de um modo geral. Isso posto, o Governo Federal desenvolveu esforços no sentido de solucionar definitivamente o problema. Assim, em 10 de março de 1986, o Decreto 92.452 criou a Secretaria do Tesouro Nacional.

Araújo (2001) ainda mostra que a proibição do BC emitir títulos foi um passo do avanço institucional referente ao relacionamento entre TN e BC. Nas palavras do autor:

O Decreto 94.443, de 12 de junho de 1987, determinou a transferência, do Banco Central para o Ministério da Fazenda, a partir de 1.1.1988, da atribuição de administrador da dívida mobiliária da União. Atualmente, essa atividade está a cargo da STN. Como corolário do esforço empreendido no sentido de organizar as contas do setor público brasileiro, em maio de 2000 foi promulgada a Lei Complementar 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal), que, em seu artigo 34, impede o Banco Central de fazer emissão de dívida mobiliária a partir de 5 de maio de 2002.

¹⁶ Vide as seguintes legislações: Decreto-Lei 263/1967 e Lei Complementar 12/1971

Por outro lado, a LRF permite que o BC adquira títulos do TN na data de emissão, a preço de mercado, com o fim exclusivo de refinanciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira. Deve-se ter em mente que esse tratamento apenas consolidou o entendimento constitucional de que o BC não poderia financiar o TN, e essa prática já era usual desde a Constituição. Assim, o § 1º do artigo 164 da Constituição Federal estabelece que “é vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.

Assim sendo, no caso há um mecanismo de troca direta do título que venceu na carteira do BC, em uma operação de rolagem sem intermediários entre o TN e o BC. Portanto, não há pressões adicionais desnecessárias na formação das taxas de compra e venda dos títulos públicos nem interferências na liquidez do mercado monetário. É realizado tão somente uma emissão não competitiva para o BC, tendo por referência as taxas médias praticadas em oferta pública para os títulos em questão. Uma particularidade do caso brasileiro é que se permite a rolagem apenas do principal corrigido por um índice de preços, ficando a parcela dos “juros reais” da dívida excluída dessa sistemática.

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

Entretanto, a partir de 2006, o BC iniciou política de acumulação de reservas internacionais em montantes consideráveis, como forma de evitar excessiva valorização da moeda doméstica em relação ao dólar, bem como forma de dispor de um amortecedor para possíveis choques no balanço de pagamentos. Para esterilizar o excesso de liquidez gerado por tal política, o BC realizava operações compromissadas, utilizando títulos do TN em sua carteira como garantia. À medida que as operações compromissadas começaram a alcançar patamares elevados, percebeu-se o risco de não haver títulos suficientes na carteira da autoridade monetária para lastrear tais operações.

Nesse sentido, a Lei 10.179/2001, alterada pela Lei 11.803/2008, autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BC com vistas a assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. A matéria foi ainda regulamentada pelo Ministério da Fazenda em 2009 por meio da Portaria nº 241/2009, determinando que o TN emita títulos em favor do BC sempre que a sua carteira de títulos livres atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões.

Com tal regra, é possível concluir que o desenho institucional brasileiro garante a autonomia operacional do BC sem que esse tenha que emitir seus próprios títulos para condução da política monetária. Ou seja, verificam-se no Brasil os aspectos positivos da utilização exclusiva de títulos do TN conforme apresentado na seção 2, entre eles frisa-se: não há conflito com a gestão da dívida pública; evitou-se a segmentação do mercado e a competição por investidores entre BC e TN; e garantiu-se que o balanço do BC esteja imune a deteriorações advindas do pagamento de juros sobre títulos em carteira.

Mesmo com a conclusão de que o BC brasileiro tem autonomia operacional em relação à manutenção de uma carteira de títulos do TN para condução da política monetária, é possível identificar pontos de melhoria para robustecer o arranjo atual nesse ponto. Para melhor entendimento da sugestão de melhoria a ser apresentada é importante que sejam expostos os artigos 1º e 3º da referida Portaria nº 241/2009 (grifos meus):

Art. 1º Para os fins do disposto no art. 3º, inciso VIII, da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, **sempre que o valor da carteira de títulos** da dívida pública mobiliária federal interna **em poder do Banco Central do Brasil atingir valor inferior a R\$ 20.000.000.000,00** (vinte bilhões de reais), **a Secretaria do Tesouro Nacional deverá**, nos dez dias subsequentes ao da ocorrência do evento, **emitir títulos em quantidade suficiente para**, no mínimo, **restabelecer o referido valor**, observado que, em cada evento, o valor da emissão não poderá ser inferior a R\$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais).

Art. 3º **Fica delegada ao Secretário do Tesouro Nacional a competência para autorizar a emissão dos títulos da dívida pública** prevista no inciso IX do art. 1º da Lei nº 10.179, de 2001.

O fato de a autonomia operacional do BC, em termos de volume de títulos livres do TN em sua carteira, estar garantida em uma portaria interna do Ministério da Fazenda carece de força. Até porque o artigo 3º da portaria estabelece que o Secretário do TN tem a competência para autorizar tal emissão de títulos em favor do BC. Ou seja, é possível que um Secretário cause dificuldades ao BC se não autorizar tempestivamente a emissão de títulos do TN para o BC, mesmo que o artigo primeiro da portaria assim determine.

Para que o BC brasileiro tenha ainda mais confiança e respaldo de autonomia, no sentido aqui discutido, sugere-se que a matéria da referida Portaria nº 241/2009 migre para uma lei ordinária, o que atribuiria maior força legal ao mecanismo e criaria grande constrangimento em caso de tentativas de fragilizar o arranjo entre TN e BC por algum gestor incumbente. Além disso, essa nova lei ordinária poderia conter uma redação do

artigo 3º mais cuidadosa, dirimindo o risco de a demanda por títulos adicionais não ser atendida tempestivamente pelo TN¹⁷.

Diante do exposto, é oportuno retomar a primeira frase desse estudo: “no jornal Valor Econômico em 04/04/2016¹⁸, o Banco Central do Brasil (BCB) quer voltar a emitir títulos públicos”. Tal desejo baseia-se no argumento de garantir maior autonomia operacional da autoridade monetária. Isso porque o outro motivo coerente seria a necessidade de fomentar o mercado de renda fixa do país, que, como ficará evidente mais a frente, é plenamente atendido pelos títulos do TN.

Assim sendo, na prática o desejo expresso na matéria jornalística baseia-se em uma necessidade que já é atendida no atual arranjo institucional brasileiro, como ficou claro nessa seção. Como apontado, é possível trazer mais solidez ao arcabouço com a utilização de um instrumento legal com maior força: lei ordinária em oposição a uma portaria ministerial.

O BC voltar a emitir títulos para buscar tal robustecimento é um ato desproporcional ao que se deseja alcançar, podendo trazer ainda diversos efeitos deletérios. Isso porque, como visto na seção anterior, a coexistência de dois emissores soberanos tem potencial de gerar uma série de problemas, sendo indicado apenas duas ocasiões:

¹⁷ Importante citar que historicamente esse arranjo de aporte de títulos ao BC tem funcionado bem, a intenção ao propor maior robustecimento da regra é permitir que o BCB sinta-se mais seguro em relação à autonomia operacional.

¹⁸ Vide artigo intitulado “BC quer voltar a emitir títulos”.

1. Caso o BC não tenha autonomia operacional garantida. O que não é o caso brasileiro, cabendo no máximo algum robustecimento no instrumento legal que a institui; e/ou
2. Caso os títulos do TN não garantam ao mercado de renda fixa volume suficiente para fomento desse mercado. Mais uma vez essa constatação não se aplica ao Brasil.

Em relação ao segundo item exposto acima, vale aqui tecer alguns comentários para que fique claro ao leitor que o mercado de renda fixa brasileiro é bem desenvolvido e que o volume de títulos soberanos emitidos pelo TN atende de forma consistente à demanda necessária para o fomento de tal mercado. Seguem alguns dados que corroboram essa visão:

1. O contrato brasileiro de futuro de DI de 1 dia negociado na BTN&BOVESPA é o terceiro contrato futuro de taxa de juros mais negociado no mundo, com 309 milhões de contratos negociados em 2015. O levantamento é realizado pela *Futures Industry Association* (FIA)¹⁹. O mercado futuro de DI desse porte reflete alto grau de desenvolvimento do mercado de renda fixa local, bem como o substancial volume de títulos soberanos em circulação. Até porque, no caso dos títulos soberanos prefixados (LTN e NTN-F) a principal referência para a formação de preços é o DI Futuro. Na prática, o DI Futuro é um swap de taxa de juros, que fornece aos compradores de títulos prefixados um hedge contra oscilações na taxa de juros e, conseqüentemente, nos preços dos títulos. A

¹⁹ Vide link <https://fia.org>

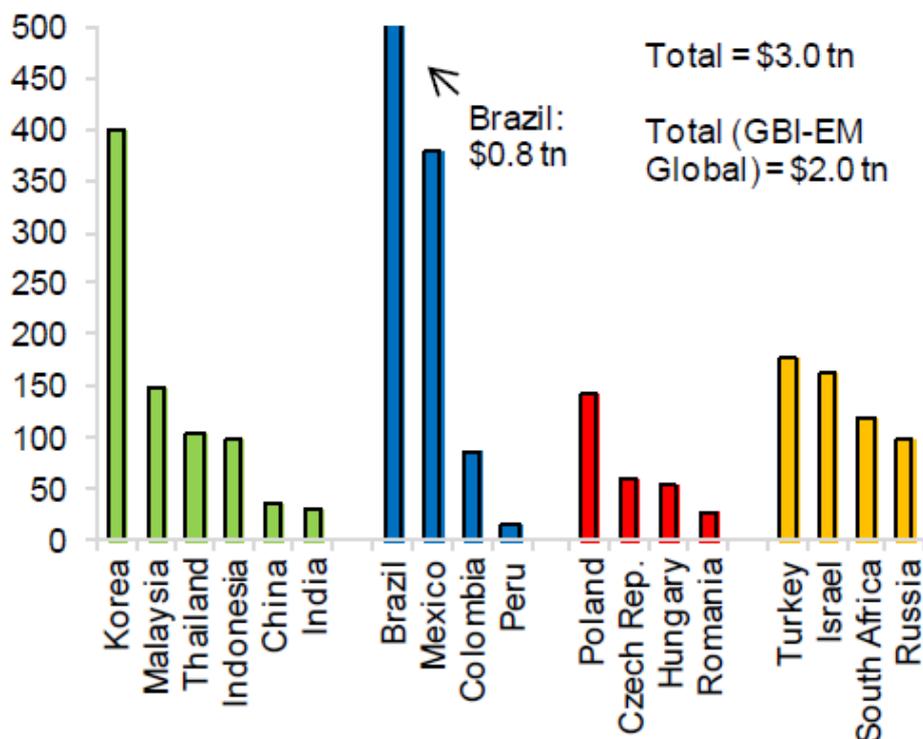
conjugação de títulos prefixados com DI Futuro é conhecida no mercado como "casado";

2. O mercado de fundos mútuos de renda fixa brasileiro está entre os maiores do mundo. Segundo levantamento do *Investment Company Institute* (ICI)²⁰ de maio/2016, o Brasil tem o quarto maior mercado mundial nesse quesito, com US\$425 bilhões em ativos líquidos. O Brasil fica atrás apenas de EUA, Luxemburgo e Alemanha, e está à frente de países como Irlanda, França, Reino Unido, Japão, entre outros; e

3. O mercado doméstico de dívida soberana é o maior, em termos nominais, entre os principais países emergentes. Entre 18 países emergentes, o Brasil lidera com US\$800 bilhões, sendo a Coréia a segunda colocada com US\$400 bilhões (metade do mercado brasileiro), dados de 2014. O artigo de Arslanalp e Tsuda (2015) apresenta um gráfico, reproduzido na figura 2, que traduz esse fato.

²⁰ Vide link <https://www.ici.org/research/stats>

Figura 2 – Mercado de dívida soberana em moeda local de países emergentes – Fim de 2014 em bilhões de US\$



Fonte: Arslanalp e Tsuda (2015)

Uma desvantagem possível de ser apontada na opção de utilização exclusiva de títulos do TN refere-se ao impacto em estatísticas de endividamento público. O conceito de endividamento internacionalmente aceito, defendido pelo FMI, é a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que considera como setor público União e governos subnacionais, incluída a previdência social. O Banco Central e as empresas estatais não fazem parte do conceito de Governo Geral.

Ou seja, se o BC usar títulos do TN para execução da política monetária, esse montante de títulos emitidos pelo TN e colocados no BC computa dívida pública. Isso porque o BC está fora do conceito de Governo Geral, e qualquer dívida do TN que esteja em um balanço de uma entidade extra Governo Geral é um ativo dessa entidade contra o próprio

Governo Geral. Intuitivamente, é como se a autoridade monetária fosse uma entidade não governamental com créditos contra o TN.

Analogamente, se o BC usar títulos próprios, esses não serão computados na estatística de DBGG, pois como o BC não faz parte do Governo Geral, qualquer título dele em poder do mercado não constitui endividamento público no conceito da DBGG.

Esse item é especialmente importante para o Brasil²¹, pois o forte crescimento das reservas internacionais observados na segunda metade da década de 2000 até meados de 2012 tem relação estreita com o atual estoque de R\$1 trilhão de operações compromissadas do BC, e conseqüentemente o mesmo valor em títulos do TN à disposição do BC. Em dezembro de 2006 o BCB tinha US\$85,84 bilhões de reservas internacionais, e em dezembro de 2012 atingiu US\$373,15 bilhões, com certa estabilidade nesse patamar até os dias atuais. O valor em R\$ convertido em % do PIB pode ser vista na figura 3, e é possível compreender que esse movimento de acúmulo de reservas internacionais teve como contrapartida a evolução do estoque de operações compromissadas, uma vez que elas foram utilizadas para esterilização das reservas internacionais adquiridas e têm como lastro os títulos públicos emitidos pelo TN.

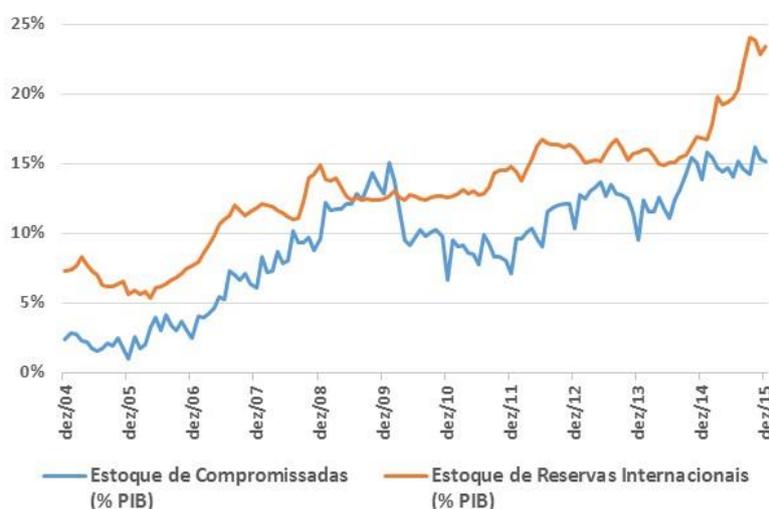
Assim sendo, pode parecer até conveniente que o BCB passe a operar com títulos próprios, pois dessa forma o TN não precisará mais oferecer lastro para as operações compromissadas da autoridade monetária, e, no limite, a DBGG poderia cair no mesmo

²¹ Vale mencionar, inclusive, que o conceito de DBGG utilizado no Brasil é diferente do veiculado pelo FMI. Pois o Brasil considera como DBGG a parte dos títulos públicos do TN no BC que são lastro de operações compromissadas. Para maiores detalhes vide Tesouro Nacional (2011).

montante do estoque de operações compromissadas. Isso porque, a partir do uso de títulos do BC o indicador da DBGG não computa tais títulos.

Porém, deve-se ter em mente, além dos diversos problemas potenciais de coexistência de dois emissores, que o enxugamento de tal excesso de liquidez estrutural gerado no Brasil a partir do acúmulo de reservas internacionais deve ser corrigido com superávits primários, para refletir que tais reservas não foram adquiridas com mera impressão de moeda. Ainda mais, após crescimento, por anos consecutivos, de compromissadas e reservas internacionais, e o conseqüente atingimento de excesso de liquidez da ordem de R\$1 trilhão, a opção de passar a usar títulos do BC e a resultante redução da DBGG pode causar impactos negativos de reputação e transparência do indicador de endividamento público brasileiro perante agências de *rating* e investidores.

Figura 3 – Operações Compromissadas e Reservas Internacionais



Conforme descrito por Gray e Pongsaparn (2015), muitos países emergentes têm um histórico de excesso de liquidez devido à acúmulo de reservas internacionais, e em geral se utilizam das seguintes opções para esterilização: depósitos remunerados no BC, operações compromissadas e títulos emitidos pelo BC. Dado o que foi exposto nas duas

primeiras seções, além do risco de reputação supracitado, a opção por depósitos remunerados, como instrumento complementar, e/ou compromissadas²² surgem como opções mais convenientes, com exceção para os casos onde o avanço institucional e/ou desenvolvimento do mercado de renda fixa se mostrem insuficientes.

3. Outros aspectos da institucionalidade entre Ministério da Fazenda e Banco Central

3.1 O resultado contábil do Banco Central

É importante recordar que o BC é uma entidade que recebe delegação do governo para exercer algumas funções: emissor de moeda, executor da política monetária, depositário das disponibilidades financeiras do TN, Banco dos bancos, entre outras.

No exercício dessas funções, o BC realiza operações ativas e passivas tanto com o TN quanto com o mercado privado. Um balanço típico de BC é mostrado na figura 4.

²² A utilização de compromissadas para gestão de liquidez deve ser temporária. Por exemplo, em casos onde o excesso de liquidez é de natureza estrutural é oportuna a utilização direta de títulos públicos para enxugamento dessa liquidez, seja via venda direta de títulos da carteira do BC ou via emissão de títulos a maior pelo gestor de dívida pública, em geral o TN. Outra variável que auxilia nesse sentido é o TN realizar sucessivos superávits primários, acumulando tais recursos na conta única.

Balancete BC:

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

Balancete MF:

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

FIGURA 4 – Balancetes Simplificados do BC e TN

Da figura (4), temos que o BC é uma entidade que recebe juros sobre os seus ativos e paga juros somente sobre alguns passivos, sendo que o principal passivo: a base monetária não paga juros (papel-moeda). Esta beneficia o BC pela sua desvalorização via inflação e pelo aumento do uso de moeda decorrente do crescimento econômico. Além disso, o custo de confecção de notas é significativamente menor do que seu valor de face, ficando a diferença em favor do BC. Tal receita é conhecida como receita de senhoriagem. Dessa forma, é esperado que estruturalmente o BC exiba resultados positivos, e é justo que esse montante, fundado em uma concessão, seja destinado ao ente que a delegou (o governo federal). Ademais, o BC tem ganhos contábeis quando há uma desvalorização cambial (aumento do valor das reservas em reais) e perdas contábeis quando há valorização cambial, esse item será tratado com detalhes na seção de Equalização Cambial.

É importante destacar que não deve ser um dos objetivos da autoridade monetária a geração de resultados positivos, mas sim a busca da estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Um resultado positivo é meramente um resultado possível, no âmbito de seu

mandato legal de assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente.

Diante disso, pergunta-se: é legítima a transferência de resultado positivo do BC ao TN?

Para responder a essa questão é importante separar o resultado do BC em dois: (i) resultado de oscilação cambial e (ii) resultado com as outras operações do BC (doravante denominado “demais contas”).

Em relação ao resultado positivo de demais contas, ele pode ter três destinações possíveis: a constituição de reservas com lucros retidos, a transferência para o TN e – se o BC for de propriedade apenas parcial do governo – o pagamento de dividendo para os acionistas. E como visto, dado que a prerrogativa de emissor de moeda e executor da política monetária do BC é uma delegação governamental e a autoridade monetária não visa lucro, é defensável que o TN receba o resultado positivo de “demais contas”.

E a parcela do resultado positivo oriunda de oscilação cambial? Esse ponto inspira uma análise mais cuidadosa. Isso porque o BC, como visto, sendo o depositário das reservas internacionais, pode ver seu balanço variar substancialmente, pois há oscilação da taxa de câmbio e do diferencial entre os juros que o governo paga sobre os recursos que tomou emprestado para comprar as reservas (juros sobre a dívida interna) e os juros que remuneram as reservas internacionais.

E a própria estratégia de aquisição de reservas explicita uma das facetas da relação entre BC e TN, pois quando o BC adquire divisas o seu ativo é incrementado, e, por outro lado, se eleva a quantidade de papel-moeda/liquidez na economia. O enxugamento dessa liquidez adicional, caso o BC deseje retornar o nível dos agregados monetários ao seu patamar anterior, exigirá que a autoridade monetária venda títulos do TN. Ao menos essa

é a opção tradicionalmente utilizada por um BC para enxugar liquidez, podendo se valer ainda de outras opções (como venda de outros ativos).

O estoque de reservas internacionais é um ativo com peso relevante no balanço da autoridade monetária. Em um contexto de desvalorização cambial, tais reservas tendem a gerar resultados positivos para o BC, os quais frequentemente representam um ganho contábil não realizado, posto que não decorrem da alienação das reservas.

A preocupação com esse ganho fundamenta-se, então, em dois fatos. Primeiramente, a não ser que se vendam as reservas internacionais, tal resultado positivo é volátil, podendo ser revertido por perdas de igual natureza amanhã, a depender da oscilação cambial. Por não ser um resultado efetivamente realizado, sua contrapartida não é uma extração de recursos da sociedade, mas, sim, uma potencial expansão da base monetária, a depender do tratamento legal que se confira à destinação dos ganhos com as reservas.

Em segundo lugar, tradicionalmente a aquisição de reservas tem como contrapartida a emissão de dívida. Inicialmente, isso ocorre por meio das operações compromissadas do BC, lastreadas em títulos públicos de responsabilidade do TN, que são usadas para esterilizar os reais injetados na economia quando da compra da moeda estrangeira pelo BC. Posteriormente, espera-se a venda de títulos em definitivo, seja pelo BC ou pelo TN, com o objetivo de enxugar em definitivo o excesso de liquidez no sistema bancário. Traz-se à tona, aqui, o relacionamento entre TN e BC.

Assim, os resultados positivos das reservas que tenham natureza apenas contábil deveriam permanecer circunscritos ao ambiente de relacionamento entre TN e BC. Como

eles são gerados sem contrapartida na redução da liquidez da economia, sua transferência para o TN, com posterior utilização por este para honrar dívida em mercado ou para a execução de outros gastos públicos, redundaria em injeção indevida de liquidez ao sistema financeiro, causando distorções nos agregados monetários.

Possíveis formas de mitigar esse risco: evitar a transferência de resultados positivos oriundos de oscilações cambiais não realizados, ou assegurar que tais ganhos transferidos ao TN sejam utilizados para abater exclusivamente títulos públicos na carteira do BC, quando esta alternativa não acarretar outros riscos à política monetária.

E o que ocorre quando, devido a movimentos de valorização cambial, o resultado de oscilação cambial é negativo? Mesmo que a autoridade monetária não tenha como objetivo a maximização do resultado positivo, há argumentos na direção de que uma contínua erosão de seu patrimônio líquido (PL) pode trazer dúvidas quanto à credibilidade e à independência do BC, à confiança na moeda doméstica e às condições de rolagem da dívida soberana, criando dificuldades para a condução da política monetária. Dito de outra forma, há a preocupação de que uma posição financeira negativa de um BC possa tornar-se uma restrição ao cumprimento de seu mandato sobre a inflação e outras responsabilidades.

Por outro lado, vale lembrar que o contexto de PL negativo de um BC é diferente da insolvência aplicada às empresas comerciais. A geração de resultados negativos por vários anos consecutivos não é mero cenário hipotético teórico. É público e notório que vários BC's exibiram (ou exibem) resultados negativos, muitas vezes por décadas. O BC uruguaio, por exemplo, experimentou perdas equivalentes a 3% do PIB nos anos 1980 e

14 anos consecutivos de resultados negativos. Chile, Israel e México são exemplos recentes de países onde o BC exhibe PL negativo.

E, em geral, um possível resultado negativo do BC está relacionado com a questão cambial. Exceto pela parte cambial, os demais itens do balanço de um BC tendem a gerar um resultado estruturalmente positivo. Assim sendo, o que fazer quando o resultado de oscilação cambial for negativo? O BC deve carregar esse resultado negativo em seu balanço ou o TN deve cobri-lo?

Para garantir que a relação entre BC e TN permaneça equilibrada perenemente, seria conveniente que a regra seja simétrica em relação ao tratamento dado ao resultado positivo de oscilação cambial. Ou seja, se esse resultado positivo é retido no balanço do BC, então o mesmo deve ocorrer com o negativo.

Mas aí cabe um alerta: se, de fato, para o BC em questão, a possibilidade de carregar um resultado negativo em seu PL pode afetar a sua credibilidade, então seria melhor estabelecer a regra de transferir o resultado positivo, e simetricamente ter a cobertura do resultado negativo pelo TN.

Dito isto surge a próxima pergunta: e qual deve ser o instrumento utilizado para transferências e coberturas dos resultados do BC? Considere a melhor prática onde o BC detém o monopólio da emissão de moeda e é impedido de emitir títulos. E o TN, por seu turno, tem o monopólio de emissão de títulos, mas não pode emitir dinheiro. Assim, seria oportuno que cada entidade realize o acerto com o recurso sob o qual detém o poder de emissão. Ou seja, quando o BC transferir resultado positivo, ele o faz em dinheiro. E

quando o TN cobrir o resultado negativo, ele o faz em títulos. Vale lembrar que essa é a atual sistemática do arranjo brasileiro.

Outra alternativa viável é utilizar títulos do TN nos dois sentidos: o BC transfere o resultado positivo em títulos do TN e o TN cobre resultados negativos em títulos. Vale lembrar que, tradicionalmente, um BC possui em seu ativo títulos do TN, que são utilizados majoritariamente para execução da política monetária (lastro de compromissadas e operações de mercado aberto, por exemplo).

Um ponto de atenção nessa alternativa é que o BC precisa ter um volume adequado de títulos do TN em sua carteira para a condução da política monetária. Assim sendo, é necessário estabelecer um mecanismo para que o BC sempre tenha volume suficiente de títulos, mesmo em cenários em que o BC transfira ao TN títulos de sua carteira livre devido a resultados positivos de oscilação cambial.

3.2 O depósito das disponibilidades financeiras da União

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

Antes de avançar no tema, vale lembrar que em muitos países emergentes ou de baixa renda não há ainda uma centralização das disponibilidades financeiras em uma única conta ou em um pequeno número de contas. Por exemplo, Bajo (2001) afirma que no início da década passada o Ministério das Finanças da Croácia não tinha conhecimento de qual era o saldo exato de recursos em moeda doméstica do governo, nem a quantidade

de contas em moeda estrangeira mantidos em bancos comerciais. Também eram desconhecidos os montantes nessas contas e as condições de remuneração desses recursos. O diagnóstico era de falta de gestão de recursos, e clareza de qual era a autoridade governamental responsável pela gestão da dívida pública.

Os custos dessa desorganização são muitos:

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

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

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

Assim, a implantação de uma conta única é um passo importante para que se possa ter uma gestão eficiente dos recursos públicos. Segundo Williams (2010), a conta única é um pré-requisito para uma moderna gestão de caixa governamental, uma vez que sua implantação envolve a consolidação de todos os saldos em caixa do governo em uma

única conta, **de preferência no BC** (grifo meu). Nesse sentido, o autor inclusive afirma que a manutenção da conta fora do BC potencialmente enfraquece a gestão de fluxo de caixa do governo.

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

Pattanayak e Fainboim (2010) mostram 3 que a maior parte dos países da amostra considerada no respectivo estudo criou um sistema de Conta Única, com total centralização e utilização de um sistema de informação de gerenciamento financeiro integrado. O BC figura como gestor desta Conta Única em muitos desses países e a utilização de bancos comerciais para serviços de transações bancárias também é comum.

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

- permite maior facilidade de controle dos recursos;

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

Claro que tanto a questão do controle como a do custo não se constituem obstáculos incontornáveis à opção de uso de bancos privados para acolher as disponibilidades do governo, apenas exigem algum custo de manutenção. Primeiro porque os avanços tecnológicos permitiriam a confecção de softwares que gerenciassem a consolidação de várias contas bancárias em tempo real, e segundo porque é possível barganhar isenção de tarifas bancárias quando se trata de um cliente com tamanha movimentação em sua conta corrente como é o governo²³.

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

Pelo mesmo motivo, mas com uma leitura distinta, há quem critique a centralização das disponibilidades do TN no BC, haja vista os artigos publicados por Cysne (1990),

²³ O sistema norte-americano é um bom exemplo, dado que o Tesouro mantém, além da conta no Federal Reserve, contas em várias instituições financeiras privadas. Ainda mais, há um sistema que controla o fluxo de todas essas contas de forma que nunca falem recursos no Fed para honrar com o pagamento das despesas contratadas, bem como institui um calendário de “leilão de depósito” para que se garanta a melhor remuneração possível aos depósitos que permanecem nas instituições privadas. Para maiores detalhes ver Garbade et al. (2004).

Ogasavara (1991) e Garcia (1994). Para estes, a custódia da Conta Única fora do BC é preferível porque o fluxo de caixa do TN afeta a condução da política monetária, criando pressões por emissão ou recolhimento de moeda por parte do BC. Dito de outra forma, a execução financeira do TN impacta a liquidez do sistema.

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

A neutralização do efeito diário do fluxo de caixa do TN se dá usualmente pelas operações de mercado aberto. Com isso, segundo Cysne (1990), há “dificuldade de balizamento da evolução diária da base monetária e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes”. Assim, “nada disso ocorreria se o Tesouro tivesse conta fora do BC. O crédito em um banco seria o débito em outro banco, facilitando muito o controle do BC sobre a base monetária. O argumento aqui é que a CUT²⁴ causa muito ruído na política monetária, dificultando sobremaneira o controle monetário”, defende Garcia (1994).

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

²⁴ CUT é a sigla para Conta Única do Tesouro.

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

No caso de optar-se pelo TN centralizar os depósitos em conta junto ao BC, o balancete simplificado destas instituições passa a ter a constituição apresentada na figura 4 apresentada anteriormente na seção 2.

3.3 A remuneração da conta do Tesouro Nacional

Outra questão importante que permeia a existência de uma conta (única ou não) no Banco Central é a remuneração de suas disponibilidades. Esse tema também não traz um princípio amplamente estabelecido. Em países como Austrália, França e Inglaterra, por exemplo, a conta do TN no banco central é remunerada; já nos Estados Unidos, Índia, Japão e Alemanha, não há remuneração da conta do TN no BC.

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

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

- melhora a transparência contábil e evita subsídios implícitos cruzados associados com as taxas de administração²⁵;
- evita a tomada de decisões economicamente inadequadas por parte do TN na aplicação dos depósitos, como direcioná-los para bancos comerciais com baixas classificações de crédito; e
- reduz o risco de que parte extra do "lucro" gerado pelo BC seja despendida com maiores despesas administrativas.

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

A constituição, dentro do BC, de um caixa exclusivamente destinado ao pagamento da dívida vincenda é oportuna, e a não remuneração da conta única do TN no BC dificulta a existência desse “colchão”, dado que a justificativa para tal perante uma auditoria ou as autoridades públicas torna-se questionável. O objetivo já deve estar claro: minimizar o risco de refinanciamento, transmitindo segurança em relação à capacidade de o TN honrar pagamentos em momentos nos quais o mercado está instável e reticente quanto à adquirir títulos públicos ou o TN não se sente confortável em corroborar as taxas

²⁵ Os subsídios cruzados surgem porque as taxas pagas não refletem os custos; as fontes de recursos baratos do BC permitem, tudo o mais constante, que seus lucros sejam incrementados, possibilitando a existência de subsídio a outras atividades (Williams, 2009).

apresentadas nos leilões. Outra utilidade para tal reserva é criar condições para os gestores da dívida pública trabalharem como agentes estabilizadores do mercado secundário em momentos de elevada volatilidade (Pereira, Pedras e Gragnani, 2009).

Apesar da possível interpretação de que a remuneração da conta do TN no BC é nada mais que uma antecipação dos resultados positivos, isso não significa que seja indiferente remunerar ou não a conta do TN. Não há garantia de que o TN receba a mesma quantidade de recursos em ambas as situações. Um maior ganho do BC com o TN, devido à não remuneração da conta pode redundar em uma redução do resultado positivo do BC com o setor privado, seja porque o aumento do ganho do BC estimula a concessão de subsídios a este setor, seja porque o BC torna-se mais leniente no controle de seus próprios gastos²⁶. Meyer (1995) conclui que, se com a não remuneração da conta única no BC a receita do TN pode cair, então se deve remunerar essa conta. Até porque, como visto, o TN receberia tal remuneração se sua conta ficasse em um banco comercial²⁷.

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

²⁶ Ver Meyer (1993).

²⁷ Vale lembrar que no caso de não haver previsão de cobertura pelo TN de eventuais perdas do BC, a remuneração da conta do TN no BC faz toda a diferença.

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

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

3.4 Relacionamento entre BC e TN: o caso brasileiro

Nesta última subseção pretende-se avaliar o desenho institucional brasileiro no que se refere aos itens tratados ao longo desta última seção: (i) ao tratamento dado aos resultados positivos e negativos do Banco Central do Brasil, (ii) à custódia da Conta Única do TN e (iii) à política de remuneração desta última.

3.4.1 O resultado do Banco Central do Brasil

Em relação ao resultado do BC, houve três movimentos na legislação pautando a questão. Primeiramente, em 1987, o Decreto-Lei nº 2.376, em seu artigo 8º afirmava que “os

resultados obtidos pelo Banco Central do Brasil (...) serão (...) transferidos para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores". Na ocasião, foi instituído um mecanismo de transferência de resultado positivo ao TN, mas os resultados negativos deveriam ser compensados por resultados positivos posteriores gerados no próprio BC.

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

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

“O resultado apurado no balanço anual do Banco Central do Brasil após computadas eventuais constituições ou reversões de reservas será considerado:

I - se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil para com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional;

II - se negativo, obrigação da União para com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.”

Além disso, o parágrafo 1º desse mesmo artigo estabelece que os resultados positivos do BC seriam, após a transferência, destinados à amortização da dívida pública do TN, com prioridade para aquela em poder do BC²⁸.

O terceiro movimento, com o artigo 7º da Lei Complementar²⁹ nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF), consolidam a questão, assegurando o que já havia sido previsto na Medida Provisória nº 1.789, de 1998³⁰. Ou seja, a LRF incorpora a garantia de que o resultado positivo da autoridade monetária brasileira constitui receita do TN e será destinado exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao BC. Ao mesmo tempo se garante, no inciso 1º do referido artigo 7º, que “o resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil”. Assim, há uma regra clara para o tratamento tanto do resultado positivo quanto do negativo do BC, de forma que sua situação patrimonial permaneça estável. A fragilidade, conforme visto anteriormente nesta seção reside no fato de o resultado positivo de equalização cambial ser transferido em dinheiro ao TN, mesmo esse não sendo estabelecido por uma transação efetivamente realizada, mas meramente devido a variações cambiais.

²⁸ Ver parágrafo 1º do artigo 4º da referida lei.

²⁹ É importante ter em mente que uma Lei Complementar só é aprovada e alterada no Congresso Nacional se houver quórum qualificado em relação à Lei ordinária. Dito de outra forma, enquanto esta é aprovada por maioria simples (ou seja, requiere-se o voto da maioria dos parlamentares **presentes** à sessão), aquela exige maioria absoluta (metade de todos os membros que **compõem** a casa legislativa, mais um). Assim, entende-se que a maior exigência associada à Lei Complementar representa um maior seguro contra governantes que não valorizem o equilíbrio da relação entre autoridade fiscal e autoridade monetária.

³⁰ Atual Medida Provisória 2.179-36, de 2001.

3.4.2 O depósito das disponibilidades financeiras da União no Brasil

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

3.4.3 A remuneração da conta do TN no Brasil

Vale lembrar que os recursos mantidos na Conta Única são remunerados tendo por referência a rentabilidade dos títulos públicos federais mantidos na carteira do BC. A já citada Medida Provisória nº 1.789, de 1998³¹ define, em seu artigo 1º, que “as disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil serão remuneradas, a partir de 18 de janeiro de 1999, pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil”.

3.4.4 Possibilidades de melhorias no relacionamento entre BC e TN no Brasil

Pelo discutido nesse trabalho, percebe-se que o desenho institucional da relação entre BC e TN no Brasil está em linha com as boas práticas internacionais, haja vista a existência de Conta Única que centraliza as disponibilidades financeiras da União, sendo remunerada de forma compatível com o equilíbrio do balanço patrimonial da autoridade monetária, e a garantia do equilíbrio patrimonial do BC.

³¹ Atual Medida Provisória 2.179-36 de 2001.

E do ponto de vista de instrumento de política monetária, foi visto que o uso exclusivo de títulos do TN, atrelado a regras bem definidas de aportes desses papéis quando o BC assim necessita, garante a autonomia operacional da autoridade monetária e preserva as vantagens de haver apenas um emissor de dívida pública. A custódia da Conta Única no BC e a remuneração desta também são características do modelo brasileiro, e não há evidências contrárias a este desenho e que demonstrem que a estrutura alternativa (custódia em bancos privados e/ou ausência de remuneração) garanta um resultado superior ao adotado.

Disso não se segue que não haja pontos de melhoria na institucionalidade da relação entre Tesouro e BC no Brasil. Pode-se citar principalmente: (i) evitar que a parcela do resultado do BC vinculada à mera oscilação cambial seja transferida em dinheiro ao TN e possa ser utilizada para abater dívida em mercado; (ii) restringir o uso dos recursos da remuneração da conta única ao pagamento de dívida pública. Ambas as melhorias estão relacionadas com a intenção de vedar que os recursos gerados apenas no âmbito do relacionamento TN x BC vazem para o sistema financeiro. Isso porque, em geral, tais recursos não tem lastro na economia real, podendo seu uso para além do âmbito TN x BC gerar distorções no sistema econômico.

A lei 11.803/08 acertou ao aplicar ao resultado do BC a separação entre resultado oriundo de oscilação cambial e demais contas, mas ficou faltando disciplinar o uso de resultado não realizados de variações cambiais. Tal melhoria pode se dar na prática com a implementação de regra clara, por meio de lei, para que os resultados positivos de

variação cambial oriundos do BC sejam obrigatoriamente destinados para abatimento da dívida pública constante na carteira do BC. Ou, alternativamente há ainda outras opções: (i) o uso de títulos para pagamento de resultado positivo do BC em favor do TN; e (ii) a constituição de reservas/fundos no balanço do BC para recepcionar os resultados não realizados, sem que haja transferência/cobertura dos mesmos.

Em relação à remuneração da CUT, vale lembrar que os recursos nela depositados são remunerados tendo por referência a rentabilidade dos títulos públicos federais mantidos na carteira do BC. A melhoria aqui seria assegurar que os recursos oriundos da remuneração da CUT fossem vinculados ao abatimento de títulos da dívida.

4. Conclusão

Este artigo se propôs a responder, primeiramente, ao seguinte questionamento: o Banco Central deveria emitir títulos públicos? Após analisar aspectos teóricos e empíricos foi possível concluir que a resposta é negativa desde que satisfeitas duas condições: (i) o BC possui autonomia operacional suficiente e confiável para ter a sua disposição títulos públicos do TN sempre que necessário, e (ii) os agentes poupadores encontram títulos públicos do TN em volume suficiente para canalizar seus recursos financeiros, o que corrobora um entendimento de que o volume emitido de títulos públicos do TN é suficiente para cumprir o papel de fomento ao mercado de renda fixa local.

Cumpridas as duas condições a opção de o BC utilizar título do TN é natural porque dessa forma se evita uma série de distorções em relação à alternativa onde há dois emissores soberanos. Tais distorções seriam:

- i. potencial conflito com o gerenciamento da dívida pública;
- ii. menor potencial de fomento ao mercado financeiro;
- iii. títulos do BC podem enfraquecer o balanço da própria autoridade monetária, dado o peso dos juros sobre esses títulos;
- iv. títulos emitidos pelo BC podem gerar conflito de interesse entre a função de autoridade monetária e emissor de título; e
- v. enfraquecimento da visão integrada do financiamento do setor público.

Do ponto de vista empírico foi possível observar que há uma variedade razoável de arranjos institucionais entre os países no que diz respeito ao uso de títulos do BC ou do TN para execução da política monetária. Porém, ficou claro que o uso de títulos exclusivos de títulos do TN é a opção mais frequente entre as economias avançadas e/ou aqueles países onde o mercado financeiro é bem desenvolvido, indicando ser essa a melhor prática em execução ao redor do mundo.

Em relação ao caso brasileiro, foi visto que há no arranjo institucional vigente autonomia operacional para que o BC brasileiro tenha o volume necessário para a condução da política monetária. Há espaço para melhoria, uma vez que a regra que garante ao BC o montante de títulos do TN é regulada por uma portaria do Ministério da Fazenda, sendo possível o fortalecimento dessa regra ao transpor tal sistemática para uma lei ordinária.

Também foi apresentado um conjunto de fatos que mostram que o mercado de títulos públicos no Brasil é um dos maiores do mundo, com alto uso de derivativos e distribuição por fundos mútuos. Ou seja, não há necessidade de uso de títulos do BC para fomentar o mercado de renda fixa no Brasil, uma vez que os títulos do TN já apresentam volume suficiente para tal finalidade.

Assim sendo, fica claro que não há motivos, dentro do arranjo brasileiro, para que a autoridade monetária no Brasil passe a emitir títulos públicos. Do ponto de vista de avanço institucional isso poderia ser visto inclusive como um retrocesso, uma vez que a criação da Secretaria do Tesouro Nacional em 1986 e a proibição de BCB emitir títulos públicos em 2001 terem representado um avanço institucional.

Ainda que se pense em utilizar títulos públicos do BC para gerir o excesso de liquidez no sistema financeiro brasileiro, outros instrumentos se mostram mais adequados a essa função, tanto por sucessivos superávits primários quanto por depósitos remunerados ou operações compromissadas.

Outros aspectos institucionais do relacionamento entre a autoridade fiscal e a autoridade monetária foram avaliados, mostrando que tal temática é importante tanto para o fortalecimento da posição fiscal do governo de um país quanto para contribuir para uma maior autonomia operacional do BC.

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

Foi visto que em um contexto de resultado positivo do BC é relevante debruçar-se sobre a natureza do resultado. Ou seja, os ganhos oriundos do diferencial entre os juros ativos

e passivos diferem daqueles que são fruto de oscilação cambial. Nesse sentido, é importante evitar que a parcela do resultado do BC vinculada à mera oscilação cambial seja transferida em dinheiro ao TN e possa ser utilizada para abater dívida em mercado.

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

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

Tão importante quanto essas conclusões é ter a consciência de que esta é uma agenda de pesquisa que deve ter perene acompanhamento dado que estas questões contribuem para uma posição fiscal sólida do governo e uma atuação da autoridade monetária com plena autonomia.

5. Bibliografia

- ARAÚJO, C. H. V. *Mercado de títulos públicos e operações de Mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais*. Nota Técnica do Banco Central do Brasil, 2001.
- ARSLANALP, S. e TSUDA, T. *Emerging Market Portfolio Flows: The role of benchmark-driven investors*. ITN Working Paper; 2015.
- BAJO, A. *A National Treasury in Croatia – a Reality or a Possibility?* Institute of Public Finance of Croatia, 2001.
- BUITER, W. H. *How Robust is the New Conventional Wisdom in Monetary Policy?* mimeo, European Institute, London School of Economics and Political Science, 2006.
- CARVALHO JÚNIOR, A. C. C. D. *Coordenação entre Políticas Fiscal, Monetária e Cambial: a sistemática de repasse de resultados entre o BACEN e o Tesouro Nacional*. XVI Prêmio Tesouro Nacional de 2011.
- COLBANO, F. S. e LEISTER, M. D. *Dívida Pública: contribuições de uma Gestão eficiente para a estabilidade econômica*. In: BOUERI, R., ROCHA, F. e RODOPOULOS, F. (Orgs). *Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência*. Secretaria do Tesouro Nacional; 2015.
- CYSNE, R. P. *Depósitos do Tesouro: no Banco Central ou nos bancos comerciais? – Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, jul. 1990. 10p. (Ensaio Econômico da EPGE, n.155)*
- DALTON, J. e DZIOBEK, C. *Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries*, ITN Working Paper/05/72, 2005
- DOMINGUEZ, K. M. E.; HASHIMOTO, Y. e ITO, T. *International Reserves and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 17362, Agosto/2011

- GARBADE, K. D. ; PARTLAN, J. C. e SANTORO, P. J. *Recent innovations in Treasury Cash Management*. Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, 2004.
- GARCIA, M. *Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o real*. Texto para discussão nº 330, Departamento de Economia, PUC-RJ, 1994.
- GRAY, S. e PONGSAPARN, R. *Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines*. ITN Working Paper; 2015.
- HAWKINS, J. *Central bank balance sheets and fiscal operations*. BIS Papers nº 20, 2001.
- HIGA, A.; AFONSO, J. *Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil*. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado, 2009 (Texto para Discussão, n. 66).
- LEISTER, M. D. e MEDEIROS, O. L. *Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro*, Texto par Discussão nº 13/2012, Secretaria do Tesouro Nacional.
- LIENERT, I. *Modernizing Cash Managenement*. FMI, 2009.
- McCAULEY, R. N. *Consolidating the public debt markets of Asia*. BIS Papers nº 30, 2006
- MEYER, A. (1997) *Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional*. In: Meyer, Arno (org.), *Finanças Públicas: Ensaio Selecionados*. Brasília, IPEA/FUNDAP, p. 151-207
- NUNES, Selene P. P. *Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos da coordenação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil*, in *Finanças Públicas- IV Prêmio STN de Monografia*. Brasília: Ministério da Fazenda, 2000.

- NYAWATA, O. *Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations*. ITN Working Paper 12/40, Jan/2012.
- PEREIRA, F. M., PEDRAS, G. B. V. e GRAGNANI, J. A. *Mercado secundário da dívida pública* In: SILVA, A. C; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de; (Org.). *Dívida pública: a experiencia brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 415-442, 2009
- PATTANAYAK, S. e FAINBOIM, I. *Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues*. ITN Working Paper WP/10/143, 2010.
- Reserve Bank of India “*Report of the Internal Group on Liquidity Adjustment Facility*”, Reserve Bank of India Bulletin, Jan/2004
- ROBINSON, D. J. e STELLA, P. *Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits em How to Measure the Fiscal Deficit*, ed. by M. I. Blejer and A. Cheasty (Washington: International Monetary Fund), 1993.
- SILVA, A. C., GARRIDO, F. E. P. e CARVALHO, L. O. *Evolução recente do Mercado de títulos da Dívida Pública Federal*. In: SILVA, A. C., MEDEIROS, O. L. e CARVALHO, L. O (Orgs). *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial; 2009.
- STELLA, P. *Do Central Banks Need Capital?*, ITN Working Paper, no 83, International, 1997.
- STELLA, P. e LONNBERG, A. *Issues in Central Bank Finance and Independence* ITN Working Paper 08/37, 2008.
- SULLIVAN, K. *Profits, dividends and capital - considerations for central banks* in Neil Courtis and Benedict Mander (eds) *Accountancy Standards for Central Banks*, London: Central Banking Publications, 2003.

- TESOURO NACIONAL, *Informe Dívida – Indicadores fiscais: um olhar mais atento aos indicadores do Brasil*, Secretaria do Tesouro Nacional, 2011.
- WILLIAMS, M. *Government Cash Management: International Practice*, Oxford Policy Management Working Paper 2009 - 01.
- WILLIAMS, M. *Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies*, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, jul/2010.
- Yi, J. *Treasury bills and central bank bills for monetary policy*. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 109; 2014