

**Título do capítulo**

**RELACIONAMENTO FINANCEIRO DO  
BANCO CENTRAL COM O TESOURO  
NACIONAL: SUGESTÕES PARA REFORMA**

**Autores (as)**

Elcyon Caiado Rocha Lima

**DOI**

**Título do livro**

O Brasil no fim do século: desafios e propostas  
para ação governamental

**Editor (es)**

**Volume**

**Série**

**Cidade**

**Editora**

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)

**Ano**

1994

**Edição**

1ª

**ISBN**

**DOI**

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 1994

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://repositorio.ipea.gov.br>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

---

# O Relacionamento Financeiro do Banco Central com o Tesouro Nacional: Sugestões para Reforma

Elcyon Caiado Rocha Lima\*

O Plano Real é o sexto plano de estabilização da economia brasileira desde 1986. Existe um consenso entre os economistas de que o sucesso do Plano depende, entre outras coisas, de uma futura reforma monetária que reduza o alto grau de liquidez dos fundos de curto prazo e dê ao Bacen — Banco Central novos procedimentos operacionais que o tornem capaz de atuar de maneira independente e ativa no controle da evolução da liquidez da economia.

Nesta nota faremos uma rápida descrição dos principais canais de relacionamento do Tesouro Nacional com o Bacen e apresentaremos algumas sugestões que acreditamos poderão aumentar o controle do Banco sobre a evolução da liquidez da economia.

O atual relacionamento financeiro do Tesouro Nacional com o Bacen se dá através das seguintes principais operações do Banco:

- a) compra e venda de títulos do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros (permitidas pelo Artigo 164, § 2º da Constituição);
- b) recebimento de depósitos das disponibilidades de caixa da União (conforme o Artigo 164, § 3º da Constituição, que obriga a União a depositá-las no Bacen); e
- c) repasse de seu resultado líquido.

---

\* Da Diretoria de Pesquisa do IPEA.

## 1 - Ao Banco Central Deveria Ser Vedada a Condução da Política Monetária com Títulos do Tesouro Nacional

Há, basicamente, dois tipos de operações do Bacen com títulos do Tesouro:

- a) participação do Bacen nos leilões primários de títulos do Tesouro; e
- b) operações entre o Bacen e o sistema financeiro envolvendo a compra e venda de títulos do Tesouro com o objetivo declarado de controlar o nível de liquidez na economia.

Nas datas em que ocorrem vencimentos de títulos do Tesouro na carteira do Bacen, o Banco participa dos leilões primários comprando títulos até um valor máximo igual ao da amortização, nesta data, dos títulos do Tesouro em sua carteira. O Bacen participa então destes leilões apenas para manter o estoque de títulos do Tesouro em sua carteira e não para financiar diretamente o Tesouro. O Bacen não apresenta propostas no leilão. A taxa de juros é determinada *ex post*. O procedimento atual consiste em conceder, aos títulos comprados pelo Bacen, a taxa de juros média do leilão, obtida por títulos similares colocados no mercado.

Além da operação descrita acima, o Bacen compra e vende títulos do Tesouro, de sua carteira, com o objetivo de controlar o nível de liquidez diário da economia. O Banco utiliza ainda os títulos do Tesouro numa operação conhecida por “zeragem automática”. A “zeragem automática” é o financiamento automático que o Bacen concede às instituições financeiras que lhe entreguem títulos federais com cláusula de recompra. Este financiamento deve ser renovado diariamente (embora não haja limite para o número de renovações) e o seu custo é relativamente baixo (taxa Selic mais 8,7% a.a.). Os títulos federais entregues ao Bacen na “zeragem automática” são obrigatoriamente recomprados pelas instituições financeiras no final do financiamento.

A permissão para que o Bacen opere com títulos do Tesouro torna, na verdade, possível para o Bacen o controle do grau de liquidez destes títulos. Ou seja, o Banco pode ceder a pressões e monetizar os títulos do Tesouro, o que lhes confere elevada liquidez. O aumento da liquidez reduz o custo de financiamento do déficit público mas não é desejável em uma economia que pretenda ter um nível de preços estável. A história econômica recente mostra que o mecanismo de “zeragem automática” tem, por um lado, facilitado a colocação de títulos do Tesouro a um custo menor, mas, por outro, contribuído para aumentar a liquidez da economia e dificultado o controle desta pelo Bacen. Caso fosse proibida a utilização de títulos do Tesouro — permitindo-se apenas a de títulos emitidos pelo próprio Banco — nas operações de compra e venda entre o Bacen e o mercado financeiro

e, principalmente, nas de “zeragem automática”, seria reduzido o espaço para o Bacen financiar indiretamente o Tesouro.

## **2 - As Disponibilidades de Caixa da União Deveriam Ser Depositadas na Rede Bancária**

As disponibilidades de caixa da União, depositadas no Bacen, são registradas na “Conta Única” do Tesouro Nacional. Estas disponibilidades são remuneradas com base na taxa Selic (*pro rata* dia). O valor médio mensal, em dólares correntes, da remuneração das disponibilidades para o período janeiro/junho de 1994 foi de US\$ 2,6 bilhões, variando de um mínimo de US\$ 2 bilhões (em maio) a um máximo de US\$ 3,2 bilhões (em fevereiro). Como se pode observar, devido às altas taxas de inflação, a remuneração destas disponibilidades, transferidas decendialmente do Bacen para o Tesouro, era uma parcela importante dos recursos que passavam pela execução financeira do Tesouro Nacional.

As disponibilidades de caixa da União e a remuneração destas estão discriminadas em recursos de origem tributária e não-tributária. São considerados recursos de origem não-tributária o resultado líquido do Bacen, que era transferido semestralmente ao Tesouro e passará agora a ser transferido mensalmente, e a remuneração incidente sobre o depósito das disponibilidades de caixa.

A primeira crítica que se pode fazer ao depósito das disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional no Bacen é que este tipo de procedimento acaba por inflar o resultado líquido do Bacen e reduzir artificialmente os recursos tributários à disposição do governo federal. Caso o Tesouro Nacional optasse por utilizar a rede bancária certamente obteria uma remuneração razoavelmente superior à taxa Selic. Ao inflar o resultado do Bacen, este tipo de procedimento torna menos transparente o cálculo do financiamento do Tesouro pelo Bacen através de recursos não-tributários.

A principal crítica, no entanto, se deve à dificuldade de se controlar diariamente o grau de liquidez da economia, na presença de depósitos de disponibilidades de caixa do Tesouro no Banco. Qualquer flutuação diária no valor destes depósitos provoca alterações no nível de liquidez da economia que são operacionalmente difíceis de serem imediatamente contrabalançadas pelo Bacen. Na verdade a presença deste tipo de depósito do Tesouro justifica, em parte, a existência do mecanismo de “zeragem automática”, que torna endógena a oferta diária de liquidez da economia.

O depósito das disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional na rede bancária tornaria mais fácil, do ponto de vista operacional, o controle diário

da liquidez da economia e permitiria um cálculo mais exato dos recursos de origem tributária que transitam pelo orçamento do Tesouro Nacional.

### **3 - Deveria Haver um Acerto Contábil em Relação ao Montante de Títulos do Tesouro na Carteira Própria do Bacen**

Na carteira própria do Bacen estão registrados títulos do Tesouro decorrentes da rolagem do estoque de títulos adquiridos diretamente junto ao Tesouro Nacional (antes da Constituição de 1988) e títulos entregues pelo Tesouro ao Banco em 1987 para cobrir o saldo devedor decorrente do acerto de contas então realizado. Estes títulos têm servido de *funding* para cobrir principalmente as despesas com títulos emitidos pelo próprio Bacen e obrigações em moedas estrangeiras, assumidas pelo Banco em nome da União. As obrigações decorrentes da dívida externa serão repassadas pelo Bacen ao Tesouro até o final de 1994 e as alterações da política cambial deverão reduzir o acúmulo de reservas internacionais.

Em janeiro de 1994 o Bacen transferiu um resultado de US\$ 6,7 bilhões para o Tesouro e em julho de 1994 transferiu US\$ 4,2 bilhões. O Tesouro só pode utilizar o resultado do Bacen para amortizar a dívida pública. Para que este tipo de proibição faça sentido é necessário que o resultado não esteja inflado por artifícios contábeis que reduzam indiretamente os recursos de origem tributária à disposição do governo. É, portanto, preocupante o excessivo estoque de títulos do Tesouro na carteira do Bacen (ver tabela), o que provoca uma transferência exagerada de recursos do Tesouro para o Banco através do pagamento de juros e despesas de amortização. Deve ser lembrado ainda que a baixa remuneração dos depósitos das disponibilidades de caixa do Tesouro no Bacen tende a inflar artificialmente o resultado do Banco.

Para aumentar a transparência dos fluxos financeiros entre o Tesouro Nacional e o Bacen, de modo que permita identificar as transferências de recursos financeiros do Bacen para o Tesouro, é fundamental que se promova um acerto contábil do montante de títulos do Tesouro na carteira do Bacen.

**Estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal - Total**  
 US\$ Milhões

DÍVIDA MOBILIÁRIA	1993												1994					
	JUL.	AGO.	SET.	OUT.	NOV.	DEZ.	JAN.	FEV.	MAR.	ABR.	MAIO	JUN.						
1. Interna	82.166	47.475	49.336	49.975	50.394	53.632	54.523	54.523	56.942	51.285	51.483	48.676						
2. Interna especial	17.887	52.476	43.052	43.181	43.031	43.081	42.134	44.117	44.330	19.757	19.236	19.918						
LTN-L	8.049	42.634	43.052	43.181	43.031	43.081	43.134	44.117	44.330	19.757	19.236	19.918						
LTN especial	9.838	9.842	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0						
Total	100.053	99.951	92.388	93.156	93.425	96.713	98.049	98.640	101.272	71.042	70.719	68.594						
Part.mercado (%)	13,77	27,63	22,49	24,27	23,54	25,81	32,63	31,37	32,54	39,30	39,17	40,31						
Part.Bacen (%)	86,23	72,37	77,51	75,73	76,46	74,19	67,37	68,63	67,46	60,70	60,83	59,69						

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.