

PEC 65/2023 E A NEGLIGENCIADA RELAÇÃO ENTRE BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL

Larissa Naves Deus Dornelas*

Resumo

Datada de 27 de novembro de 2023, a Proposta de Emenda à Constituição nº 65 de 2023 dispõe sobre a mudança do regime jurídico do Banco Central brasileiro, que de Autarquia passaria a ser Empresa Pública, gozando de total autonomia financeira. Em que pese a importância do tema, o texto que justifica a PEC nº65/23 não apresenta o devido rigor técnico acerca da sugerida nova institucionalidade do Banco Central, seja em termos jurídicos, seja em termos econômicos. Este trabalho tem o objetivo de contribuir para a maior elucidação das implicações desta proposta, tendo em vista, especialmente, a relação existente entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional. À despeito da ideia de equiparar o Brasil às práticas (algumas) internacionais, a PEC nº65/23 ignora as próprias funções de Estado da Autoridade Monetária, assim como elementos específicos da economia brasileira nesta seara: seu mercado de dívida pública fundido com o mercado monetário e o peso elevadíssimo das operações compromissadas na gestão da liquidez de sua moeda.

Palavras-chave: PEC nº65/2023; Banco Central; Tesouro Nacional; Autonomia financeira.

Classificação JEL: E42; E44; E58

Abstract

Dated November 27, 2023, the Proposed Amendment to the Constitution No. 65 of 2023 provides for a change in the legal regime of the Brazilian Central Bank, which, from an autarchy, would become a public company, enjoying total financial autonomy. Despite the issue's importance, the text justifying PEC nº65/23 does not present the necessary technical rigor about the suggested new institutionality of the Central Bank, either in legal terms or in economic terms. The aim of this paper is to help clarify the implications of this proposal, especially in view of the relationship between the Brazilian Central Bank and the National Treasury. Despite the idea of bringing Brazil into line with (some) international practices, the PEC nº65/23 ignores the Monetary Authority's own state functions, as well as specific elements of the Brazilian economy in this area: its public debt market merged with the money market and the extremely high weight of repo operations in managing the liquidity of its currency.

Key-words: PEC nº65/2023; Central Bank; National Treasury; Financial Autonomy.

JEL Classification: E42; E44; E58.

* Professora do Departamento de Economia, do Programa Profissional de Pós-graduação em Economia (PPGEcon) e do Programa de Pós-graduação em Políticas Públicas (PPPP) da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Contato: larissanaves@ufpr.br

1. Introdução

A Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº65/2023 dispõe sobre a mudança do regime jurídico aplicado ao Banco Central brasileiro que, de Autarquia, passaria a contar com total e ilimitada autonomia financeira ao se tornar Empresa Pública. Com autoria do Senador Vanderlan Cardoso, protocolada em 27 de novembro de 2023, a PEC nº65/23 vinha tramitando de maneira acelerada, inclusive com a manifestação de voto favorável do relator, até se deparar com questionamentos e muitas manifestações contrárias de entidades representativas de servidores públicos federais, inclusive de servidores do Banco Central.

Em 18 de junho de 2024, numa representação democrática, a Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado Federal (CCJ) organizou uma Audiência Pública sobre o tema, em que convidados puderam dispor da palavra para levantarem pontos em favor e contrários à proposta¹. Foi a primeira vez, desde o protocolo da PEC nº65/23, que se pôde observar a discussão técnica de elementos e implicações decorrentes do texto. Em linhas gerais, desta Audiência Pública constaram como principais pontos favoráveis à proposta: a necessidade de garantia orçamentária ao Banco Central, que sendo empresa pública, não estaria sujeito a contingenciamento orçamentário da União; a completa autonomia do Banco Central, que para além da autonomia operacional, concedida através da Lei Complementar nº 179/21, passaria a contar com autonomia financeira e orçamentária; o alinhamento do Banco Central brasileiro às práticas internacionais de alguns países avançados; liberdade e flexibilidade necessárias para ajustar a remuneração dos servidores do órgão de maneira compatível a salários da área financeira no mercado, mantendo e atraindo pessoal qualificado.

Por outro lado, extraem-se do debate como principais pontos contrários à aprovação da PEC nº65/23: o regresso institucional que a proposta representa, ao se ter a ideia de que as funções do Banco Central devem ser executadas por um banco público-privado, experiência que o país teve há mais de sessenta anos quando o Banco do Brasil realizava esta

¹ Participaram com argumentos em defesa à PEC nº65/23 os ex-presidentes do Banco Central Henrique Meirelles e Gustavo Loyola; o ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Marcos Lisboa; o Chefe do Departamento de Estatística do Banco Central, Fernando Rocha; e o advogado e ex-procurador do Banco Central, Marcel Mascarenhas. Apontando críticas à PEC nº65/23 argumentaram os economistas André Lara Resende, ex-diretor do Banco Central; Paulo Nogueira Batista Jr., ex-diretor do Fundo Monetário Internacional (FMI) e ex-vice-presidente do Banco dos Brics (NDB); Luis Felipe Awazu, ex-presidente do Banco de Compensações Internacionais (BIS); e os servidores do Banco Central Lademir Rocha, procurador em exercício; e Edison Cardoni, analista aposentado e ex-diretor do Sinal (Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central).

tarefa; as distorções, falta de transparência e balcanização orçamentária ao se retirar o Banco Central da Lei de Diretrizes Orçamentárias; o risco iminente de captura do Banco Central por interesses privados; a insegurança jurídica provocada pelo redesenho do regime do órgão e, a obscuridade técnica acerca da origem das fontes de financiamento do Banco Central e a decorrente relação entre este órgão e o Tesouro Nacional.

Este trabalho tem o objetivo de contribuir para a maior elucidação das implicações desta proposta, tendo em vista, especialmente, a relação existente entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional. Como objetivos secundários, o trabalho almeja ampliar o conhecimento público acerca do teor da PEC nº65/23, assim como expor as funções da Autoridade Monetária e a operacionalidade das políticas monetária e fiscal no Brasil, jogando luz ao necessário debate em torno dos problemas decorrentes da mudança constitucional proposta.

Para tanto, o artigo se organiza a partir de três seções, além desta introdução e das considerações finais. A primeira seção apresenta o histórico da tramitação (até o momento desta escrita) e o teor da PEC nº65/23. A segunda seção analisa os pontos de contato entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional a partir da exposição do que são as políticas monetária e política fiscal e de gestão da dívida pública, assim como a operacionalidade destas políticas no Brasil, ambas realizadas no mercado de dívida pública brasileiro, o SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia)². Por fim, a terceira seção se dedica a analisar possíveis implicações decorrentes da PEC nº65/23, especialmente no tocante à relação entre Banco Central brasileiro e Tesouro Nacional, sem prejuízo da análise de implicações outras.

2. A PEC nº65/2023: histórico e conteúdo

Datada de 27 de novembro de 2023, de autoria do Senador Vanderlan Cardoso (1º signatário) e apoiada por outros 41 senadores, a Proposta de Emenda à Constituição nº 65 de 2023 dispõe sobre a mudança do regime jurídico do Banco Central brasileiro que de Autarquia passaria a ser Empresa Pública, gozando de total autonomia financeira. Escrita em

² O termo SELIC (no masculino, o SELIC) representa o âmbito em que todas as operações com títulos públicos federais são custodiadas e liquidadas, e, sobretudo, um mercado com institucionalidade própria, o mercado de dívida pública brasileiro. Não se confunde com a expressão taxa SELIC (no feminino, a SELIC), que é a taxa básica de juros da economia brasileira.

cinco páginas, entre a proposta em si e sua justificação, a PEC 65/23 altera o artigo 164 da Constituição Federal, com destaque aos seguintes parágrafos de seu Art.1^{o3}:

§ 4º O Banco Central é instituição de natureza especial com autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira, organizada sob a forma de **empresa pública** e dotada de poder de polícia, incluindo poderes de regulação, supervisão e resolução, na forma da lei. (...)

§ 6º **Lei complementar, cuja iniciativa observará o disposto no caput do art. 61, disporá sobre os objetivos, a estrutura e a organização do Banco Central**, asseguradas: I – a autonomia de gestão administrativa, contábil, orçamentária, financeira, operacional e patrimonial, sob supervisão do Congresso Nacional; II – a ausência de vinculação a Ministério ou a qualquer órgão da Administração Pública e de tutela ou subordinação hierárquica.

§ 7º **A fiscalização contábil, orçamentária, financeira, operacional e patrimonial do Banco Central, quanto à legalidade, legitimidade, economicidade, aplicação das subvenções e renúncia de receitas será exercida pelo Congresso Nacional**, mediante controle externo, com o auxílio do Tribunal de Contas da União, e pelo sistema de controle interno do Banco Central.

§ 8º **A lei disporá sobre o relacionamento financeiro entre o Banco Central e a União.**” (NR). (Senado Federal, 2023, pp.1-2, *grifo nosso*).

A justificativa de tais modificações envolve dois conjuntos de argumentos: a) o imperativo de adicionar à autonomia operacional concedida ao Banco Central pela Lei 179/21, também autonomia orçamentária e financeira para ‘garantir a plena execução de suas atividades’, de modo que a necessidade orçamentária do órgão para cumprir sua missão institucional *exige* (grifo nosso) alteração de seu arcabouço legal; b) alinhar o Brasil às práticas internacionais de alguns países do mundo (Canadá, Estados Unidos, Suécia, Noruega, Austrália, Nova Zelândia e Banco Central Europeu⁴) que permitem o uso das receitas de senhoriagem como fonte de financiamento do Banco Central, mantendo-se o teor da Lei 13.820/19 que prevê regras para transferência de resultados da Autoridade Monetária para a Autoridade Fiscal no Brasil (Senado Federal, 2023).

Em 13 de dezembro de 2023 a PEC 65/23 foi distribuída para apreciação e relato ao Senador Plínio Valério, que não hesitou em manifestar publicamente seu parecer favorável à proposta, mesmo sem o protocolo de seu relatório na CCJ. A partir deste trâmite, no início do ano de 2024, diversos agentes fizeram manifestações públicas em torno da discussão:

3 Ressalta-se que há ainda no texto original da PEC 65/23 o Art. 2º, que dispõe sobre a opção assegurada aos atuais servidores do Banco Central entre carreiras congêneres no âmbito do Poder Executivo Federal e o quadro pessoal do Banco, com a transformação em empresa pública. Dado o foco deste trabalho em analisar as implicações da proposta à relação Banco Central-Tesouro Nacional, os aspectos jurídicos e trabalhistas que envolvem esta PEC são aqui analisados apenas tangencialmente.

⁴ Vale ressaltar que na justificação da proposta há apenas a citação nominal destes países, sem nenhuma referência a estudos ou dados que embasem o argumento.

senadores, servidores do Banco Central, seu Presidente em exercício, e por trabalhos que discutiram os meandros das proposições⁵. Com a maior visibilidade e discussão dos pontos que permeiam o texto, em 12 de junho de 2024 o relator Senador Plínio Valério protocolou seu relato favorável nos termos de um texto Substitutivo que apresentou. Neste novo texto, algumas emendas são acatadas, assim como há nova redação de alguns parágrafos⁶ do Art.1º e Art.2º, destacando-se:

§ 4º O Banco Central é instituição de natureza especial com autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira, organizada sob a forma de empresa pública **que exerce atividade estatal** e dotada de poder de polícia, incluindo poderes de regulação, supervisão e resolução, na forma da lei. (...)

§ 6º Lei complementar, cuja iniciativa observará o disposto no caput do art. 61, disporá sobre os objetivos, a estrutura e a organização do Banco Central, asseguradas: I – a autonomia de gestão administrativa, contábil, orçamentária, financeira, operacional e patrimonial, sob supervisão do **Congresso Nacional a quem caberá a aprovação do orçamento anual do Banco Central;** (...) III – a submissão, pelo Banco Central, de plano estratégico plurianual à aprovação do Conselho Monetário Nacional, visando a orientar a atuação da empresa para a consecução de seus objetivos institucionais.

Art. 2º- Ficam preservadas as competências do Conselho Monetário Nacional como órgão superior do Sistema Financeiro Nacional (SFN) com a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito e com o objetivo de garantir a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país; e suas funções e competências previstas na Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964 e na Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, e aquelas relacionadas à função regulatória do sistema financeiro estabelecidas na legislação. (NR) (Senado Federal, 2024a, pp.14-15, *grifo nosso*).

É a partir deste texto Substitutivo que a discussão e votação da proposta se encaminha. Em sua primeira reunião deliberativa a votação foi adiada e o relator demandou a realização de uma Audiência Pública na CCJ sobre o tema. A Audiência Pública realizou-se em 18 de junho de 2024 a partir da exposição de argumentos, debates e respostas a questões pertinentes aos pontos positivos e negativos da proposta. Como evidenciado na introdução deste trabalho, com a realização da Audiência pôde-se, pela primeira vez, observar a discussão de elementos técnicos que norteiam a temática.

Tal foi a elucidação da complexidade envolvida na proposta que em 10 de julho de 2024 o Senador Rogério Carvalho apresenta voto em separado e contrário à PEC, inviabilizando, mais uma vez, a apressada votação que vinha se desenhando. Em seu voto, apresentado num relatório de 18 páginas, muitos dos argumentos alertados na Audiência

5 A saber: Dornelas (2024); Roncaglia (2024); Prado (2024); Pinto (2024), dentre outros.

6 Dado o foco deste trabalho na análise das implicações da proposta à relação Banco Central-Tesouro Nacional, suprimiu-se a citação das várias inclusões (artigos 4º a 7º) no texto substitutivo apresentado no tocante à discussão que toca os atuais servidores do Banco Central e sua nova (e insegura/desconhecida) situação com a mudança do regime jurídico do órgão.

Pública foram destacados, podendo-se resumir alguns deles: a) inconstitucionalidade por vício de iniciativa e violação à separação de Poderes; b) a incompatibilidade entre o modelo de empresa pública e as atribuições típicas de Estado exercidas pelo BCB; c) criação de precedente para outros órgãos públicos que tenham receitas próprias pleitearem autonomia financeira semelhante; d) efeitos sobre servidores públicos do Banco Central; e) aumento da dívida pública e riscos associados às interações entre Banco Central e Tesouro Nacional; f) financiamento adequado do Banco Central brasileiro não requer sua transformação em empresa pública (Senado Federal, 2024b).

Em 17 de julho de 2024 nova votação deliberativa sobre o tema foi adiada. Em meio a estes acontecimentos, o Governo Federal sinalizou posição contrária à proposta e divulgou-se a ideia de que o Ministério da Fazenda estuda e planeja propor uma mudança institucional no mercado financeiro e de capitais brasileiro, ao adotar o modelo “*Twin peaks*”⁷, em que Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passariam à posição de “super-órgãos” reguladores, sendo responsáveis pela regulação e supervisão do mercado financeiro, dos mercados de capitais, de seguros e de previdência. Nos bastidores, como aponta reportagem de Pimenta, Otta, Exman, Jubé e Tonet (2024), este modelo, já apresentado a alguns senadores, resolveria a independência financeira do Banco Central, sem torná-lo empresa pública, significando um possível acordo do Governo junto aos defensores da PEC 65/2023.

Até o momento desta escrita o cenário da votação da PEC 65/23 é aberto, tendo previsão de discussão e votação para o mês de outubro de 2024. Ademais, poucas são as informações sobre o modelo que a Fazenda estuda implementar aos chamados “super-órgãos” no Brasil, tampouco há elementos concretos e disponíveis para que se possa analisar este como um acordo para “resolver” o impasse provocado pela PEC 65/23.

É com base neste cenário do trâmite político e do conteúdo e justificativa contidos na proposta em análise que se busca na próxima subseção destacar os pontos de contato entre Banco Central e Tesouro Nacional, assim como a operacionalidade de suas respectivas políticas no Brasil.

⁷ Conforme expõe Melo Filho (2018, p. 19), “O modelo de regulação *twin peaks* foi sistematizado, pela primeira vez, por Michael Taylor no estudo “*Twin Peaks*”: *A Regulatory Structure for a New Century* (1995). O modelo de regulação *twin peaks*, em sua concepção original, estabelecia dois reguladores principais para o mercado financeiro, sendo um deles responsável pela manutenção da estabilidade do sistema financeiro (denominado de regulador prudencial) e outro responsável pela proteção dos investidores (chamado de regulador de condutas).”

3. Banco Central, Tesouro Nacional e o Mercado SELIC

Tão importante quanto se conhecer os moldes como são formadas e estruturadas as Autoridade Monetária e Autoridade Fiscal de um país, é a análise do que são os mercados, agentes, operações e objetivos que cada uma delas lida. Neste sentido, o âmbito de atuação da Autoridade Monetária é o chamado mercado monetário, que através da política monetária busca controlar a liquidez da economia. Já a Autoridade Fiscal atua no mercado de dívida pública, por meio da política fiscal e de gestão da dívida pública, buscando administrá-la e cuidar do financiamento público. No Brasil, estas instituições são representadas pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional e desde 1979, com a criação do SELIC, observa-se ambas atuando num grande mercado, o chamado mercado de dívida pública brasileiro. Portanto, no mercado SELIC são operacionalizadas tanto a política monetária quanto a política fiscal e de gestão da dívida pública do país.

Dornelas e Terra (2021) apresentam a institucionalidade do SELIC, que se desenvolveu ao longo dos anos 1980, período em que a economia brasileira sofria com a aceleração inflacionária. O SELIC incorporou vários instrumentos criados neste contexto, que acabaram por moldar seu próprio funcionamento e serviu de *benchmark* para a estrutura e *modus operandi* de todo o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Tais instrumentos foram cruciais para que o país passasse pelo descontrole inflacionário sem perder a moeda nacional ou se dolarizar, pois ofereciam aos agentes segurança, rentabilidade e liquidez em meio ao ambiente de incerteza exacerbada, podendo-se citar, dentre outros: a) as ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), título pós-fixado criado para fins fiscais que, por um lado viabilizou a criação do mercado de títulos públicos no Brasil e, ao mesmo tempo, possibilitou a política monetária atuar via operações de mercado aberto; b) o mecanismo de zeragem automática adotado pelo Banco Central, que consistia em seu comprometimento em recomprar e revender títulos públicos diariamente junto às instituições financeiras que não conseguiam zerar suas posições diárias; c) a indexação financeira, que iniciou-se com a instituição da correção monetária e a criação das ORTN, mas se expandiu fortemente por meio das Letras Financeiras do Tesouro (LFT)⁸, com indexação à taxa básica de juros; d) a periodicidade de curto/curtíssimo prazo (*overnight*) de realização das operações entre reservas bancárias e títulos públicos entre bancos e entre estes e o Banco Central.

⁸ Em 2015 o Tesouro Nacional incorporou mudanças na nomenclatura dos títulos públicos federais, com o objetivo de torná-los mais didáticos e autoexplicativos, mas com a manutenção das referidas siglas. Deste modo, as LFT, que são títulos indexados à taxa de juros básica, representam hoje o chamado Tesouro Selic.

Soma-se a isto o fato de que o SELIC alterou substancialmente o modo de liquidação das operações que envolvem os títulos públicos federais no Brasil, passando-se a observar transação imediata de reservas bancárias sempre que qualquer título seja transacionado.

Até 1979, os ativos negociados nos mercados de reservas bancárias (monetário) e de dívida pública eram distintos. No primeiro, negociavam-se as reservas bancárias tendo os títulos públicos como colateral. Já no segundo, os próprios títulos públicos eram negociados, de modo que havia uma separação entre os mercados de reservas bancárias e de títulos públicos. (...) Na nova sistemática, se realizaram as liquidações do mercado aberto diretamente na conta de Reservas Bancárias (...) Logo, sempre que quaisquer títulos públicos fossem negociados estavam-se, simultaneamente, transacionando reservas bancárias. Com esse novo formato, títulos públicos passaram a ser quase moeda (Dornelas & Terra, 2021, p. 50).

Desta feita, aproximaram-se, com baixos custos de transação e com perfeita substitutibilidade entre os títulos, os mercados monetário e de dívida pública no Brasil. Assim, nos dois âmbitos do SELIC, mercados primário e secundário, tanto Tesouro Nacional quanto Banco Central negociam títulos públicos, que, embora possuam fins distintos, à parte doadora de recursos a lógica que predomina é a do investimento.

Desta institucionalidade surgem diversas dificuldades à economia brasileira e especificamente à eficiência das políticas monetária e de gestão da dívida pública. Ademais, acentua-se sobremaneira a simbiótica relação existente entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional, sobretudo em razão dos instrumentos criados para lidar com a instabilidade monetária permanecerem ainda hoje na estrutura do SFN, moldando seu funcionamento. Passados trinta anos, a estabilidade monetária alcançada com o Plano Real convivendo com instrumentos típicos de períodos de exacerbado desequilíbrio monetário denota a inconclusão do Plano.

No tocante à gestão da política monetária, o Banco Central brasileiro opera por meio da regulação do depósito compulsório, do redesconto (atualmente em baixo grau) e, sobretudo, através das operações de mercado aberto. Ainda, o regime de política monetária adotado pelo país é o de Metas de Inflação, tendo a taxa de juros como principal instrumento e efetivada nas operações de mercado aberto no nível necessário para que a inflação anual convirja à meta estipulada pelo COPOM (Comitê de Política Monetária). Assim, como forma de neutralizar as variações da base monetária e manter a taxa SELIC na meta, o Banco Central atua no mercado aberto a partir da compra e venda de títulos públicos, emitidos pelo Tesouro

Nacional⁹, com a especificidade de predominarem as operações compromissadas (compra e venda de títulos com compromisso de recompra e revenda) em lugar das definitivas (compra e venda final)¹⁰. A maior parte das operações de mercado aberto são realizadas no *overnight*¹¹, em que por um lado o Banco Central intervém de modo defensivo ajustando o nível de liquidez da economia, já que é por meio da média dessas operações que se determina a taxa SELIC, e, por outro lado, os bancos utilizam o *overnight* para zerar suas posições diárias junto ao Banco Central, à lá mecanismo de zeragem automática. Soma-se ainda, o fato de que a indexação baseada nos juros pós-fixado no *overnight* segue sendo regra na gestão monetária brasileira, por meio das LFT.

Para ilustrar o modo como opera a gestão monetária no Brasil, “entre 29 de julho e 2 de agosto [de 2024], o Banco Central realizou operações compromissadas tomadoras de recursos de curtíssimo prazo, em volume diário médio de R\$1,1 trilhão (...) e a taxa máxima aceita foi de 10,40% a.a.” (Banco Central do Brasil [BCB], 2024b, p. 01). A lógica curto prazista é predominante, e se retroalimenta com a oferta das operações compromissadas, que mais do que um instrumento de política monetária do Banco Central, representa um ativo financeiro altamente demandado, representando um estoque de cerca de 11,1% do PIB em junho de 2024 (BCB, 2024c).

Com isso, a liquidação dos títulos públicos instaurada com o SELIC implica que estes são substitutos quase perfeitos das reservas bancárias. Assim, bancos podem utilizar as operações compromissadas também como meio de aplicação de recursos que captam, marcando, portanto, o custo inicial mínimo de oferta de crédito ao público equivalente à taxa SELIC. Isso explica, em parte, as altas taxas de juros cobradas no varejo brasileiro. Por outro lado, a política monetária sofre com a perda de um importante canal de transmissão: o efeito riqueza. Dado o uso indiscriminado da indexação financeira tanto por meio das operações compromissadas quanto pelos títulos para fins fiscais, a elevação da taxa básica de juros no Brasil causa um efeito renda às avessas: aumenta a riqueza financeira, a renda disponível e,

⁹ Com a Lei de Responsabilidade Fiscal o Banco Central brasileiro ficou impedido de emitir títulos próprios. Nyawata (2012); Leister e Medeiros (2016) e Leister (2016) apontam que quanto mais desenvolvida a economia, maior a tendência de uso de títulos públicos emitidos pela Autoridade Fiscal para gestão da política monetária pela Autoridade Monetária.

¹⁰ Dados de junho de 2024 mostram que as operações compromissadas corresponderam a 95,33% do volume de transações no mercado aberto, enquanto as operações definitivas representaram 4,66% de participação (Banco Central do Brasil [BCB], 2024a).

¹¹ Em junho de 2024, as operações compromissadas negociadas no *overnight* do SELIC corresponderam a 99,65% das operações realizadas (BCB, 2024a).

assim, a gestão da liquidez necessita marcar juros cada vez mais elevados para o alcance do controle inflacionário (Dornelas & Terra, 2021).

No tocante à política de gestão da dívida pública, suas funções são centralizadas no Tesouro Nacional, o que torna a separação desta com o âmbito da política monetária a cargo do Banco Central próxima às experiências internacionais. Entretanto, a institucionalidade do SELIC e a herança do período inflacionário implica numa relação simbiótica entre os órgãos e em repercussões também sobre a política de gestão da dívida pública. Em primeiro lugar, o entrelaçamento entre o mercado monetário e o de dívida pública é observado a partir da taxa definida no primeiro (a SELIC) ser a taxa (piso) de referência para a remuneração dos títulos emitidos para financiar o setor público. “Se o Banco Central “impõe” ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo” (Nakano, 2005, p. 11).

Com isto, criam-se importantes entraves ao Tesouro Nacional: a) há uma forte competição entre os títulos operacionalizados via gestão monetária e os instrumentos para fins fiscais, competição esta muito ressaltada em momentos de crise, em que há maior demanda por liquidez no curto e curtíssimo prazos; b) há entraves ao financiamento de curto prazo do Tesouro Nacional, além de dificuldades em se alongar a maturidade e mudar o perfil da dívida pública; c) as operações compromissadas fazem parte do cômputo da dívida pública, embora utilizadas para fins de gestão monetária; d) implicação de altos e voláteis custos de rolagem e do serviço da dívida pública, sobretudo devido ao perfil do endividamento ser pautado na pós-fixação e em títulos híbridos; e) há cobrança de prêmios elevados à medida que aumenta-se o custo da dívida e seu perfil de curto prazo.

Observa-se, portanto, que a gestão monetária não é totalmente independente da administração da dívida pública. Ao operar no *open market* e definir a taxa SELIC, as ações do Banco Central impactam o estoque de títulos públicos, o perfil, nível e custo da dívida pública federal. Neste sentido, dados de junho de 2024 apontam que 43,61% da dívida pública federal é composta de LFT, indexadas à taxa SELIC, e seu custo médio é de 11,10% a.a (Tesouro Nacional [TN], 2024). Ou seja:

a taxa SELIC representa o piso da remuneração dos títulos públicos brasileiros, sendo, portanto, o valor mínimo do custo da dívida, um valor alto, diga-se de passagem, e que não se refere, em última instância, ao risco de financiamento do governo, mas à busca pela convergência da inflação à meta estipulada à política monetária (Dornelas & Terra, 2021, p. 110).

Para além, a gestão da dívida pública absorve o uso alastrado das operações compromissadas, que embora computem a dívida pública, dizem respeito a um instrumento de política monetária. O uso expressivo deste instrumento distancia o Brasil das práticas internacionais (Barbosa, 2022) e muito se explica em razão da institucionalidade do SELIC, que moldou a estrutura financeira do país, mantida majoritariamente no curto prazo e ancorada em títulos públicos, o que ressalta a cultura dos investidores por liquidez, baixo risco e alta rentabilidade. Daí a dívida pública representar a principal riqueza financeira no Brasil, aproximadamente 77,8% do PIB em junho de 2024 (BCB, 2024c).

Deste nível, resta ainda um inconveniente círculo vicioso: “cobra-se, cada vez mais, altos prêmios a um governo que emite dívida custosa de curto prazo, mas, dada a continuidade do perfil desta dívida (que é demandada e certamente atendida), seu custo aumenta” (Dornelas & Pinto, 2024). Portanto, à despeito da narrativa predominante impor restrições fiscais como meio de se resolver os problemas da economia brasileira, a explicação da trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) absorve outros elementos que não apenas os gastos primários.

Neste sentido, é curioso o fato de a PEC 65/2023 ignorar de um lado a explícita relação existente entre o Banco Central e o Tesouro Nacional e suas decorrentes implicações à dinâmica econômica brasileira e, por outro lado, sugerir uma espécie de “salvaguarda” orçamentária ao Banco Central, enquanto todo o Estado brasileiro convive com a alegação de risco fiscal, insustentabilidade da dívida pública e necessidade perene de contingenciamento. Com base neste apontamento, na próxima seção busca-se evidenciar os principais pontos críticos da PEC 65/23.

4. Pontos críticos decorrentes da PEC 65/23

Dado o esboço das proposições de mudança do regime jurídico do Banco Central em todos os seus trâmites, incluindo a Audiência Pública realizada sobre o tema, fica evidente que inúmeros são os pontos que pesam desfavoravelmente no “balanço de riscos” da proposta. Em que pese o objetivo central deste trabalho seja ressaltar os pontos que tocam a relação entre Banco Central e Tesouro Nacional, não se pode deixar de citar outros elementos que tornam obscura a possível aprovação da PEC.

Em primeiro lugar, como pano de fundo da defesa pela autonomia financeira do Banco Central brasileiro pesa o argumento em torno da necessidade orçamentária para que

o órgão continue cumprindo suas funções. E, em decorrência da alcançável liberdade financeira, abre-se possibilidade para a remuneração dos seus servidores estar em linha com salários pagos no mercado financeiro, evitando o “derretimento” do órgão, assim como fomentando a atração de profissionais mais capacitados.

Tais argumentos escondem a realidade dos fatos. O orçamento do Banco Central é dividido em dois âmbitos: a) orçamento administrativo (OA), que transita pela Lei Orçamentária Anual (LOA) e é destinado para cobrir despesas obrigatórias e discricionárias; b) orçamento da Autoridade Monetária (OAM), aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, e, portanto, fora do âmbito da LOA, compreende todas as receitas e despesas da instituição relativas a operações realizadas na execução das políticas monetária, cambial e creditícia do país. Assim, pela própria separação dos orçamentos da instituição, o cumprimento das funções do Banco Central não está ameaçado, haja vista o OAM não depender da disponibilidade de recursos da União. Para além, a LOA 14.535/2023, combinada com os créditos adicionais autorizados no decorrer do exercício, designaram R\$4.105,3 milhões em dotações ao OA do Banco Central. Assim, o valor utilizado total de 2023 foi 4,5% maior que o de 2022 (BCB, 2024d). Soma-se ainda a garantia de que o Tesouro Nacional cubra possíveis resultados negativos do Banco Central, expresso pela Lei 13.820/2019, cuja PEC 65/2023 sinaliza a necessidade de manutenção deste dispositivo legal mesmo com o “Banco Central empresa”.

Ainda, o chamado “derretimento do Banco Central” se refere na verdade, por um lado, à própria dinâmica da vida dos servidores de qualquer instituição: envelhecem, se aposentam, falecem ou mudam planos e trajetórias de vida. Por outro lado, muito se deve à própria dinâmica fiscal operada na economia brasileira nos últimos anos, cujos efeitos se espraiam a todo funcionalismo público. No primeiro caso, Carazza (2024), a partir de dados divulgados pelo próprio Banco Central aponta que entre o início de 2016 e o fim de 2023, o órgão perdeu 911 servidores. Destes, 615 servidores, entre analistas, técnicos e procuradores, se aposentaram ou faleceram. Em termos líquidos, portanto, apenas 296 servidores ativos deixaram a instituição a pedido, pedido este que não se pode categoricamente afirmar ter como motivação os maiores salários do mercado financeiro. Ainda que forçadamente, aceitemos tal argumento, este representaria apenas 1% do total de funcionários atuais ao ano, algo que inviabiliza o argumento do “derretimento” do órgão.

No segundo caso, a busca pela resolução da crise fiscal brasileira tendo como único foco o âmbito das receitas e despesas primárias, seja por meio do Teto de Gastos, seja através

do Novo Arcabouço Fiscal, tem gerado reflexos relevantes sobre os órgãos e o funcionalismo público. Prova disso é que o número de servidores aposentados, citado anteriormente, não foi repostado na instituição ainda hoje. O último concurso público do Banco Central brasileiro para ocupação de cargos de técnicos, analistas e procurador foi realizado em 2013. Passados onze anos, apenas em 2024 pode-se pensar em reposição dos servidores, com a abertura do concurso público da instituição para as referidas vagas. Portanto, o argumento do ‘derretimento’ parece descabido, uma vez que o salário inicial de R\$20.924,80, que gradativamente ao longo da carreira pode alcançar R\$29.832,94, parece muito atrativo aos mais de 38 mil candidatos inscritos no certame (Centro Brasileiro de Pesquisa em Avaliação e Seleção e de Promoção de Eventos [CEBRASPE], 2024).

Em segundo lugar, a defesa pela autonomia financeira do Banco Central encontra como principal justificativa o alinhamento do órgão às melhores práticas internacionais, em que alguns países possuem Bancos Centrais com liberdade orçamentária. Este ponto carece de duas principais reflexões. A primeira se refere ao argumento um tanto colonial de se ‘copiar’ experiências internacionais sem se considerar as especificidades de cada país, sejam elas jurídicas, econômicas ou sociais. Exemplo maior se encontra no próprio sucesso angariado pelo Plano Real na estabilização monetária, cujo conjunto de ações elaboradas e praticadas partiram de um diagnóstico específico das peculiaridades da hiperinflação brasileira.

A segunda reflexão remete imediatamente ao exposto na segunda seção deste trabalho. A institucionalidade instaurada com o SELIC, junto à permanência dos instrumentos criados no período hiperinflacionário geraram uma cultura curto prazista tal na economia brasileira que temos uma elevada participação das operações compromissadas no manejo da política monetária, o que nos classifica como caso único no mundo. Atualmente, ainda que a aprovação da Lei 14.185/21¹², que dispõe sobre o acolhimento pelo Banco Central brasileiro de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras, tenha significado um avanço institucional ao incorporar um novo instrumento de política

¹² A aprovação da Lei 14.185/21, conhecida como Lei de Depósitos Voluntários Remunerados representa importante avanço institucional no que tange a relação Banco Central-Tesouro Nacional. Ela incorpora um instrumento a mais para o Banco Central realizar sua política monetária, ou seja, para gerenciar as reservas bancárias (a própria liquidez do sistema financeiro), desafogando o uso único de operações compromissadas. Para além, reduz consideravelmente o peso da gestão monetária na dívida pública. O uso do novo instrumento, os depósitos remunerados voluntários, permite que o Banco Central remunere reservas bancárias voluntariamente depositadas em seu sistema, sem que haja a operação colateral em títulos públicos, e, conseqüentemente, sem que haja o automático aumento da dívida pública pela operação puramente monetária, e não fiscal (Bassi, 2022).

monetária, este tem sido utilizado de maneira morosa e gradual. Enquanto o volume diário médio de operações compromissadas (que computam dívida pública) foi de R\$1,1 trilhão entre 29 de julho e 02 de agosto de 2024, o volume diário médio de depósitos voluntários alcançou R\$153,7 bilhões (BCB, 2024b). Portanto, há muito o que se avançar em termos de alinhar o país às melhores práticas internacionais no tocante à gestão das políticas econômicas, à estrutura e *modus operandi* do SFN.

Ainda no tocante à justificativa apoiada em experiências de países que preveem autonomia financeira aos seus Bancos Centrais, a PEC aponta que o financiamento das despesas do “Banco Central empresa” consistiria no uso de receitas de senhoriagem. Como bem alertado por André Lara Resende (2024):

Sob pretexto de consolidar a autonomia do BC, retira o seu orçamento da LDO, vinculando seus gastos a uma suposta receita de “*seignioragem*”, um conceito do tempo das moedas metálicas, que hoje, quando se caminha rapidamente para moedas escriturais digitais, é praticamente irrelevante. A proposta é apenas uma forma de vincular uma receita, que é do Estado, ao orçamento do BC.

Dessa forma, resta clara a confusão entre o público e privado, tão arraigada no Brasil, uma vez que a possível receita de senhoriagem advém, exata e unicamente, da função pública do Banco Central, uma instituição do Estado, ter o monopólio da emissão monetária, ser responsável por gerir a liquidez da economia, ser depositário da Conta Única do Governo e das Reservas Internacionais do país. Ademais, enquanto a pauta majoritária no Brasil é a desvinculação de gastos obrigatórios em saúde e educação do Orçamento Público e a desindexação do salário mínimo nos gastos previdenciários, propõe-se uma balcanização orçamentária, ao se propor retirar o Banco Central da Lei de Diretrizes Orçamentária, vinculando receita pública ao seu orçamento.

Por fim, vale ressaltar a obscuridade e a falsa urgência da PEC 65/23, que além de ignorar inúmeras implicações da mudança de regime jurídico do Banco Central, atribui, tanto em seu texto original quanto no substitutivo apresentado pelo relator, a uma Lei Complementar (futura, portanto, desconhecida, diga-se de passagem) os objetivos, a estrutura e a organização do Banco Central, além da relação deste com a União.

5. Considerações finais

Este trabalho buscou ampliar o conhecimento e debate acerca da proposição de mudança do regime jurídico do Banco Central e as muitas implicações dela decorrentes. Com

o propósito de lançar luz especificamente à relação intrínseca e simbiótica existente entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional, fica claro que a proposta em questão além de não significar avanço institucional relevante, ainda peca em subestimar e ignorar as peculiaridades da gestão da dívida pública e da política monetária no Brasil e todas as implicações decorrentes da institucionalidade criada com o mercado SELIC.

Há trinta anos, em entrevista à Folha de São Paulo em 25 de fevereiro de 1994, o então assessor especial do Ministério da Fazenda, Edmar Bacha, apontava que com a nova moeda – o Real – o Banco Central seria obrigado a realizar uma reforma no sistema financeiro, de modo que deixasse de recomprar diariamente os títulos públicos que as instituições financeiras tivessem em sobra, forçando-as a buscar o redesconto. Nas palavras de Bacha: “No sistema atual, quem mica, não fica com o mico. A zerada automática não poderá subsistir em regime de moeda estável. Se as instituições financeiras precisarem de dinheiro terão que ir ao redesconto” (Folha de São Paulo, 1994).

É sobre este mico que propostas de mudanças legislativas deveriam se concentrar. A necessária mudança institucional no Brasil passa por uma reforma monetária e financeira.

Referências

- Barbosa, F.F. (2020). *Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000 - 2020)* (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, Brasil. Disponível em: <[https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/34681/1/Opera%
c3%a7%cb5esCompromissadasTeoriaAnalise.pdf](https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/34681/1/Opera%c3%a7%cb5esCompromissadasTeoriaAnalise.pdf)>
- Bassi, C.M. (2022). Remuneração dos depósitos voluntários e seus efeitos sobre a dívida pública: quando o conceito faz (toda) diferença. *Nota Técnica nº05 – DIDES (Diretoria de Desenvolvimento Institucional)*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, Brasil. DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/ntdides05>
- Banco Central do Brasil [BCB]. (2024a). *Tabelas de Estatísticas do Mercado Aberto*. Banco Central do Brasil: Brasília. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoaberto>>
- Banco Central do Brasil [BCB]. (2024b). *Resenha do Mercado Aberto*. Banco Central do Brasil: Brasília. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/resenhamercadoaberto>>

- Banco Central do Brasil [BCB]. (2024c). *Tabelas de Estatísticas Fiscais*. Banco Central do Brasil: Brasília. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>>
- Banco Central do Brasil [BCB]. (2024d). *Relatório Integrado do Banco Central 2023*. Banco Central do Brasil: Brasília. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/rig23-nossaforcaerecursos>>
- Carazza, B. (2024, 11 de março). A quem interessa a autonomia do Banco Central? *Valor Econômico (Política)*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/politica/coluna/a-quem-interessa-a-autonomia-do-bacen.ghml>>
- Centro Brasileiro de Pesquisa em Avaliação e Seleção e de Promoção de Eventos [CEBRASPE]. (2024, julho). *Edital de Demanda de candidatos por vaga – Banco Central do Brasil*. Brasília, Brasil. Recuperado de:
<https://cdn.cebraspe.org.br/concursos/bcb_24/arquivos/BCB_24___DEMAN DA_CANDIDATOS_POR_VAGA.PDF>
- Dornelas, L.N.D. (2024, 07 de maio). A conveniente mípia sobre a relação Banco Central – Tesouro Nacional. *Le Mond Diplomatique Brasil (online)*. Disponível em: <<https://diplomatique.org.br/relacao-banco-central-tesouro-nacional/>>
- Dornelas, L.N.D. & Terra, F.H.B. (2021). *SELIC – o mercado brasileiro de dívida pública*. Campinas, São Paulo: Alínea.
- Dornelas, L.N.D. & Pinto, E.G. (2024, 25 de julho). Imbróglio fiscal-monetário no Brasil. *Le Mond Diplomatique Brasil (online)*. Disponível em: <<https://diplomatique.org.br/imbroglio-fiscal-monetario-no-brasil/>>
- Folha de São Paulo. (1994, 25 de fevereiro). *BC cortará recompra automática de títulos*. São Paulo, SP: Autor. Disponível em:
<<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/2/25/brasil/29.html>>
- Leister, M. D. (2016). O Banco Central deveria emitir títulos públicos? (*Textos para Discussão nº 26*). Tesouro Nacional, Brasília, Brasil. Disponível em: <<https://www.google.com/search?q=O+Banco+Central+deveria+emitir+t%C3%ADtulos+p%C3%ABablicos%3F&aq=O+Banco+Central+deveria+emitir+t%C3%ADtulos+p%C3%ABablicos%3F&aqs=chrome..69i57.589j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8#>>>

- Leister, M. D. & Medeiros, O.L. (2016). Relacionamento entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, E. (org.) *A crise fiscal e monetária brasileira*. (pp. 119-151). Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Melo Filho, A.R.C. (2018). *Regulação Financeira por objetivos: um modelo regulatório para o futuro?* (Dissertação de Mestrado), Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/9ce9a9ca-ae85-4152-8d49-513864597a37/content>>
- Nakano, Y. (2005). O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 59, n.11, pp. 10-12. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218/27093>>
- Nyawata, O. (2012). *Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations*. *IMF Working Paper*, vol. 12, n. 40. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Treasury-Bills-and-Or-Central-Bank-Bills-for-Absorbing-Surplus-Liquidity-The-Main-25697>>
- Prado, M.C.R.M. (2024, 07 de março). PEC põe em xeque vínculo entre BC e TN. *Valor Econômico (opinião)*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/pec-poe-em-xeque-vinculo-entre-bc-e-tn.ghtml>>
- Pimenta, G., Otta, L.A., Exman, F., Jubé, A., & Tonet C. (2024, 17 de julho). Ministério da Fazenda quer transformar BC e CVM em super-reguladores. *Valor Investe (Brasil e Política)*. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2024/07/17/ministerio-da-fazenda-quer-transformar-bc-e-cvm-em-super-reguladores.ghtml>>
- Pinto, E.G. (2024, 20 de fevereiro). Autonomia do BC entre o Decreto 3.088/1999, a LC 179/2021 e a PEC 65/2023. *Consultor Jurídico (CONJUR)*. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2024-fev-20/autonomia-do-bc-entre-o-decreto-3-088-1999-a-lc-179-2021-e-a-pec-65-2023/>>
- Resende, A.L. (2024, 06 de agosto). O sequestro da imaginação. *Valor Econômico (Brasil)*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/coluna/o-sequestro-da-imaginacao.ghtml>>

Roncaglia, A. (2024, 09 de maio). A busca de Campos Neto por um almoço grátis. *Folha de São Paulo (colunas e blogs)*. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/andre-roncaglia/2024/05/a-busca-de-campos-neto-por-um-almoco-gratis.shtml>>

Senado Federal. (2023). *Proposta de Emenda à Constituição nº65 de 2023*. Senado Federal: Brasília. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513909&ts=1723671359866&rendition_principal=S&disposition=inline>

Senado Federal. (2024a). *Parecer sobre a Proposta de Emenda à Constituição nº65, de 2023* – relator Senador Plínio Valério. Senado Federal: Brasília 2024a.

Senado Federal. (2024b). *Voto em Separado sobre a Proposta de Emenda à Constituição nº65, de 2023*, Senador Rogério Carvalho. Senado Federal: Brasília, 2024b.

Tesouro Nacional. (2024). *Relatório Mensal Dívida Pública Federal*. Tesouro Nacional: Brasília.