

## Conta do Tesouro no Banco Central

Roberto Shoji Ogasavara\*

A centralização da conta do Tesouro Nacional no Banco Central constituiu significativo avanço no arcabouço institucional das finanças públicas. Além disso, a partir de maio de 1990 tem-se alcançado inequívoco aperfeiçoamento na execução da política monetária, em função principalmente do fim da "zeragem automática" e do relançamento da LTN. Entretanto, a manutenção exclusiva das disponibilidades do Tesouro no Bacen apresenta algumas repercussões negativas na condução de operações de mercado aberto. O problema não seria de descontrole de base monetária a médio ou longo prazo, mas sim de dificuldades de balizamento diário desse agregado e das consequentes oscilações bruscas de taxas de juros de mercado. Nesse sentido, propõe-se a disseminação da conta do Tesouro também entre os bancos comerciais, de modo que o Tesouro, adicionalmente aos recursos estáveis mantidos no Banco Central, teria contas na rede de bancos comerciais, públicos ou privados, que exerceriam todas as tarefas pertinentes à arrecadação fiscal e ao pagamento de despesas governamentais. Existem obstáculos e dificuldades à sua implementação, bem como se descortinam diversas alternativas do ponto de vista de esquema operacional, as quais devem ser estudadas no sentido de se avaliar as suas possíveis implicações.

*1. Apresentação e introdução; 2. Fatores impeditivos à "zeragem" automática do sistema; 3. Arranjo institucional das finanças públicas e do mercado de títulos públicos; 4. Experiência norte-americana; 5. Proposta de abertura da conta do Tesouro nos bancos comerciais.*

### 1. Apresentação e introdução

A atual configuração das finanças públicas e do sistema monetário, no Brasil, apresenta ainda algum grau de empirismo, fruto da própria evolução das instituições públicas ao longo da história.

Assim, o intrincado relacionamento do Tesouro Nacional com o Banco do Brasil e o Banco Central, não obstante os aperfeiçoamentos já introduzidos nos últimos anos, tem contribuído, em certa medida, para a perda de eficiência no gerenciamento das finanças governamentais e na própria atuação do Banco Central.

O presente estudo tem como objetivo explicitar mais claramente algumas das possíveis deficiências do atual arranjo institucional nas áreas da dívida pública e de mercado aberto, bem como apresentar algumas possíveis alternativas, capazes de contribuir para o seu sensível aperfeiçoamento.

O artigo está dividido nas seguintes principais seções: causas e efeitos de entesouramento e de vazamento nos fluxos de caixa dos agentes econômicos, que influem diretamente sobre o nível de liquidez do sistema (seção 2); configuração atual e no passado recente do mercado de títulos e

\* Assessor da Coordenação de Política Monetária e Financeira, do Ministério da Economia.

das finanças públicas (seção 3); descrição da experiência norte-americana, que influenciou fortemente o modelo de *open market* adotado no Brasil (seção 4); apresentação da alternativa de descentralização da conta do Tesouro, os possíveis benefícios dela decorrentes e as dificuldades à sua implementação (seção 5).

## 2. Fatores impeditivos à “zeragem” automática do sistema

No processo de consolidação diária de fluxos de caixa de todos os agentes econômicos, não se verifica a compensação automática interagente dos saldos de caixa (“zeragem” da posição global), em decorrência da existência de entesouramento e de vazamentos de recursos no sistema.

Na ausência de entesouramento e de vazamento, o mercado se “zeraria” automaticamente, uma vez que o saldo negativo de um agente teria contrapartida simétrica em algum outro.

### 2.1 Fatores de entesouramento

Uma das formas de entesouramento é a manutenção de papel-moeda por parte do público (PMPP), necessária para as transações do dia-a-dia. Outro tipo de entesouramento de caixa ocorre no sistema bancário, e é representado pelos recolhimentos compulsórios, calculados sobre os depósitos à vista (DV) e alguns itens do *float* e transferidos ao Banco Central do Brasil (BCB), e também pela moeda anual mantida na caixa dos bancos comerciais (encaixe técnico) para o atendimento de saques dos depositantes.

A soma desses entesouramentos, a saber, PMPP, encaixe técnico dos bancos e recolhimentos compulsórios, corresponde à base monetária (BM), a qual deve ser suprida e controlada pelo Banco Central. Assim, se de um lado a base monetária deve ser contida para fins de política monetária, de outro, há necessidade de seu fornecimento pelo Banco Central para que o sistema econômico funcione adequadamente.

Como único emissor de base monetária, o Banco Central não pode deixar de cumprir o seu papel de banco dos bancos, atuando residualmente para a consolidação de todos os fluxos de caixa na economia. Essa é a função da mesa de operações do Banco (Demab), que atua, diariamente, no sentido de equilibrar as reservas bancárias, suprimindo qualquer falta ou absorvendo qualquer excesso, de acordo com a situação de liquidez do sistema, através das chamadas operações defensivas.

Como se sabe, denomina-se operação defensiva aquela que procura manter as reservas bancárias dentro de uma determinada faixa de variação, com vistas a proporcionar liquidez adequada para o funcionamento normal da economia. Por sua vez, a operação dinâmica visa alterar as condições do mercado de títulos, com o objetivo de alcançar determinada meta de política monetária.

No plano mais amplo, o sistema monetário, composto pelo Banco Central e pelos bancos comerciais, tem o papel primordial de controlar o su-

primento de meios de pagamento (PMPP + DV) para o adequado funcionamento da economia.

O sistema financeiro, em particular o mercado aberto, realiza a compatibilização dos fluxos de caixa correntes e futuros pela transformação de magnitudes, prazos e riscos, embutida nos instrumentos de captação e aplicação disponíveis. Assim, os agentes econômicos com sobras de caixa aplicam esses recursos no mercado aberto, financiando, na outra ponta, os agentes com déficit de caixa, servindo as taxas de juros como balizamento para essas transações.

## 2.2 Fatores de vazamento

Outro motivo pelo qual o mercado não se “zera” sozinho, através do sistema financeiro, decorre da existência de vazamentos de caixa no sistema. Esses vazamentos estão associados ao impacto monetário das contas do balanço de pagamentos, às oscilações dos recursos do Tesouro Nacional (TN) mantidos no Banco Central e às contas de depósitos do público não bancário no Banco Central.

No tocante ao balanço de pagamentos, o Banco Central compra e vende cruzeiros em troca de moedas estrangeiras a taxas que passaram a ser flutuantes após a decretação do Plano Collor, em março de 1990. Quando as vendas de cruzeiros excedem as compras, produz-se ganho líquido de disponibilidades pelo sistema, o qual deve ser absorvido pelo Banco Central através de operações defensivas de mercado aberto. Verifica-se o inverso no caso de as compras excederem as vendas.

As oscilações de recursos do Tesouro no Bacen, decorrentes de fluxos de receitas e despesas, constituem outra fonte de vazamentos de caixa. Em caso de recolhimento de receita fiscal ou de colocação líquida de títulos no mercado primário, observa-se aumento de receita do Tesouro e perda de recursos pelo sistema. Como o Tesouro não recicla esses recursos imediatamente, o Bacen deve atuar por meio de operação defensiva com o objetivo de suprir a perda temporária de reservas. Na medida em que o Tesouro gasta os recursos, o Banco Central passa a recolher gradualmente os valores anteriormente injetados no mercado.

Outro fator de vazamento está associado ao conjunto de diversos depósitos que o público não-bancário mantém no Bacen, tais como o compulsório sobre os depósitos de poupança dos agentes do SBPE, depósitos registrados em moedas estrangeiras (DRME), os recolhimentos ao FND, aquisições de ouro no mercado interno, além dos redescontos de liquidez. As oscilações dessas contas no Bacen correspondem a ganhos ou perdas de reservas que o banco deve tentar compensar no sentido inverso.

Diariamente, na abertura do mercado, o Demab, com base nas estimativas sobre as variações dos fatores de entesouramento e de vazamento, estabelece suas metas operacionais para o dia, em termos de reservas a injetar ou a retirar, conforme a situação de liquidez do mercado, ou em termos de taxas de juros de curtíssimo prazo (*overnight*).

### 3. Arranjo institucional das finanças públicas e do mercado de títulos públicos

No atual esquema institucional do setor público, mais especificamente das finanças públicas, o Tesouro Nacional mantém seus recursos imediatamente disponíveis no Bacen (“conta única do Tesouro Nacional no Banco Central”), mas não no sistema de bancos comerciais, à exceção do Banco do Brasil (BB), na conta “caixa única do TN”, para o atendimento de programas e compromissos previamente determinados junto às unidades gestoras.

Os impostos coletados pela rede bancária são repassados diretamente à conta do Tesouro no Bacen, via Sisbacen, no segundo dia após a arrecadação, conforme a sistemática que funciona desde abril de 1989. Anteriormente, os recursos de impostos ainda transitavam pelo Banco do Brasil, isto é, a rede bancária tinha o prazo de dois dias para repassar ao BB, que, por sua vez, no mesmo dia, transferia os recursos à conta do Tesouro no Banco Central.

Até 1986, os bancos arrecadadores eram remunerados por documento processado, cuja taxa foi extinta naquele ano. Atualmente, a única remuneração efetiva é o ganho financeiro sobre o *float* da arrecadação por dois dias.

A centralização da conta do Tesouro no Banco Central, apesar de configurar enorme avanço no esquema institucional e operacional das finanças públicas, apresenta algumas inconveniências. O principal efeito refere-se à repercussão provocada pela execução financeira do Tesouro sobre a política monetária, na medida em que qualquer movimentação financeira do Tesouro com o mercado repercute em variações líquidas nas reservas do sistema financeiro e, em consequência, do sistema econômico.

Por exemplo, no caso de arrecadação de impostos, taxas e outras contribuições pela rede bancária e correspondente repasse de recursos para a conta do Tesouro no Banco Central, verifica-se perda líquida de reservas (vazamento) do sistema econômico para o Banco Central. Considerando-se que o Tesouro não recicla os recursos instantaneamente, o Bacen, imediatamente, é condicionado a restaurar as reservas do sistema através de operações com títulos no mercado secundário.

Efeito semelhante se observa em operações da dívida pública, realizada no mercado primário pelo Banco Central, como agente do Tesouro. Na colocação primária líquida de títulos, recursos coletados do mercado são creditados na conta “Operações de Crédito da União”, no Bacen, pela qual transita toda movimentação de títulos no mercado primário, ou seja, o relacionamento do Tesouro com o Bacen, com o mercado e com o extramercado.<sup>1</sup> Verificando-se perda líquida de reservas do sistema, torna-se necessária a intervenção do Banco Central por meio de operação de

<sup>1</sup> Aplicações de disponibilidade de entidades públicas federais, diretas e indiretas, em títulos públicos federais no Banco Central, de acordo com Decreto-lei nº 1.290 de 29 de novembro de 1973.

fensiva no mercado secundário, no sentido de compensar a perda de reservas. No caso inverso, de gasto do Governo ou de resgate de títulos, o efeito é o de aumento de reservas, o que suscita a consequente necessidade de operação defensiva de mercado aberto para enxugar a liquidez.

Como, em tese, a dívida pública só deveria ter o objetivo de permitir o financiamento não-inflacionário do Tesouro, sem afetar a liquidez global do sistema econômico, mesmo que temporariamente, constata-se, de certa maneira, efeito distorcivo em relação à sua função específica.

Tal arranjo institucional também facilitou o *modus operandi* inadequado do Governo no tocante ao financiamento do déficit público, pelo menos até 1988. No Brasil, ao contrário de alguns países, como os EUA, o Tesouro não financiava o déficit apenas com a poupança financeira preexistente. Ou seja, o Tesouro não pré-financiava o déficit, conforme a programação de receitas e gastos previamente estabelecida.

Pelo menos no longo período entre 1970 e 1988, o excesso de gastos sobre as receitas foi feito *a priori*, ficando o problema de seu financiamento a ser resolvido posteriormente, de alguma maneira.

Com a crescente dificuldade na colocação líquida de títulos junto ao mercado, por volta de 1979, o Bacen passou a absorver volumes cada vez maiores em sua carteira, adiantando concomitantemente recursos novos ao Tesouro.

Com o fim de neutralizar o efeito inflacionário dos gastos adicionais do Tesouro, o Bacen era obrigado a vender liquidamente títulos no mercado secundário para enxugar a liquidez excessiva. Assim, respaldado pelas colocações de títulos na sua carteira em volume superior aos resgates, o Banco Central foi, ao longo do tempo, um vendedor líquido de títulos, enquanto em outros países o Banco Central normalmente tende a atuar como comprador líquido de títulos do mercado, com o objetivo de injetar moeda em volume compatível com o crescimento da renda nacional que se projeta para um determinado período.

A injeção de recursos novos na economia através de gastos do Governo induzia o aumento da liquidez do sistema, ou seja, ao crescimento das sobras de caixa dos agentes econômicos, cujos recursos, pela sua própria característica de curto prazo, não financiam investimentos de longa maturação, capazes de aumentar a capacidade produtiva da economia.

Para que essas sobras de caixa não aumentassem exageradamente o consumo ou a especulação de estoques, enfim, não provocassem a exacerbção da demanda, tornava-se necessário o oferecimento de aplicação financeira de curto prazo por parte das instituições financeiras, lastreadas em títulos públicos, que aquelas absorviam em grande volume por força de atuação vendedora do Banco Central.

A necessidade de absorção de volume expressivo de títulos pelo mercado induzia à superalavancagem da carteira de títulos e ao correspondente aumento de risco de seu carregamento pelas instituições financeiras, configurando o fenômeno do *oversold*, principalmente no período 1984-89, ou seja, a posição de sobrevenda do Bacen, que acabava vendendo ao mercado mais do que a sua capacidade normal de absorção de títulos.

A incapacidade de a instituição financiar tal volume de títulos junto a seus clientes levava à necessidade de intervenção do Banco Central para dar cobertura à parte restante da carteira ao final de cada dia (“zeragem” de posição). Esse procedimento diário apresentava a inconveniência de anular grande parte do efeito contracionista decorrente da venda de títulos ao mercado e de exigir do Bacen a sinalização da taxa de juros de curto prazo, em função da necessidade de fixação diária do custo de seu dinheiro ou pelo eventual tabelamento do mesmo em determinado nível.

### 3.1 Situação dramática do *overnight* ao final do governo Sarney

Às vésperas da mudança do Governo, em março de 1990, a dívida pública mobiliária constituía a questão mais relevante no contexto do então inadiável ajuste macroeconômico, cujo objetivo principal era o afastamento da ameaça da hiperinflação.

O problema da dívida pública interna não era tanto de montante, uma vez que em 1989 o saldo médio da dívida em circulação atingia 25,2% do PIB, sendo 13,3% fora do Bacen, a qual não era tão elevada de acordo com os padrões internacionais. A preocupação se configurava em relação ao seu rápido incremento, ao perfil da dívida, com maturidade teórica de três a quatro meses, ao tipo de papel preponderante,<sup>2</sup> à sua extrema liquidez (de um dia), e mais ainda à forma como essa liquidez era propiciada, em cujo processo o Banco Central atuava como financiador automático na cobertura das carteiras de títulos públicos das instituições do mercado (“zeragem automática”), o que tornava a política monetária totalmente passiva.

Na realidade, a “zeragem” não funcionava somente em situação de *oversold* que, a rigor, vigorou até agosto de 1989, mas também na situação inversa, conhecida como *undersold*, em que o mercado “financia” o Banco Central.

De acordo com a tabela 1, verifica-se que até agosto de 1989 o resultado líquido das operações nos mercados primário e secundário não apresentava uma tendência firme de supremacia da compra de títulos pelo Bacen no mercado secundário sobre as colocações primárias líquidas junto ao público. Ou seja, até então o montante de títulos colocados no mercado primário era aproximadamente compensado pela compra de títulos pelo Bacen no mercado secundário. Ou, visto de outro modo, os recursos injetados no sistema através do mercado secundário eram destinados à aquisição de títulos novos nos leilões primários.

Entretanto, a partir de setembro de 1989 as vendas de títulos ao Banco Central no mercado secundário passaram a superar sistematicamente e em larga margem as colocações primárias pelo Tesouro junto ao público, de modo que o resultado líquido acumulado entre setembro de 1989 e fevereiro de 1990 (até o dia 21) alcançou aproximadamente US\$ 10,6 bilhões

<sup>2</sup> Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que, em caso de subida da taxa de juros, elevavam a rentabilidade de todo o estoque de títulos simultaneamente ao aumento do custo de carregamento, e oneravam fortemente as contas públicas.

(convertido pelo câmbio oficial, ou aproximadamente US\$ 5 bilhões, pelo paralelo).

**Tabela 1**  
**Operações com títulos junto ao público**  
Fluxo mensal em US\$ milhões  
(conversão pela taxa oficial de venda)

Mês		Mercado primário (1)	Mercado secundário (2)	Resultado líquido (3) = (1) + (2)
1989	Jan.	1.526	-3.306	-1.780
	Fev.	-1.374	1.281	-93
	Mar.	-738	-540	-1.278
	Abr.	-549	1.767	1.218
	Mai	-502	3.714	3.212
	Jun.	509	130	639
	Jul.	-238	46	-192
	Ago.	-697	-107	-804
	Set.	-249	1.324	1.075
	Out.	-129	1.964	1.835
	Nov.	-664	3.980	3.316
	Dez.	-1.715	4.208	2.493
1990	Jan.	-1.221	1.471	250
	Fev.	1.366	309	1.675
	(até dia 21)			

*Fonte:* Bacen/Depec.

(-) colocação de títulos ou retirada de recursos.

(+) resgate de títulos ou injeção de recursos.

Esse movimento é corroborado pela análise dos financiamentos concedidos e tomados pelo BCB no mercado secundário (exclusive extramercado), conforme exposto na tabelá 2. Até setembro de 1989 o Bacen concedia financiamento líquido caracterizando a situação conhecida como de *oversold*, porém, em valores decrescentes. A partir de fins de setembro de 1989, verifica-se inversão nessa tendência, de modo que já a partir de outubro de 1989 o Bacen passou a ser tomador de recursos e, portanto, o mercado, doador de recursos (*undersold*). Nesse mês, o fluxo diário médio de financiamento tomado pelo Bacen atingiu US\$ 1,3 bilhão (pela taxa de câmbio oficial). Essa tendência mostrava-se crescente, atingindo US\$ 1,9 bilhão em novembro de 1989, US\$ 3,1 bilhões em dezembro de 1989, US\$ 5,8 bilhões em janeiro de 1990 e, em fevereiro, entre os dias 16 e 21, a média diária situou-se em US\$ 10,4 bilhões (ou US\$ 4,5 bilhões, aproximadamente, pela cotação paralela).

**Tabela 2**  
**Financiamento concedido e tomado pelo Banco Central no**  
**mercado secundário (exclusive extramercado)**

Fluxo diário médio em US\$ milhões  
(conversão pela taxa oficial de venda)

Mês		Concedido	Tomado	Financiamento líquido
		(1)	(2)	(3) = (1) - (2)
1989	Jun.	2.035	123	1.912
	Jul.	772	282	490
	Ago.	590	431	159
	Set.	789	155	634
	Out.	332	1.680	-1.348
	Nov.	130	2.046	-1.916
	Dez.	560	3.651	-3.091
1990	Jan.	525	6.328	-5.803
	Fev. (até dia 21)	205	8.140	-7.935
	(de 1 a 15)	204	7.246	-7.042
	(de 16 a 21)	208	10.599	-10.391

*Fonte:* Bacen/Depec.

Em consequência da absorção de títulos pelo Bacen no mercado secundário, a proporção de títulos da carteira do Banco Central sobre o total em circulação expandiu-se rapidamente de 41,3% em agosto de 1989 para 42,8% em setembro, 47,0% em novembro e 49,9% em janeiro de 1990.

Aparentemente, a injeção líquida pelo Bacen de US\$ 10,6 bilhões, entre setembro de 1989 e fevereiro de 1990, foi resultado direto do fato de o sistema financeiro não ter conseguido financiamento líquido junto ao público investidor. Nessas condições, o sistema financeiro, para atender aos saques no *over*, teve de vender títulos ao Bacen. Entretanto, essas vendas se processaram em operações definitivas, e não com compromisso de recompra, uma vez que os títulos passaram a fazer parte da carteira do Banco Central.

Os recursos sacados no *over*, mesmo que se destinassem à compra de bens, serviços e ativos reais, retornavam ao sistema financeiro, e este, na falta de alternativas de aplicações acabava emprestando ao Bacen diariamente. Assim, o financiamento tomado pelo Banco Central atingiu em 21.2.90 valor em torno de US\$ 10,4 bilhões. A perpetuação desse movimento teria acelerado a transferência de títulos ao Bacen, de modo que, no final, em situação hipotética extrema, a carteira do Banco Central passaria a abrigar a totalidade dos títulos.

O volume de recursos sacados pelo público, em torno de US\$ 10,6 bilhões (pelo oficial) ou de US\$ 5 bilhões (pelo paralelo) no período de setembro de 1989 a fevereiro de 1990, não foi suficiente para provocar uma



explosão ainda maior de preços; entretanto, a sua continuidade em volumes superiores poderia ter tido conseqüências imprevisíveis.

Em grande parte, o impacto do saque do *over* foi compensado pelo depósito defensivo nas cadernetas de poupança, cujos recursos, através do mecanismo de depósito voluntário, acabavam retornando ao Banco Central.

De qualquer modo, em fevereiro de 1990 apresentavam-se sinais nítidos de “rejeição” do *overnight*, embora isso não configurasse ainda processo de “corrida” em massa para o saque dessas aplicações. Entretanto, nessa época era previsível o desfecho nesse mercado, mediante o desencadeamento de uma das duas possíveis seqüelas indesejáveis:

1. havendo rejeição em massa pelo *over* e se o saque fosse “sancionado” ou “referendado” pelo Banco Central, então estaria decretada a hiperinflação, em vista da explosão de demanda sobre um mercado momentaneamente rígido de bens e serviços;
2. se o Banco Central se recusasse a “sancionar” os saques no *over*, então seria precipitado ou antecipado o processo de reestruturação ou renegociação da dívida pública interna.

A rigor, não ocorreu a segunda alternativa, mas o bloqueio de aproximadamente 80% do M4 determinado pelo Governo Collor equivaliu, na realidade, à reestruturação compulsória, não negociada, da dívida pública.

### 3.2 Últimas modificações no mercado aberto

No leilão primário do dia 29.5.90, terça feira, o Banco Central voltou a lançar as Letras do Tesouro Nacional (LTN), de rendimento prefixado, em substituição às LFT, com prazo de sete a 28 dias. Essa medida serviu de complemento ao fim da “zeragem automática” pelo Bacen das carteiras de títulos das instituições do mercado, cuja prática se iniciou de fato a partir de 30.5.90. Com isso, o Banco Central passou a dispor de instrumentos mais efetivos de controle da moeda, com o fim de praticar uma política monetária mais ativa.

Pela nova sistemática, o Banco Central não atua mais no mercado secundário através de operações compromissadas (com carta de recompra), mas sim por meio de operações definitivas de compra e venda de títulos, por decisão do próprio Banco e não para “zerar” as posições das instituições do mercado. Os operadores no mercado, ao longo do dia, devem buscar financiar seus papéis junto aos agentes superavitários, sejam eles investidores ou instituições financeiras. Em caso de deficiência ao final do dia, a instituição pode recorrer ao redesconto de liquidez, mas não à mesa do *open* do Bacen, em operação de um dia, com lastro em títulos públicos, mediante pagamento de custo normalmente superior à taxa média do *over*. Em outubro de 1990, o custo do redesconto de liquidez na primeira faixa se situava em 21% a.a., acrescido da taxa média do último leilão primário de LTN de 28 dias.

As principais alterações que se fizeram sentir foram:

1. a mesa do *open* deixou de “zerar”. Em caso de insuficiência, a instituição recorre ao canal formal do redesconto de liquidez, ao custo do mercado, normalmente acima da taxa *over*;
2. o Bacen reduziu substancialmente a sua influência na formação do custo do dinheiro;
3. reintroduziu-se a noção de risco no carregamento de títulos, o que não ocorria anteriormente, quando o papel preponderante era a LFT, um título indexado à taxa *over*.

Com o fim do fornecimento de recursos através de operações compromissadas, o Banco Central tem melhores condições de controlar o volume de reservas bancárias, perdendo, em contrapartida, o controle completo sobre as taxas de juros. Para mantê-las em intervalos razoáveis, o Bacen pode recorrer às operações definitivas de compra e venda de papéis.

#### **4. Experiência norte-americana**

Tendo em vista que o modelo de dívida pública e de mercado aberto adotado no Brasil foi fortemente inspirado no sistema dos EUA, afigura-se oportuna fazer uma breve descrição sobre o funcionamento do mercado de títulos públicos naquele país.

##### **4.1 Relacionamento Tesouro (FED) bancos comerciais**

Nos EUA, o Departamento do Tesouro mantém contas não somente nos 12 Bancos da Reserva Federal (FED), que exercem em conjunto a função de banco central, mas também em diversos bancos comerciais privados, responsáveis pela arrecadação de tributos e pagamento de despesas do Tesouro americano.

Na medida em que este mantém diariamente um saldo estável na Reserva Federal, as oscilações diárias nas suas contas nos bancos privados são absorvidas ou compensadas no contexto da “zeragem” diária dos agentes econômicos.

Em caso, por exemplo, das vendas de títulos públicos superarem os resgates, verifica-se apenas troca de reservas entre os bancos, mediante transferência de recursos daqueles que compram títulos para as contas do Tesouro e deste para as daqueles que resgatam títulos. O saldo líquido do Tesouro é aplicado, por ele mesmo, como um agente econômico qualquer. Nessas condições, o Banco Central não precisa efetuar qualquer operação compensatória porque não ocorre vazamento na consolidação diária dos fluxos de caixa de todos os agentes econômicos, incluindo o Tesouro. O mesmo fato, como visto anteriormente, não se verifica no Brasil, onde se exige operação defensiva de mercado aberto por parte do Banco Central.

Diariamente, os técnicos do Tesouro e do FED de New York compararam as suas respectivas estimativas de reservas do sistema e, a partir disso, o Tesouro toma as decisões sobre a necessidade de transferência de

fundos entre suas contas nos bancos comerciais e seus saídos sacáveis por cheques nos 12 Bancos da Reserva Federal.

Grande parte da receita tributária do Tesouro americano é destinada à conta de imposto e empréstimo (*Tax and loan account*), que o mesmo mantém junto aos bancos arrecadadores. Nessa sistemática, o banco arrecadador pode solicitar ao Tesouro a manutenção de recursos por um determinado prazo, pagando taxas de juros correspondente a alguns pontos abaixo da taxa de “federal funds”. (de troca de reservas bancárias).

O *Tax and loan account* do Tesouro nos bancos comerciais funciona como um importante amortecedor do nível de reservas, evitando oscilações bruscas no mesmo, que seriam decorrentes de movimentações líquidas de fundos entre o Tesouro e o resto da economia.

Sempre que necessário, o Tesouro transfere fundos de suas contas nos bancos comerciais para as suas contas no FED. No sentido inverso, quando há entrada de recursos pela colocação líquida de títulos, o Tesouro transfere esse excesso de fundos para as suas contas de empréstimos junto à rede bancária. Toda a movimentação financeira da dívida pública (colocações, resgates e pagamento de juros) é lançada diretamente na conta do Tesouro, no FED.

## 4.2 Operações de mercado aberto

Tais operações são conduzidas exclusivamente pelo FED de New York, de maneira totalmente independente das operações de dívida pública, com base na sua carteira própria de títulos, cujo montante não está sujeito a qualquer limitação legal. No entanto, o Banco de Reserva Federal de New York observa um determinado limite operacional em função das metas de política monetária estabelecidas pelo Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC). Além disso, o FED só participa do mercado primário na forma não-competitiva, com o fim de recompor os títulos da carteira que estejam vencendo. Todas as demais flutuações de estoque de títulos públicos devem ser reguladas exclusivamente no mercado secundário.

As operações de mercado aberto são realizadas sempre através de *go around* (leilão informal no mercado secundário) junto aos 36 *dealers* credenciados, dando-se especial atenção às influências de liquidez provenientes de fluxos externos de moedas estrangeiras.

### 4.2.1 Os *dealer loans*

Os *dealers* de títulos públicos procuram sempre vender ou financiar suas posições no mercado junto aos investidores finais (empresas, seguradoras, fundos de pensão, bancos, etc.). Caso não consigam financiar integralmente suas posições no mercado, eles recorrem aos *dealer loans* (empréstimos junto aos bancos com colateral em títulos). No entanto, se esse procedimento ocorrer com frequência, os próprios bancos pressionam esses *dealers* para venderem parte de suas posições, uma vez que a utilização frequente dos *dealer loans* pressupõe o carregamento de títulos pela instituição em montante superior à sua capacidade.

Assim, nos EUA não se caracteriza a superalavancagem da carteira de títulos sobre o patrimônio líquido de cada instituição financeira, bem como a situação do *oversold* do banco central em relação ao mercado.

#### 4.2.2 Os acordos de recompra

De modo análogo no Brasil, o acordo de recompra e a operação de compra e venda casadas (de revenda) constituem instrumentos utilizados pelo FED-NY para regular o nível de reservas no curto prazo. Tal operação se efetiva por meio de *go around* com os *dealers* credenciados, geralmente pelo prazo de um dia.

#### 4.3 As reservas exigíveis e o mercado de *federal funds*

Todos os bancos membros do sistema da Reserva Federal são obrigados a recolher parte de seus depósitos no Banco da Reserva Federal de seus respectivos distritos.

A reserva exigível (*reserve requirements*) é calculada sobre o saldo médio diário de depósitos verificados em uma base decorrida (semana base) e deve ser mantida na semana da manutenção, em termos de média diária.

As reservas podem ser emprestadas livremente no mercado monetário, desde que seja observada a média exigível semanal. Os fundos imediatamente disponíveis, que se confundem com as reservas depositadas no Banco da Reserva Federal, são denominados *federal funds*. As transações das reservas constituem o sistema *federal funds*, que nada mais é do que um mercado de troca de reservas interbancárias, onde um banco com excesso de reservas empresta a outro em situação deficitária. Essas operações são realizadas pelo prazo de um dia, não se exigindo qualquer lastro em títulos.

As instituições financeiras normalmente recorrem a esse mercado para suprir a insuficiência de seus depósitos compulsórios a curto prazo ou financiar empréstimos e investimentos.

### 5. Proposta de abertura da conta do Tesouro nos bancos comerciais

A centralização da conta do Tesouro Nacional no Banco Central constitui avanço significativo na configuração institucional das finanças públicas, bem como, a partir de maio de 1990, alcançou-se inequívoco aperfeiçoamento na condução da política monetária, principalmente em decorrência do fim da “zeragem automática” e do relançamento da LTN.

Entretanto, a manutenção exclusiva da conta do Tesouro no Bacen apresenta algumas influências que distorcem a condução das operações de mercado aberto, principalmente a curto prazo, como já visto na seção 3.

De acordo com Cysne (1990), o “problema decorrente da concentração dos depósitos do Tesouro no Banco Central não é de controle da base monetária a médio-longo prazo, mas sim da dificuldade de balizamento da

evolução diária deste agregado e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes”.

Nesse sentido, existem algumas evidências de que a influência das oscilações da conta do Tesouro sobre a flutuação total das reservas bancárias é bastante significativa, conforme a tabela 3.

**Tabela 3**  
**Fatores de oscilações das reservas bancárias**  
**Variação acumulada no mês**  
**Participação percentual sobre o fluxo de reservas (%)**

	Moeda	Câmbio	Ouro	DTN	Conversão	Outros	Selic	Fluxo de reservas
1990 Jan.	-210,6	-106,5	7,0	17,7	-	276,2	116,2	100,0
Fev.	-219,5	-255,1	13,0	128,3	-	-656,5	1.089,8	100,0
Mar.	-115,7	-21,3	-0,4	60,2	-	103,4	73,8	100,0
Abr.	30,4	24,9	-1,4	23,1	51,7	30,5	-59,2	100,0
Mai	-61,1	71,8	-17,4	84,8	61,0	90,5	-129,6	100,0
Jun.	-5,3	43,6	-44,6	-0,8	-304,4	98,7	112,8	-100,0
Jul.								
(até o dia 26)	51,3	71,1	-73,0	-36,4	-60,0	-26,5	-26,5	-100,0
Média em valor absoluto)	99,1	84,9	22,4	50,2	119,3	183,2	229,7	

Fonte: BCB-Demab-Conep.

Grosso modo, o mercado de reservas bancárias é condicionado pelos seguintes fatores: demanda, recolhimento compulsório dos bancos e oferta, emissão ou recolhimento de moeda manual, operações de câmbio, operações com ouro, conversão de cruzados ou recolhimento de cruzeiros, redesconto de liquidez, variação da conta do Tesouro no Banco Central e outros.

A atuação da mesa do Banco Central (Selic) procura compensar os fatores de oferta e acomodar os fatores da demanda. No período de janeiro a julho de 1990, acumulando-se as variações diárias da conta do Tesouro (DTN) e o fluxo de reservas (RES) ao longo de cada mês, verifica-se que a relação DTN/RES alcançou os percentuais, em valor absoluto, de 17,7%, 128,3%, 60,2%, 23,1%, 84,8%, 0,8% e 36,4% com a média mensal de 50,2%. Isto é, no período janeiro-julho de 1990, em média, a variação acumulada da conta DTN representou 50,2% da variação das reservas.

Em função dos efeitos negativos sobre o controle monetário a curto prazo, propõe-se a disseminação da conta do Tesouro também entre os bancos comerciais. Entre as diversas alternativas possíveis, poder-se-ia adotar aquela em cujo esquema o Tesouro não teria conta exclusivamente no Banco Central, mas também na rede de bancos comerciais, que exerce-

riam todas as tarefas pertinentes à arrecadação da receita fiscal e ao pagamento das despesas governamentais. Esse esquema poderia constituir fator adicional para que o Tesouro atue como qualquer outro agente econômico, tendo que programar as suas receitas e despesas concorrendo com os demais agentes na captação de poupança financeira já existente para o financiamento do déficit público.

A título de sugestão, poder-se-ia considerar os seguintes detalhamentos operacionais:

1. os recursos do Tesouro nos bancos comerciais, enquanto ociosos, seriam aplicados, em princípio, exclusivamente nos próprios títulos públicos federais. Esses recursos não fariam parte de depósitos à vista no conceito de meios de pagamento, de modo a não provocar efeito monetário expansionista. Em caso de folga na programação de receitas e gastos do Governo, eventualmente parte dos recursos poderia ser requisitada pelo banco arrecadador por determinado prazo, mediante pagamento de juros previamente acertado, não muito diferente do rendimento dos títulos públicos. Em caso de eventual quebra do banco, os recursos do Tesouro devem ficar totalmente disponíveis;

2. pela manutenção da conta do Tesouro, o banco comercial seria remunerado de maneira explícita pela prestação de serviço, e não mais pela aplicação do *float*, como é hoje. Portanto, a remuneração seria diretamente proporcional ao custo do serviço prestado, ou seja, não poderia, por exemplo, ser uma comissão percentual sobre o valor, mas sim uma tarifa fixa por documento ou lançamento realizado;

3. os critérios para a escolha do banco comercial devem ser estabelecidos com cuidado. Entretanto, deve-se evitar a indicação de somente um banco, ou mesmo de poucos bancos. Também, deveria ser evitada a sistemática do Iapas (atual INSS, vide anexo 1), no qual o Banco do Brasil atua como centralizador de todo o sistema de arrecadação e pagamento de benefícios e também como agente bancário normal.

Como medida complementar, poderia ser estudada a introdução da negociação direta de reservas bancárias, de modo semelhante ao *federal funds* dos EUA, exclusivamente entre os bancos comerciais, no âmbito do Selic, sem lastro em qualquer título público, para a compensação dos saldos de caixa dessas instituições. Em decorrência dessas negociações, seria criada a taxa de juros de reservas bancárias, que flutuaria de acordo com a liquidez do sistema bancário, ou seja, do nível de reservas livres dos bancos comerciais.

## 5.1 Vantagens e benefícios

Dentre os possíveis benefícios que seriam decorrentes desse esquema alternativo, poderiam ser destacados:

1. Redução dos efeitos de vazamento associados às oscilações da conta do Tesouro no Banco Central, resultantes das operações da execução orça-

mentária e das operações da dívida pública. Em consequência, seria minimizada a interferência das operações no mercado primário sobre os níveis de reservas do sistema. Isso, por sua vez, resultaria na menor necessidade de atuação do Banco Central através de operações defensivas no mercado secundário no sentido de compensar as oscilações de reservas. Em suma, a política monetária ficaria mais imune aos efeitos da política fiscal.

2. Como corolário do item anterior, haveria maior eficácia do mercado aberto com instrumento de regulação da oferta monetária, permitindo, inclusive, melhores condições para a atuação das operações dinâmicas.

3. Dando respaldo ao próprio preceito constitucional, seriam criadas dificuldades adicionais ao possível funcionamento do mecanismo de financiamento do déficit público pelo Banco Central, na medida em que a manutenção de conta do Tesouro nos bancos comerciais exige, embora não necessariamente, o pré-financiamento do déficit orçamentário junto ao próprio mercado.

4. Com o funcionamento ativo do mercado de troca de reservas bancárias, as instituições financeiras passariam a atuar mais autonomamente para a “zeragem” de suas posições, tornando-as menos dependentes do redesconto de liquidez do Banco Central. Além disso, as taxas de juros de curto prazo seriam determinadas pelo mercado, sem necessidade de sinalização pelo Bacen.

5. Como benefício adicional na área de finanças públicas, a manutenção de contas do Tesouro nos bancos comerciais eliminaria a defasagem entre a arrecadação de impostos e o efetivo crédito de recursos na conta do Tesouro. Na atual sistemática, a defasagem é de dois dias, que dificilmente pode ser reduzida devido à limitação administrativa.

6. A explicitação da remuneração pela prestação do serviço é mais adequada ao Tesouro do que a remuneração implícita na aplicação do *float*.

## 5.2 Dificuldades práticas na implementação

Entre os possíveis obstáculos, poderiam ser destacados:

1. As disponibilidades do Tesouro ficariam dispersas em diversos bancos, o que contrariaria a atual tendência de centralização das contas públicas e o funcionamento da sistemática da “caixa única do Tesouro” no Banco do Brasil e da “conta única do Tesouro” no Banco Central, que constituem pontos importantes no esforço de racionalização operacional realizado nos últimos anos, com o objetivo de elevar a eficácia na execução financeira do Governo Federal. Tal restrição poderia ser contornada ao longo do tempo com a gradativa redução e simplificação do setor público, bem como pela própria evolução dos recursos técnicos e de informática, a qual permitiria a dispersão espacial das contas correntes sem prejuízo do controle centralizado dos recursos governamentais;

2. Do ponto de vista jurídico, o texto do art. 164, § 3º da Constituição, parece dar a entender que as disponibilidades de caixa da União devem ser depositadas exclusivamente no Banco Central. Esse possível impedimento poderia ser contornado por uma eventual reforma constitucional, ou mesmo pela futura regulamentação do sistema financeiro, através de lei complementar, como preconiza o próprio art. 192 da Constituição.

## **Anexo 1**

### **Sistemática de recolhimento e pagamento do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) (ex-Iapas)**

Por convênio Febraban-INSS, todos os bancos comerciais, inclusive o Banco do Brasil, procedem ao recolhimento das contribuições previdenciárias e pagamento dos benefícios.

Todo controle de arrecadação e pagamento é centralizado na "Conta Movimento do INSS", no Banco do Brasil. As contribuições arrecadadas devem ser repassadas ao BB no prazo de dois dias, e os benefícios pagos pelos bancos são reembolsados pela conta do INSS, também no prazo de dois dias. Tudo isso é processado via compensação na conta de reservas que todos os bancos mantêm no BB para tal fim.

O banco conveniado dispõe como receita do *float* de dois dias das contribuições arrecadadas; porém, em contrapartida, "financia" o INSS pelos benefícios pagos por dois dias. Além disso, o INSS paga uma tarifa fixa por arrecadação ou pagamento efetuado.

Nessas condições, o risco de perda do banco se configuraria caso o valor de benefícios superasse as contribuições recebidas. Caso contrário, resultaria ganho.

## **Abstract**

The centralization of Treasury account in the Central Bank meant a substantial progress in the Brazilian finance public framework. In 1990, May, other improvements were achieved in regard to the monetary policy as a consequence of the extinction of the "market portfolio automatic financing" by the Central Bank and the returning of Treasury Bills (LTN). However, keeping Treasury resources only at the Central Bank causes distortions on the open market operations conducted by Central Bank. The problems don't affect the base monetary control in the medium or long term, but they complicate the daily managing of this monetary aggregate, causing harsh fluctuations of market interest rate.

To avoid these, it is proposed to spread the Treasury account also among the commercial banks. In this sense, some optional operational schemes are available, whose implications must be carefully evaluated.



## Referências bibliográficas

Brandão, Carlos. *Reestruturação monetária*. mar. 1988. mimeogr.

Cysne, Rubens Penha. *Depósitos do Tesouro: no Banco Central ou nos bancos comerciais?* jul. 1990. mimeogr.

Felix, Francisco Amadeu P. Aspectos institucionais do sistema monetário brasileiro. In: *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, IBRE/FGV, abr./jun. 1980.

———. *Comentário sobre a proposta de uso do redesconto de liquidez em substituição ao financiamento pelo Demab*. nov. 1988. mimeogr.

Miranda, José Luiz; França, Paulo Oscar & Fernandes, André Romar. *Dívida pública e mercado aberto nos EUA*. Rio de Janeiro, Andima, 1985. (Coleção Mercado Aberto, n. 2.)

Ogasavara, Roberto Shoji, & Cabral, José Roberto. *Dívida Pública e a nova Constituição*. Brasília, BCB/Depec/Dipro, 21.12.88. mimeogr.

Silva, Peri Agostinho. O controle monetário e a contribuição do *open market*. *Revista Brasileira de Economia*, 35 (3), abr./jun. 1981.