

## Relação entre Tesouro e Banco Central<sup>1</sup>

Josué Alfredo Pellegrini<sup>2</sup>

*O objetivo desta nota é analisar a relação entre o Tesouro e o Banco Central, a partir dos números do balanço patrimonial do Banco Central, em particular da sua carteira de títulos públicos e do saldo da conta única do Tesouro. Primeiramente, constata-se o elevado tamanho do Banco Central em termos absolutos e em relação a um conjunto de países emergentes. Em seguida, analisa-se a possibilidade de ajustar esse tamanho com base no espaço já disponível, bem como mediante a criação de espaço adicional. Por fim, foca-se nos efeitos do resultado do Banco Central sobre a carteira e a conta única e na possível modificação da regra que rege a destinação desse resultado, com base no que dispõe o Projeto de Lei nº 9283-B, de 2017, em fase final de tramitação no Congresso Nacional.*

---

### I – Introdução

A relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central afeta o desempenho da política fiscal e monetária. Daí sua importância. O tema já foi objeto de atenção da IFI no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de abril de 2017<sup>3</sup>. Na ocasião, vários pontos dessa relação foram tratados. Nesta nota, o foco será o elevado tamanho da carteira de títulos públicos do Banco Central e do saldo da conta única do Tesouro no Banco Central, bem como a relação dessas duas contas com o resultado do Banco Central.

Um ponto de partida para abordar a questão é o balanço patrimonial do Banco Central, com os saldos relativos ao fim de 2017, apresentados no Quadro 1. O balanço patrimonial retrata os direitos do Banco Central, no lado do ativo; e as obrigações, no lado do passivo. A diferença entre o ativo e o passivo resulta no patrimônio líquido que, espera-se, seja positivo, para que o Banco Central esteja apto a executar suas importantes atribuições.

Um ponto chama a atenção quando se analisa o balanço patrimonial: o acentuado tamanho de algumas contas do ativo e do passivo. A carteira de títulos públicos e o saldo da conta única correspondem à importante parcela do ativo e do passivo do Banco Central, respectivamente. A carteira responde por mais da metade do ativo, 27% do PIB, e a conta única equivale a cerca de 1/3 do passivo, 16,7% do PIB. Essas duas contas são reflexos diretos da relação entre o Tesouro e o Banco Central. Ao mesmo tempo que o Tesouro deve ao Banco Central (carteira), o Banco Central deve ao Tesouro (conta única)<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Esta nota enquadra-se na Resolução nº 42/2016, Artigo 1º, Inciso III, que fixa como uma das funções da IFI mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial.

<sup>2</sup> Analista da IFI e Consultor Legislativo do Senado Federal.

<sup>3</sup> Disponível em: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF\\_abr17\\_pt3.pdf?sequence=10](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF_abr17_pt3.pdf?sequence=10).

<sup>4</sup> O balanço patrimonial do Banco Central pode ser encontrado na página eletrônica da autarquia (<https://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be201712/Demonstra%E7%F5es%20Financeiras%20BCB%20-%2031.12.2017.pdf>). O Quadro I apresenta alguns ajustes em relação ao que se observa no balanço divulgado pelo Banco Central. Em primeiro lugar, as contas são condensadas para evidenciar as mais importantes. Em segundo, algumas denominações são modificadas para se tornarem mais familiares. Assim, ativos em moeda estrangeira são classificados como reservas internacionais, e passivo em moeda estrangeira, como dívida externa. Em terceiro, no balanço divulgado, a conta única aparece somada a resultados a transferir (R\$ 14,7 bilhões), com a denominação obrigações com o governo federal. O Quadro I usa a denominação conta única, mesmo que esteja somada ao resultado a

QUADRO 1 - BALANÇO PATRIMONIAL DO BANCO CENTRAL - SALDO DE FIM DE 2017

	R\$ bilhões	% PIB		R\$ bilhões	% PIB
Ativo	3.176,0	48,4	Passivo e Patrimônio líquido	3.176,0	48,4
Títulos públicos federais	1.771,1	27,0			
Reservas internacionais	1.363,8	20,8	Passivo	3.051,8	46,5
Outros	41,2	0,6	Conta única do Tesouro	1.096,0	16,7
			Operações compromissadas	1.065,0	16,2
			Depósitos de bancos	453,7	6,9
			Meio circulante	250,4	3,8
			Dívida externa	114,6	1,7
			Outros	72,2	1,1
			Patrimônio líquido	124,2	1,9

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

As outras contas mais relevantes são as reservas internacionais, no ativo, e as operações compromissadas, no passivo. Essas duas contas estão relacionadas entre si, já que as compromissadas foram utilizadas para retirar a liquidez da economia, advinda da aquisição dos haveres externos, notadamente no período 2006 a 2012. Trata-se de um assunto à parte, abordado no Estudo Especial da IFI nº 3<sup>5</sup>.

Um outro ponto que salta aos olhos a respeito do balanço patrimonial é o enorme tamanho do Banco Central, 48,4% do PIB, fruto dos elevados saldos dos dois pares de contas acima apontados: o primeiro, a carteira e a conta única; e o segundo, as reservas e as compromissadas. Além do tamanho absoluto, a comparação com os bancos centrais de outros países evidencia que o Banco Central do Brasil destoa do padrão internacional. O Quadro 2 faz essa comparação, com dados disponibilizados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), relativos aos bancos centrais de quatorze países considerados emergentes, Brasil, inclusive, posição ao fim de 2017.

A metade da esquerda do Quadro 2 ordena os países em ordem decrescente de tamanho de banco central, medido pelo tamanho do ativo, em relação ao PIB. O número relativo ao Brasil não coincide com o número mostrado no Quadro 1, pois o FMI utiliza metodologia própria. Conforme se pode ver, o Brasil é, juntamente com a Tailândia, o maior banco central dentre os países considerados, 46,8% do PIB. Atrás, seguem Malásia e Rússia, com percentual um pouco acima de 36% do PIB. Os outros dez bancos centrais têm tamanho entre 13% e 30% do PIB.

Mas o tamanho do banco central desses países está em boa parte inflado pela presença das reservas internacionais. O fenômeno de acumulação de reservas entre meados da década passada e o início desta não

---

transferir, pois esse resultado será incorporado à conta única de qualquer modo. Pelo mesmo motivo, no Quadro I, os títulos públicos federais estão somados à equalização cambial, apresentada no balanço divulgado como créditos com o governo federal, já que a equalização será incorporada à carteira. Por fim, as compromissadas estão no balanço divulgado como compromisso de recompra, envolvendo recompra de títulos e moedas estrangeiras. O Quadro I considerada nas compromissadas apenas a modalidade títulos e inclui a modalidade moedas estrangeiras em outros, no passivo.

<sup>5</sup> Disponível em: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo\\_OpCompromissadas.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf).

se restringiu ao Brasil. A ordenação dos países por ativo, com a exclusão das reservas, permite observar o tamanho dos bancos centrais sem o efeito das divisas. Isso é feito na metade da direita do Quadro 2.

**QUADRO 2 - TAMANHO DO BANCO CENTRAL  
DE ALGUNS PAÍSES EMERGENTES (% PIB -2017)**

Ativo total		Ativo sem reservas	
Brasil	46,8	Brasil	27,1
Tailândia	46,8	Rússia	9,0
Malásia	36,6	Turquia	7,4
Rússia	36,3	Coréia do Sul	6,2
Filipinas	29,7	Tailândia	4,7
Coréia do Sul	27,2	Hungria	4,0
Hungria	24,5	Filipinas	3,8
Romênia	22,9	Colômbia	3,2
Polônia	20,9	Romênia	2,9
Turquia	20,8	África do Sul	2,6
Colômbia	19,7	Malásia	2,2
México	17,4	México	1,4
África do Sul	16,1	Polônia	1,1
Chile	13,9	Chile	0,5

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

Obs. 1: Tamanho medido pelo ativo.

Obs. 2: dados de 2016 para Colômbia e Malásia.

Conforme se pode ver, essa correção baixa o tamanho de todos os bancos centrais para no máximo 9% do PIB, à exceção do Banco Central do Brasil, cujo tamanho fica em 27,1%. Essa disparidade não se deve ao baixo tamanho das reservas do Brasil, próximas de 20% do PIB. Se deve, sim, às relações entre o Banco Central e o Tesouro, bem mais intensas do que a observada nos demais países.

## II – Margem disponível para o ajuste no tamanho do Banco Central

Constatado o elevado tamanho do Banco Central, é razoável esperar que, em algum momento, o Tesouro e o próprio Banco Central discutam essa questão. Vale observar que a opção nessa direção não implicaria redução da importância do Banco Central no que tange às suas atribuições. A autarquia poderia executar a política monetária e cambial como faz atualmente, mesmo com um tamanho bem menor.

Não há necessariamente um caminho por meio do qual esse ajuste possa ser feito. A opção mais simples seria um encontro de contas entre o Tesouro e o Banco Central. Dito de outro modo, parte do saldo da conta única seria utilizado para resgatar parte da carteira de títulos. Em uma decisão extrema, o uso integral do saldo da conta única para resgatar títulos reduziria o balanço do Banco Central em cerca de 1/3, ou 16,7 pontos do PIB, o exato tamanho do saldo da conta única, tal qual apresentado no Quadro I.

Essa opção extrema não pode ser adotada, no entanto, por conta da existência de pelo menos três restrições que serão comentadas adiante. Uma restrição estabelece um tamanho mínimo para a carteira de títulos do

Banco Central, enquanto as outras duas definem tamanho mínimo para o saldo da conta única. O limite do ajuste possível da carteira e do saldo obedece à restrição mais forte, considerando-se os números do fim de 2017.

Em relação às duas restrições relativas ao saldo da conta única, a menos rígida está relacionada com a necessidade do chamado *colchão de liquidez*. No mercado de títulos públicos em poder do mercado (não inclui a carteira do Banco Central), o Tesouro precisa ter flexibilidade para não emitir títulos em um período caracterizado por incertezas, situação que leva os investidores a demandarem rendimentos elevados. A incerteza pode ser revertida em poucas semanas, mas o título emitido a juros elevados onera o Tesouro até o vencimento do papel, o que pode levar anos.

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

Qual o tamanho necessário do colchão de liquidez? Trata-se de questão em aberto. Uma possível regra de bolso seria a manutenção de um colchão equivalente ao valor dos títulos públicos em poder do mercado que vencem nos quatro meses seguintes. A média mensal da soma da dívida mobiliária interna que vence a cada quatro meses, considerando-se o período de outubro de 2018 a outubro de 2023, é de R\$ 188 bilhões<sup>6</sup>. Incluindo-se uma pequena margem prudencial, um colchão de cerca de R\$ 200 bilhões parece uma boa referência para prosseguir com o exercício.

Na ausência de outras restrições, o cumprimento dessa regra permitiria a redução do saldo da conta única, como contrapartida da redução da carteira de títulos públicos, de R\$ 896 bilhões ou 13,7% do PIB, valor a que se chega subtraindo-se o saldo da conta única do Quadro I, R\$ 1.096 bilhões, pelos R\$ 200 bilhões que precisam ser preservados. Entretanto, as outras duas restrições são mais fortes do que a restrição advinda do colchão de liquidez.

A segunda restrição que limita a redução do saldo da conta única deriva da vinculação de parcela desse saldo ao uso em determinadas áreas, como educação, seguridade social e em certos fundos, órgãos e programas. Como não há um prazo para que essa parcela tenha o destino especificado, esses recursos podem ficar *presos* na conta única por tempo indeterminado. Ademais, mesmo a parcela do saldo da conta única passível de ser utilizada no resgate da carteira de títulos do Banco Central não poderia ser integralmente utilizada para esse fim por já estar em parte comprometida com restos a pagar.

Encontrar os valores efetivamente disponíveis para os fins aqui propostos requereria informações a respeito da composição do saldo da conta única em termos de vinculação, com os respectivos restos a pagar. Na ausência dessas informações, o exercício prosseguirá recorrendo-se aos dados oferecidos no Balanço Geral da União (BGU), quanto à composição do saldo da conta única, e aos dados do Relatório de Gestão Fiscal (RGF) da União, no que tange aos restos a pagar, ambos relativos ao fim de 2017.

---

<sup>6</sup> Esse dado pode ser calculado com base na Tabela 3.4 do Relatório Mensal da Dívida, divulgada na página eletrônica do Tesouro Nacional: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>. Uma alternativa seria considerar a situação da dívida vincenda ao fim de 2017, como os demais números aqui empregados. Nesse caso, a média seria de R\$ 173 bilhões.

O BGU informa que dos R\$ 1.041,3 bilhões do saldo da conta única<sup>7</sup>, R\$ 597,1 bilhões se referem a uma subconta denominada Dívida Pública que, a julgar pelo título, corresponde à parcela do saldo da conta única que pode ser utilizada no resgate de dívida pública, carteira de títulos do Banco Central, inclusive. Ademais, há uma outra parcela de R\$ 105,6 bilhões formada com recursos não vinculados. Portanto, dos R\$ 1.041 bilhões, R\$ 338,6 bilhões não poderiam ser utilizados no resgate de títulos da carteira do Banco Central por conta de vinculações específicas.

Há, entretanto, que levar em conta os restos a pagar. As informações a esse respeito oferecidas pelo RGF se referem à disponibilidade de caixa da União, um agregado mais amplo que o saldo da conta única, ao incluir alguns ativos líquidos não depositados no Banco Central. Considerando-se os restos a pagar apenas da parcela dessas disponibilidades que aparentemente se referem a recursos passíveis de serem utilizados no resgate da carteira de títulos do Banco Central, chega-se a R\$ 96,9 bilhões<sup>8</sup>.

Ao se somar aos R\$ 338,6 bilhões, os R\$ 96,9 bilhões de restos a pagar, chega-se a R\$ 435,5 bilhões que corresponde ao saldo mínimo da conta única exigido por conta das vinculações e dos restos a pagar, com base nos números do fim de 2017 e com as informações disponíveis. Mas, como visto, há a restrição do colchão de liquidez que requer R\$ 200 bilhões que possam ser utilizados no manejo da dívida pública, o que não é o caso dos R\$ 435,5 bilhões, comprometidos com outros destinos. Logo, juntando-se as necessidades de ambas as restrições, estima-se que o saldo da conta única deve ser de, no mínimo, R\$ 635,5 bilhões, 9,7% do PIB. Já a redução possível da conta única, com a contrapartida da diminuição da carteira de títulos públicos, seria de R\$ 460,5 bilhões ou R\$ 7% do PIB, resultado obtido com a subtração do saldo da conta única informado no Quadro I pelo mínimo de R\$ 635,5 bilhões.

Falta ver ainda a terceira restrição, relativa ao tamanho mínimo requerido da carteira de títulos públicos. O Banco Central precisa de títulos públicos como lastro das operações compromissadas, já que essas operações nada mais são que empréstimos tomados junto ao mercado com garantia de títulos públicos<sup>9</sup>. Assim, a carteira precisa ser, no mínimo, igual ao saldo das compromissadas para que essas operações não sejam inviabilizadas, criando importantes obstáculos à execução da política monetária.

Na verdade, seria necessária a existência de um montante de título livres na carteira, vale dizer, títulos não utilizados como garantia, de tal modo que o Banco Central não se visse repentinamente impedido de controlar a liquidez da economia por falta de títulos a serem utilizados como garantia das compromissadas. Assim, a

---

<sup>7</sup> O valor do saldo da conta única apresentado no BGU não coincide com o valor que consta no balanço patrimonial do Banco Central, pois as fontes são distintas (SIAFI e SISBACEN, respectivamente). A diferença se deve a uma defasagem temporal no registro da entrada dos recursos na conta. Ver a nota explicativa nº 6 do BGU. Ademais, conforme salientado, o saldo da conta única constante do Quadro I considera ainda R\$ 14,7 bilhões de resultado a transferir. O BGU de 2017 está disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243309/BGU\\_2017.pdf/d78aaa06-7907-4175-81d3-075f9cc315e5](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243309/BGU_2017.pdf/d78aaa06-7907-4175-81d3-075f9cc315e5).

<sup>8</sup> As informações extraídas do Relatório de Gestão Fiscal (RGF) estão no Demonstrativo da Disponibilidade de Caixa e dos Restos a Pagar, relativos ao fim de 2017. O RGF pode ser encontrado em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/demonstrativos-fiscais>. Os R\$ 96,9 se referem aos restos a pagar, liquidados ou não, de exercício anteriores e do exercício de 2017, relativos à parcela não vinculada das disponibilidades e à parcela associada à chamada Operação de Crédito e Receitas Financeiras.

<sup>9</sup> Vale observar que os papéis utilizados como garantia permanecem na carteira do Banco Central, já que não há transferência de titularidade. Para que isso ocorresse, o Banco Central teria que vender os títulos definitivamente e não com compromisso de recompra. Historicamente, o Banco Central não costuma alienar seus papéis de modo definitivo.

carteira precisa superar o saldo das compromissadas. Mas quanto? Essa é uma questão em aberto, assim como a relativa ao tamanho do colchão de liquidez.

O montante de títulos livres atualmente existente é muito elevado, 10,8 pontos de PIB (diferença entre a carteira e as compromissadas). A Portaria nº 241, de 2009, do Ministério da Fazenda estabelece que os títulos livres não podem cair abaixo de R\$ 20 bilhões. Se isso acontecer, o Tesouro deve repassar automaticamente o montante de títulos necessário para alcançar o mínimo ou R\$ 10 bilhões, o que for maior. Assim, se os títulos livres caem para R\$ 18 bilhões, por exemplo, o Tesouro repassa R\$ 10 bilhões em títulos e a carteira chega a R\$ 28 bilhões. Vale observar que a transferência não tem contrapartida financeira para não caracterizar financiamento do Tesouro pelo Banco Central.

Há um projeto de lei (PL 9283-B, de 2017) prestes a ser aprovado na Câmara dos Deputados<sup>10</sup>, já aprovado no Senado Federal, que aborda esse tema, ao reger a utilização do resultado do Banco Central, como se verá na última seção. De acordo com o art. 7º da proposta, os títulos livres não poderiam ficar abaixo do montante equivalente a 5% da carteira. Se a parcela da carteira livre caísse abaixo desse percentual, o Tesouro teria que transferir títulos ao Banco Central, em no máximo cinco dias úteis da comunicação entre os órgãos<sup>11</sup>.

Tomando-se os valores informados no Quadro 1, uma carteira de R\$ 1.121 bilhões atenderia a regra, pois resultaria em títulos livres equivalentes a 5% da carteira (R\$ 56,1 bilhões), dados os R\$ 1065 bilhões em compromissadas. Assim, a carteira poderia cair R\$ 650 bilhões ou 9,9% do PIB, valor a que se chega subtraindo-se a carteira informada no Quadro I, de R\$ 1.771,1 bilhões, dos R\$ 1.121 bilhões que atendem à regra de 5% da carteira livre. Observe que essa restrição é menos forte que as restrições que estabelecem um mínimo de R\$ 635,5 bilhões para o saldo da conta única e que permitem a redução de R\$ 460,5 bilhões ou R\$ 7% do PIB do saldo da conta única e, conseqüentemente, da carteira de títulos do Banco Central.

Enfim, se houvesse uma decisão no sentido de ajustar o tamanho do Banco Central, a conjunção das três restrições apresentadas mostra que, de acordo com as regras atuais e com base nos números do fim de 2017, a redução possível do saldo da conta única, em contrapartida da redução da carteira de títulos públicos do Banco Central, seria de R\$ 460,5 bilhões, ou 7% do PIB. Com esse ajuste, a conta única ficaria em seu mínimo de R\$ 635,5 bilhões e a carteira cairia para R\$ 1.310,6 bilhões, fruto da diferença entre a atual carteira anunciada no Quadro 1 e o ajuste de R\$ 460,5 bilhões.

Em vista da quantidade de números envolvidos, o Quadro 3 os organiza para melhor compreensão. Servirá também para ajudar a compreender a próxima seção. As três restrições vistas acima correspondem aos itens 1.1, 1.2 e 2.1 do Quadro 3. As duas primeiras somadas não permitem que o saldo da conta única caia abaixo dos 9,7% do PIB (C). Assim, a redução possível da conta e, por consequência da carteira (D), é de 7% do PIB, levando ao saldo final da conta única para 9,7% do PIB (o mínimo) e, no caso da carteira, para 20% do PIB.

Já a terceira restrição não permite que a carteira cai abaixo de 17,1% do PIB (E), de tal modo que a redução possível da carteira e, por consequência, da conta é de 9,9% do PIB (F), trazendo o saldo final da carteira para

---

<sup>10</sup> A matéria já foi aprovada pelas comissões competentes da Câmara dos Deputados. Se houver recurso, a matéria irá para a apreciação do plenário. Do contrário, irá para a sanção presidencial.

<sup>11</sup> A propósito, a eventual adoção de uma regra similar a essa, com a perseguição do referido percentual, aproximaria bastante dois indicadores alternativos de mensuração da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG): o do Banco Central, que considera em seu cômputo as compromissadas, e o do FMI, que considera a carteira de títulos públicos do Banco Central. Portanto, a diferença entre os indicadores é basicamente a diferença entre a carteira e as compromissadas. Nesse contexto, o indicador do Banco Central até poderia ser desativado, preservando-se o do FMI que segue o padrão internacional.

17,1% do PIB (o mínimo) e, no caso do saldo da conta única, para 6,8% do PIB. Como D é inferior a F, 7% do PIB é o ajuste máximo possível das duas contas e, logo, do tamanho do Banco Central, sem a adoção de qualquer outra providência.

**QUADRO 3 - MARGEM DE REDUÇÃO DO SALDO DA CONTA ÚNICA E DA CARTEIRA DE TÍTULOS DO BANCO CENTRAL**

	R\$ bilhões	% PIB
Saldo inicial da carteira de títulos (A)	1.771,1	27,0
Saldo inicial da conta única (B)	1.096,0	16,7
<b>MARGEM ATUALMENTE EXISTENTE</b>		
1. Saldo mínimo da conta única (C)	635,5	9,7
1.1 por conta do colchão de liquidez*	200,0	3,0
1.2 por conta dos recursos vinculados/restos a pagar*	435,5	6,6
Redução possível da carteira/conta única (D= B-C)	460,5	7,0
Saldo final da carteira (A-D)	1.310,6	20,0
Saldo final da conta única (B-D)	635,5	9,7
2. Saldo mínimo da carteira de títulos (E)	1.121,0	17,1
2.1 por conta da carteira livre*	1.121,0	17,1
Redução possível da carteira/conta única (F= A-E)	650,0	9,9
Saldo final da carteira (A-F)	1.121,0	17,1
Saldo final da conta única (B-F)	445,9	6,8
<b>MARGEM EXTRA COM O FIM DAS VINCULAÇÕES DA CONTA ÚNICA</b>		
3. Saldo mínimo da conta única (G)	428,0	6,5
3.1 por conta do colchão da liquidez*	200,0	3,0
3.2 por conta dos restos a pagar*	228,0	3,5
Redução possível da carteira/conta única (H=B-G)	668,0	10,2
Saldo final da carteira (A-H)	1.103,1	16,8
Saldo final da conta única (B-H)	428,0	6,5

Fonte: Banco Central e BGU-2017. Elaboração: IFI.

\* As explicações a respeito dos números utilizados podem ser vistas no texto.

### III – Aumento da margem disponível com medidas adicionais

Um ajuste superior aos 7% do PIB indicados acima exigiria algumas providências adicionais. Por exemplo, a desvinculação integral da parcela do saldo da conta única não passível de utilização no resgate da carteira de títulos públicos, permitiria uma redução potencial extra de R\$ 338,6 bilhões desse saldo, montante estimado da referida parcela.

Há um problema, entretanto. Parte desse montante também está comprometido com restos a pagar. Utilizando-se o RGF, como feito anteriormente, estima-se que esses restos cheguem a R\$ 131,1 bilhões, o que

reduz os R\$ 338,6 bilhões para R\$ 207,5 bilhões<sup>12</sup>. Assim, com a referida desvinculação, o saldo da conta única mínimo cairia de R\$ 635,5 bilhões para R\$ 428 bilhões ou, dito de outro modo, esse saldo, que antes poderia baixar R\$ 460,5 bilhões, 7% do PIB, passaria a poder diminuir R\$ 668 bilhões, 10,2% do PIB.

Tais números também estão registrados no Quadro 3. O mínimo de R\$ 428 bilhões (G) resulta da soma das restrições 3.1 e 3.2, vale dizer, os R\$ 200 bilhões do colchão de liquidez e os R\$ 228 bilhões de restos a pagar (R\$ 96,9 bilhões mais 131,1 bilhões). Já os R\$ 668 bilhões (H) correspondem à diferença entre o saldo inicial da conta única constante do Quadro 1 e o novo saldo mínimo possível de R\$ 428 bilhões. A efetivação de ajuste de tal monta levaria o saldo da conta única para o mínimo de R\$ 428 bilhões, com a contrapartida de redução da carteira de títulos públicos para R\$ 1.013,1 bilhões.

Observe, contudo, ainda com foco no Quadro 3, que esses níveis não poderiam ser alcançados pois inferiores ao permitido pela restrição relativa à carteira livre, já que F é inferior a H. Entretanto, nesse caso, os valores são relativamente próximos, cerca de R\$ 18 bilhões, não havendo muito ganho em flexibilizar de algum modo a restrição relativa à carteira livre. Assim, o ajuste possível passaria a ser dado por F: R\$ 650 bilhões, 9,9% do PIB, levando a carteira para seu valor mínimo, R\$ 1.121, com a contrapartida de redução do saldo da conta única para R\$ 445,9 bilhões.

Assim, logrou-se um ajuste no tamanho do Banco Central de 9,9% do PIB, mediante o uso do espaço disponível para a redução conjunta do saldo da conta única e da carteira de títulos do Banco Central, considerando-se os números existentes ao fim de 2017, com a complementação da eliminação das vinculações específicas de parcela dos recursos da conta única.

Caso houvesse a intenção de ir além no ajuste, haveria a necessidade de providências complementares que reduzissem outras contas ativas e passivas do balanço patrimonial do Banco Central. Duas possíveis candidatas são as outras duas grandes contas desse balanço: reservas internacionais e compromissadas. Um modo de lograr a redução conjunta dessas duas contas seria a venda de parte das reservas internacionais, parte essa calculada com base em alguma métrica de nível adequado de reservas. A contrapartida pelo lado do passivo dessa redução do ativo seria justamente a redução das compromissadas, pois a venda de reservas provocaria excesso de liquidez no mercado, a ser enxugada com o resgate de compromissadas.

Evidentemente, a política de venda de reservas não se justificaria pela simples vontade de reduzir o tamanho do Banco Central. Seria a eventual opção por usar as reservas para resgatar a dívida pública (no caso, compromissadas) que traria como efeito colateral benéfico a redução do tamanho do Banco Central. Isso porque a decisão pela venda de reservas é deveras complexa e, se fosse adotada, teria que ser de modo gradual e após atendida certas condições, notadamente o encaminhamento do ajuste fiscal. Do contrário, os potenciais efeitos negativos da decisão poderiam ser significativos, notadamente sobre o risco país e a taxa de câmbio.

A título de exercício, considere-se a redução de cerca de US\$ 60 bilhões das reservas com resgate simultâneo das compromissadas. A uma taxa de câmbio de R\$ 3,90, tal montante levaria à redução extra de R\$ 234 bilhões do tamanho do Banco Central, 3,6% do PIB, além dos 9,9% do PIB já indicados, expressos na redução do saldo da conta única e da carteira de títulos do Banco Central.

---

<sup>12</sup> Os R\$ 131,1 bilhões resultam do total dos restos a pagar que constam no Demonstrativo de Disponibilidade de Caixa e dos Restos a Pagar, deduzido dos R\$ 96,9 bilhões empregados anteriormente como estimativa dos restos a pagar da parcela da conta única passível de ser empregada para resgatar os títulos da carteira do Banco Central.

É preciso observar ainda que a venda de reservas, com a consequente redução das compromissadas, provocaria um duplo efeito de redução do tamanho do Banco Central. O primeiro seriam os já apontados 3,6% do PIB. O segundo adviria da regra da carteira livre de 5%. Como as compromissadas cairiam R\$ 234 bilhões, o tamanho mínimo da carteira de títulos do Banco Central que estava em R\$ 1.121 bilhões diminuiria R\$ 246,3 bilhões ( $234/0,95$ ). Como consequência, o saldo da conta única também poderia cair por esse mesmo montante. Entretanto, o espaço extra criado seria muito menor que esse pois haveria a restrição imposta pelo colchão de liquidez e os restos a pagar, mesmo com a desvinculação dos recursos da conta única.

Isso pode ser visto no Quadro 3. O F subiria os R\$ 246,3 bilhões, mas ultrapassaria H que passaria a ser então a restrição mais importante para a queda da carteira do saldo da conta única e da carteira, vale dizer, ajuste possível de R\$ 668 bilhões, 10,2% do PIB. Assim, a redução possível do Banco Central, aproveitando-se do espaço disponível com base nos números do fim de 2017, com o reforço ainda do fim das vinculações do saldo da conta única e da venda de US\$ 60 bilhões em reservas, seriam os referidos de 10,2% do PIB, somados aos 3,6% do PIB referentes à queda das reservas e das compromissadas, totalizando ajuste de 13,8% do PIB.

O Quadro 4 informa como os números do balanço patrimonial do Banco Central retratados no Quadro 1 ficariam caso fossem adotadas as providências acima descritas: a) ajuste de contas no limite permitido pelas restrições estabelecidas em função das regras e dos números prevalentes; b) eliminação da vinculação dos recursos da conta única; e c) venda de US\$ 60 bilhões em reservas, com a contrapartida em resgate de compromissadas.

**QUADRO 4 - BALANÇO DO BANCO CENTRAL AJUSTADO - SALDO DE FIM DE 2017**

	R\$ bilhões	% PIB		R\$ bilhões	% PIB
Ativo	2.274,0	34,7	Passivo e patrimônio líquido	2.274,0	34,7
Títulos públicos federais	1.103,1	16,8			
Reservas internacionais	1.129,8	17,2	Passivo	2.149,8	32,8
Outros	41,2	0,6	Conta única do Tesouro	428,0	6,5
			Operações compromissadas	831,0	12,7
			Depósitos de bancos	453,7	6,9
			Meio circulante	250,4	3,8
			Dívida externa	114,6	1,7
			Outros	72,2	1,1
			Patrimônio líquido	124,2	1,9

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, o balanço cairia de 48,4% do PIB (Quadro 1) para 34,7% do PIB, queda de 13,7 pontos de PIB. As reduções restringiram-se às quatro grandes contas do Banco Central. Conforme visto, a carteira de títulos e o saldo da conta única caíram 10,2% do PIB, enquanto as reservas e as compromissadas diminuiriam 3,5% do PIB. Como a redução do ativo e do passivo coincidem, o patrimônio líquido permaneceria o mesmo 1,9% do PIB.

Vale observar que, a despeito de se tratar de um valor bastante considerável, 13,7 pontos de PIB, a redução lograda no tamanho do Banco Central expressa no Quadro 4 só melhoraria moderadamente sua posição no ordenamento internacional apresentado no Quadro 2. Considerando-se o total do ativo, o banco central pátrio cairia do primeiro para o quinto lugar, a meio caminho entre Rússia e Filipinas. Já quando as reservas são

descontadas do ativo, o país permaneceria no topo, com banco central de 17% do PIB, 8% pontos acima do segundo lugar, o banco russo, com tamanho de 9% do PIB.

#### IV – Resultado do Banco Central

O resultado é outro canal da relação entre o Tesouro e o Banco Central, juntamente com a carteira de títulos públicos e a o saldo da conta única. Isso porque o resultado é transferido ao Tesouro, quando positivo, e coberto por ele, quando negativo.

O resultado é dado pela diferença entre a remuneração do ativo e o custo do passivo, descritos no Quadro 1. Vale dizer, resulta fundamentalmente da diferença entre o rendimento da carteira de títulos públicos e das reservas internacionais e o custo da conta única e das operações compromissadas, secundadas pelo custo dos depósitos das instituições financeiras e da dívida externa. À exceção das reservas internacionais e da dívida externa cujo valor em real muda de acordo com a variação da taxa de câmbio, as demais contas são basicamente remuneradas pela taxa de juros doméstica.

Assim, quando essa taxa e a variação cambial estão próximas, o resultado do Banco Central tende a ser baixo, levemente positivo, pois o ativo é maior que o passivo (patrimônio líquido positivo) e o meio circulante não tem custo. Entretanto, dado o tamanho das reservas internacionais e a intensidade da flutuação da taxa de câmbio no Brasil, o resultado varia de modo acentuado em função da variação cambial. A desvalorização cambial eleva o valor em real das reservas e produz resultado positivo elevado. A valorização cambial reduz o valor em real das reservas e gera resultado negativo elevado.

O Gráfico 1 mostra a evolução do resultado do Banco Central, bem como da taxa de câmbio no período 2014 a 2018. O resultado é desmembrado em cambial e não cambial, sendo o primeiro fruto do efeito da taxa de câmbio sobre as reservas e o segundo o restante do resultado<sup>13</sup>. Conforme esperado, o resultado não cambial é bem mais estável e moderado que o resultado cambial, além de normalmente positivo. Já o resultado cambial flutua bastante, acompanhando os acentuados movimentos da taxa de câmbio.

A evolução do resultado do Banco Central tem uma relação direta com o tamanho da sua carteira de títulos e do saldo da conta única, tendo em vista as regras de distribuição desse resultado introduzidas pela Lei nº 11.803, de 2008, notadamente no art. 6º. De acordo com essa lei, o resultado positivo do Banco Central é basicamente transferido ao Tesouro, o que se operacionaliza por meio de depósito na conta única; enquanto o resultado negativo é coberto pelo Tesouro, mediante a transferência de títulos para a carteira do Banco Central.

A conjunção de resultados bastante elevados e das regras existentes de destinação desses resultados faz com que a carteira do Banco Central aumente na proporção dos resultados negativos e o saldo da conta única aumente na proporção dos resultados positivos, não havendo alguma situação possível que reduza essas contas. De acordo com os números do próprio Banco Central<sup>14</sup>, as emissões de títulos para a cobertura do resultado negativo foram responsáveis por 15,3% do PIB do aumento da carteira do Banco Central, no período

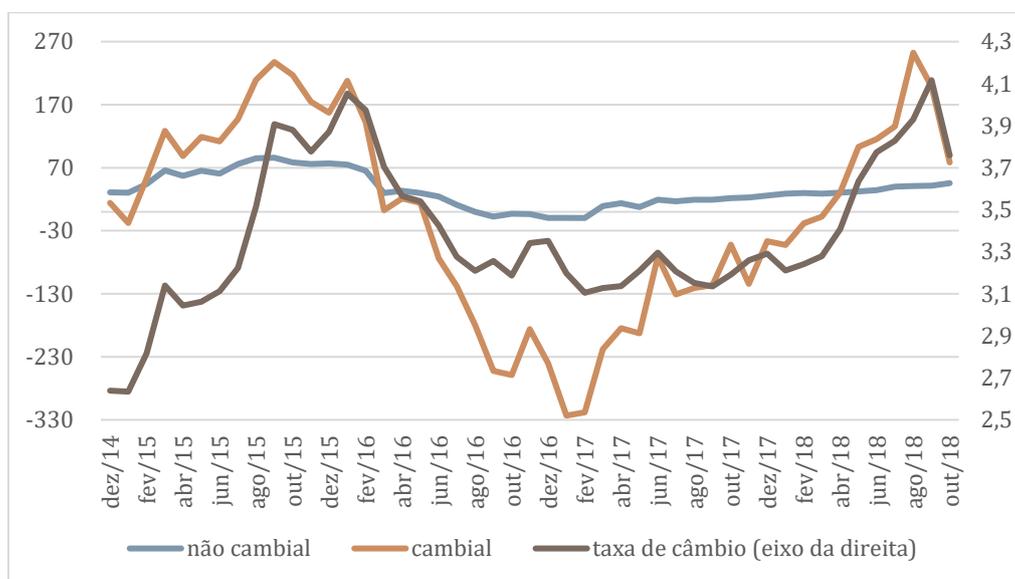
---

<sup>13</sup> O resultado do Banco Central e a sua composição podem ser vistos em: <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPopcambiais.asp?idpai=SERIEDLSP>. Além do impacto ocasionado pelas reservas, o resultado cambial é determinado ainda pelos efeitos advindos da dívida externa e das operações de swap cambial feitas pelo Banco Central. Ambas levam a perdas quando a taxa de câmbio sobe e ganhos, quando a taxa cai. Entretanto, como as reservas são muito mais altas, o efeito final líquido da desvalorização cambial sobre o resultado é largamente positivo.

<sup>14</sup> Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistevldp.asp?idpai=SERIEDLSP>

2006-2017, enquanto a transferência do resultado positivo levou ao aumento de 16,8% do PIB do saldo da conta única, no mesmo período, sendo 12,1% do PIB relativos ao resultado cambial.

**GRÁFICO 1 - RESULTADO DO BANCO CENTRAL (R\$ BILHÕES -12 MESES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Diante desses mecanismos, o ajuste da carteira e do saldo da conta única a um tamanho mais razoável, como o exercício feito nas duas seções anteriores, seria desfeito ao longo do tempo por força da interação entre essas contas e o resultado do Banco central. Uma possível solução seria a alteração das regras que regem a destinação do resultado.

Esse é o objetivo do já citado Projeto de Lei em fase final de tramitação na Câmara dos Deputados (PL 9283-B, de 2017) que, nos arts. 3º e 4º, estabelece que os resultados cambiais positivos sejam direcionados à uma reserva, integrante do patrimônio líquido do Banco Central, em vez de depositados no saldo da conta única. Já os resultados negativos seriam descontados da referida reserva, e não transferidos para a carteira. Assim, resultados positivos e negativos se compensariam ao longo do tempo, sem elevar continuamente a carteira e o saldo da conta única. Outras possíveis vantagens da proposta apontadas por alguns analistas são os ganhos de transparência na relação entre o Tesouro e o Banco Central e a supressão de mecanismo que potencialmente pode resultar em financiamento do primeiro pelo segundo.

Enfim, a redução do tamanho do Banco Central por meio diminuição da carteira de títulos e do saldo da conta única, com o eventual reforço de outras medidas, a exemplo da desvinculação dos recursos depositados na conta única e/ou da venda de reservas internacionais, seria devidamente complementada por alguma providência que alterasse a regra de destinação dos resultados do Banco Central, de modo a evitar nova recomposição da carteira e do saldo da conta única e, por consequência, do tamanho do Banco Central.

Como última observação, já foi dito que a preservação do patrimônio líquido positivo do Banco Central é importante para viabilizar uma gestão adequada da política monetária e cambial. A redução do tamanho do Banco Central como a apresentada no Quadro 4 não está associada necessariamente a um aumento ou redução do resultado. Esse, conforme visto, é dado pela diferença entre o rendimento do ativo e o custo do passivo. A

redução simultânea da carteira e do saldo da conta única é basicamente neutra no que tange ao resultado, pois a remuneração da primeira e o custo da segunda são iguais<sup>15</sup>.

O efeito sobre o resultado pode vir do uso das reservas para resgatar compromissadas, mas, nesse caso, o resultado pode tanto subir, como cair, a depender da diferença entre a Selic e a desvalorização cambial. Se a Selic superar a desvalorização ou se houver valorização cambial, o resultado será maior do que ocorreria sem a troca. Portanto, eventuais medidas no sentido da redução do tamanho do Banco Central do modo como apresentado nos Quadros 3 e 4 não implicam perdas certas para a autarquia, muito menos perdas que possam descapitalizar e prejudicar a execução de suas importantes atribuições.

---

15 De acordo com o art. 1º da Medida Provisória nº 2.101-27, de 2000: *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.*