



Tesouro – Banco Central: revendo a relação

» CARLOS THADEU DE FREITAS GOMES

Chefe da Divisão Econômica da Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo e ex-diretor do Banco Central do Brasil

» RUBENS PENHA CYSNE

Professor da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EPGE)

A Lei nº 11.803, de 2008, que estipula o desenho institucional atual da relação entre o Banco Central e o Tesouro, precisa ser revista. Sob as circunstâncias corriqueiras de valorização e desvalorização cambial que se preveem de um sistema de câmbio flexível, a assimetria no tratamento de resultados positivos e negativos da conta de reservas internacionais permite gerar (e gerou no passado recente) aumento da carteira de títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, com correspondente crédito da Conta Única do Tesouro. O ponto já foi levantado por especialistas.

Objetiva-se aqui inicialmente mostrar, com um simples exemplo, que tal expediente pode implicar financiamento do Banco Central ao Tesouro sem que se caracterize o objetivo, como requer neste caso a única justificativa elencada pelo artigo 164 da Constituição Federal, de "regular a oferta de moeda ou a taxa de juros".

Tomemos o balanço do Banco Central com US\$ 1 de reservas internacionais. Suponha que a troca entre reais e dólares seja inicialmente de 1 para 1, passe a dois reais por cada dólar, e volte em seguida a 1 real por dólar. A valorização do dólar no primeiro momento faz a conta de Reservas Internacionais no ativo do Banco passar de R\$ 1 para R\$ 2. Em seguida, quando o dólar se desvalorizar frente ao real, passando novamente à cotação de R\$ 1, a conta de reservas volta a marcar R\$ 1 a mercado.

Pela metodologia operacional em vigor, permitida pela Lei 11.803, ganhos não realizados associados às reservas internacionais são contabilizados diretamente a crédito da Conta Única do Tesouro (CUT), enquanto perdas não realizadas são contabilizadas a

crédito da conta de títulos do Tesouro no ativo do Banco Central. Isto implica que, no exemplo em questão, ao final do ciclo valorização/desvalorização do dólar, o Tesouro terá se financiado junto ao Banco Central de um Real. Ter-se-á um crédito de R\$ 1 na CUT com contrapartida de R\$ 1 de aumento de títulos do Tesouro no Banco Central. Admitindo-se que, em um momento subsequente, o governo resolva (de forma autônoma em relação ao Banco Central) comprar bens e serviços no valor de R\$ 1 do setor não bancário da economia, pagando pelos mesmos com sua conta única no Banco Central, a Base Monetária terá se elevado de R\$ 1.

O resultado final de todas as operações em conjunto terá sido de uma expansão monetária de R\$ 1 financiada com aumento da carteira de títulos do Tesouro no Banco Central de R\$ 1.

O ponto importante a notar nesta narrativa simplificada é que em momento algum há tomadas de iniciativa das autoridades monetárias com o objetivo de regular a taxa de juros ou a oferta de moeda. Uma vez determinadas as cotações cambiais pelo mercado, o processo foi todo de iniciativa e determinação do Tesouro. Ou seja, a Lei 11.803 permite gerar financiamentos do Banco Central ao Tesouro gerando expansão da base sem que tais financiamentos atendam à única possibilidade colocada pela Constituição para que isto se dê de forma aceitável.

O problema pode ser resolvido não mais se permitindo a assimetria, possibilitada pela Lei, no tratamento dos lucros e das perdas cambiais do Banco Central. Seria salutar também permitir ao Banco Central maior discricionariedade no tratamento de seus lucros e perdas oriundos das operações com

reservas. No exemplo em questão, a simples retenção de lucros, salutar para a constituição de reservas de patrimônio, elevaria em R\$ 1 não a Conta Única do Tesouro, mas sim o patrimônio líquido do Banco.

Outro ponto, no relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central, a maior parte dos países costuma optar por maior separação entre a conta fiscal e a monetária. Na prática, isso significaria permitir ao Tesouro manter contas também em bancos comerciais. A conta no Banco Central seria mais usada para acerto de lucros ou prejuízos de sua carteira.

Alguns países aplicam princípio semelhante às reservas internacionais, para isto constituindo fundos que permitem reduzir sua participação no total de ativos do banco. No caso brasileiro atual, dado a elevada fração das reservas internacionais na conta de ativo, e das contas do Tesouro no passivo do banco central, este se vê na contingência de manter elevado montante de títulos públicos em seu ativo, com contrapartida de vultosas operações compromissadas.

Isso dificulta o controle monetário. Quando, por exemplo, o Banco Central compra títulos do Tesouro no mercado secundário para atender à demanda líquida por reservas, há financiamento ao Tesouro. Em contraste com o primeiro ponto feito neste artigo, pode-se dizer neste caso que se trata de operação para regular a oferta monetária ou a taxa de juros. Mas isso não elimina a dificuldade que as elevadas contas não monetárias no ativo e passivo do Banco Central tendem a gerar para o dia a dia da administração da oferta de moeda. Nem a dificuldade de se visualizar com clareza as contas monetárias de um lado e as contas fiscais do outro.