

**PARECER PROFERIDO EM PLENÁRIO À MEDIDA
PROVISÓRIA Nº 435, DE 2008**

**MEDIDA PROVISÓRIA Nº 435, DE 2008
(MENSAGEM Nº 440/2008)**

Altera a Lei n.º 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências.

Autor: PODER EXECUTIVO

Relator: Deputado Pedro Eugênio

I – RELATÓRIO

A Medida Provisória (MP) nº 435, de 2008, efetua mudanças nas áreas de política monetária, fiscal e cambial.

A Medida Provisória viabiliza, em seu art. 2º, a emissão de títulos do Tesouro Nacional para fins de condução da política monetária pelo Banco Central do Brasil(BACEN).

O art. 1º da Lei nº 10.179, de 06 de fevereiro de 2001, define as finalidades para as quais o Poder Executivo está autorizado a emitir títulos da dívida pública. A MP nº 435/2008, em seu art. 2º, acrescenta, às finalidades existentes, “assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária”. A medida confere ao Ministro da Fazenda uma capacidade de “capitalização” do Banco Central¹.

O art. 3º da Lei nº 10.179, de 06 de fevereiro de 2001, define várias formas pelas quais o Ministro da Fazenda pode emitir títulos da dívida pública. A MP nº 435/2008, também em seu art. 2º, acrescenta uma nova forma,

¹ Ver Ize, Alain: “Capitalizing Central Banks: A Net Worth Approach”. IMF Working Paper, January, 2005.

específica para esta nova finalidade de emissão de títulos destinados ao BACEN realizar política monetária. Esta forma será “direta, sem contrapartida financeira, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda”. De todas as formas previstas, esta será a única sem contrapartida financeira do receptor do título.

A MP n.º 435/2008 flexibiliza a forma de utilização do resultado do BACEN em seu art. 3º.

O inciso I do art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-366, de 24 de agosto de 2001², define que o resultado apurado no balanço semestral do BACEN, se positivo, será considerado obrigação do BACEN para com a União.

A MP n.º 435/2008 define que a fonte de recursos do Tesouro representada pelo resultado do BACEN, se positiva, será destinada exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, com prioridade ao pagamento da dívida existente junto ao BACEN. A alteração em relação ao § 1º do art. 2º da Medida Provisória nº 2.179-36, de 2001, que já contém regra quase igual, mas foi revogada pela MP nº 435/2008, é tão-somente trocar a palavra “amortização” por “pagamento”. A diferença é que “pagamento” inclui “juros” e “encargos”, enquanto “amortização” refere-se apenas ao principal da dívida.

A MP n.º 435/2008, em seus arts. 6º, busca conferir maior transparência aos resultados financeiros do Banco Central e das operações com reservas e derivativos cambiais do BACEN, separando sua contabilidade, enquanto o art. 12 retroage a aplicação das disposições do art 6º da MP 435/2008 a 2 de janeiro de 2008. Ainda sobre o artigo 6º, temos, para efeitos da Medida Provisória, as seguintes definições:

- a) Resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no BACEN: Produto entre o estoque das reservas cambiais em R\$ e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade em R\$ e a taxa média ponderada do passivo do BACEN (nele incluído o patrimônio líquido do BACEN)
- b) Resultado financeiro das operações com derivativos cambiais realizadas pelo BACEN no mercado interno: Soma dos valores referentes aos ajustes periódicos dos contratos de derivativos cambiais firmados pelo BACEN no mercado interno, apurados por câmara ou prestador de serviços de compensação, liquidação e custódia.

² “Art. 2o O resultado apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil após computadas eventuais constituições ou reversões de reservas será considerado:

I - se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil para com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional;”

De forma similar ao resultado do Banco Central, a soma dos resultados financeiros descritos em “a” e “b”:

- i) constituirá obrigação do BACEN para com a União, se positiva;
- ii) constituirá obrigação da União para com o BACEN, se negativa.

Os recursos obtidos pela União, no caso da soma dos resultados financeiros descritos em “a” e “b” ser positiva, serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, com prioridade ao pagamento da dívida existente junto ao BACEN.

Os resultados de “a” e “b” integravam, até a edição desta MP nº 435/08, o próprio resultado do Banco Central. A partir desta MP nº 435/2008, eles passam a ser contabilizados em separado. Sendo assim, consideraremos o novo resultado do BACEN, sem a inclusão das operações cambiais descritas em “a” e “b”, como o “resultado do BACEN propriamente dito”.

Dado haver um lapso de tempo entre a apuração da soma dos resultados de “a” e “b” e seu efetivo pagamento, a MP nº 435/2008 definiu que o valor apurado será remunerado da mesma forma que as disponibilidades de caixa da União depositadas no BACEN.

O disposto no art. 6º da MP nº 435/2008 apenas se aplica às operações realizadas a partir de 02/01/2008. O resultado financeiro líquido apurado até a data de publicação desta MP será acumulado para fins de compensação e liquidação entre as partes, juntamente com o resultado financeiro das demais operações realizadas até 30/06/2008. (art. 12).

As regras para constituição ou reversão de reservas são adaptadas a esta separação contábil do resultado do BACEN.

A MP n.º 2.179-36, de 24/08/01, define que o resultado do BACEN, para efeito de definição de valores que se tornarão obrigação ou do próprio BACEN (se positivo) ou da União (se negativo), terá deduzidas as eventuais constituições ou reversões de reservas. Essas últimas têm como limite máximo 25% do resultado do BACEN (no critério anterior a esta MP).

Tendo em vista a contabilização em separado dos itens “a” e “b”, o art. 4º da MP n.º 435/2008 meramente ajusta a redação deste dispositivo, asseverando que o limite de 25% incidirá sobre a soma do resultado do BACEN propriamente dito e o resultado do BACEN com operações cambiais dos itens “a” e “b”.

A MP n.º 435/2008 autoriza o BACEN a manter contas de depósito em Reais tituladas por bancos centrais estrangeiros e por instituições domiciliadas ou com sede no exterior que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional.

A MP n.º 435/2008 também permite que os bancos autorizados a operar com câmbio dêem cumprimento a ordens de pagamento em Reais recebidas do exterior. Este cumprimento ocorrerá mediante a utilização de recursos em Reais mantidos em contas de depósito de titularidade de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior, obedecendo às mesmas disposições legais e regulamentares relativas às transferências internacionais em Reais.

A MP n.º 435/2008 autoriza o BACEN a abrir crédito ao Banco Central da Argentina até o limite de US\$ 120 milhões. Este crédito terá a forma de margem de contingência reciprocamente concedida no âmbito do Sistema de Pagamento em Moedas Locais (SML). O funcionamento desta “margem de contingência” será disciplinada em convênio bilateral recíproco entre os Bancos Centrais dos dois países.

O BACEN e o Ministério da Fazenda, através de ato normativo conjunto, regulamentarão os procedimentos necessários para a execução do disposto nos arts. 2º a 6º desta MP.

O Conselho Monetário Nacional regulamentará o disposto nos arts. 7º e 8º da MP, enquanto o BACEN regulamentará a margem de contingência citada no art. 9º da Medida Provisória nº 435, de 2008.

A MP n.º 435/2008 autoriza a destinação do superávit financeiro das fontes do Tesouro existente em 31/12/2007 para a amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, à exceção das fontes de recursos decorrentes de vinculação constitucional e de repartição de receitas a estados e municípios.

Foram apresentadas sete emendas. A tabela a seguir resume cada uma, incluindo uma síntese de sua justificação.

Quadro de Emendas à Medida Provisória nº 435/2008

Autor	Emenda	Síntese da Justificação da Emenda
Dep. Jorge Khoury DEM/BA	N.º 1) Exclua-se o art. 2º da MP	O dispositivo iria na direção oposta da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) que vedou emissão de títulos do BACEN. Provoca o mesmo efeito dessa emissão, gerando descontrole e aumento da dívida pública.
Dep. Luciana Genro PSOL/RS	N.º 2) Exclua-se o art. 2º da MP	Para evitar que se aumente a base monetária quando entram dólares de estrangeiros no país, o BACEN usualmente “esteriliza” estes valores, vendendo títulos do Tesouro, através das operações de mercado aberto. Nos últimos anos, as operações de esterilização do BACEN têm gerado prejuízos ao BACEN, dado que ele mantém grande quantidade de dólares que estão se desvalorizando. Este prejuízo é coberto pelo Tesouro (R\$ 47 bilhões em 2007) em benefício dos investidores e bancos. O art. 2º amplia a

		capacidade de o BACEN praticar esta política danosa.
Dep. Jorge Khoury DEM/BA	Nº 3) Exclua-se o art. 6º da MP	As transferências entre União e BACEN devem ser realizadas em função do resultado total do BACEN, como preconiza a LRF e não somente das operações cambiais, que constituem tão somente uma componente do resultado do balanço do BACEN.
Dep. Luciana Genro PSOL/RS	Nº 4) Exclua-se o art. 6º da MP	Igual emenda nº 3, acrescentando que o art. 6º da MP permite maquiagem do balanço do BACEN.
Dep. Otávio Leite PSDB/RJ	Nº 5) Acrescente-se o seguinte § 3º do art. 10 da MP § 3º Na regulamentação do disposto nesta MP, deverão ser considerados as especificidades, a importância e a necessidade de se estimular o desenvolvimento do turismo receptivo brasileiro	Importância da atividade turística como indústria limpa.
Dep. Luciana Genro PSOL/RS	Nº 6) Exclua-se o art. 11 da MP	Superávits primários gigantescos utilizados para pagamento da dívida pública comprometem o atendimento das urgentes necessidades sociais do país.
Dep. Jorge Khoury DEM/BA	Nº 7) Inclua-se o seguinte § 2º no art. 11 da MP: § 2º O disposto no caput deverá considerar os valores do superávit financeiro já utilizados para fins de abertura de créditos adicionais.	Garantir que os recursos oriundos do superávit financeiro das fontes existentes do Tesouro em 31/12/2007, destinados à amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, considere os valores já utilizados para fins de abertura de créditos adicionais.

A proposição está sujeita à apreciação do Plenário em regime de urgência. Editada em 26 de junho de 2008, a MP 435 de 2008 passa a sobrestar a pauta em 25 de agosto de 2008, perdendo a eficácia, caso não votada, em 07 de novembro de 2008.

É o relatório.

II - VOTO DO RELATOR

Cumpra a este Relator manifestar-se, preliminarmente, sobre a admissibilidade, constitucionalidade, juridicidade, técnica legislativa, compatibilidade e adequação financeira e orçamentária e, superados esses aspectos, apreciar o mérito da Medida Provisória nº 435, de 2008, e das emendas a ela apresentadas.

Da admissibilidade

A atuação do Banco Central do Brasil na busca do controle inflacionário, há muito se consolidou como uma política de Estado, sendo apoiada fortemente pelo Governo. O mesmo podemos dizer quanto à política cambial, e à determinação de manutenção de reservas cambiais, indispensáveis à estabilidade econômica do país, bem como à melhoria da avaliação creditícia, tanto pública quanto privada, no mercado financeiro internacional.

Nesse sentido, tendo em conta que o estoque de títulos em poder do Banco Central do Brasil encontrava-se em limites inferiores àqueles considerados mínimos para a execução da política monetária, conforme veremos os números no julgamento do mérito, entendemos, por si só, ser assunto de extrema urgência e de relevância inquestionável. A Medida Provisória, portanto, atende aos requisitos de urgência e relevância determinados no caput do art. 62 da Constituição Federal.

Dessa maneira, votamos pelo **atendimento dos preceitos constitucionais de urgência e relevância** da Medida Provisória nº 435, de 2008, conforme requerido no art. 62 da Constituição Federal.

Da constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa

No que tange à constitucionalidade, não verificamos elementos que afrontem as disposições constitucionais. Ademais, aspectos afetos ao ordenamento jurídico sobre o tema foram respeitados, não se verificando máculas quanto aos princípios que norteiam a matéria. O mesmo pode ser dito da técnica legislativa.

Quanto às emendas, entendemos que a de número **5** veicula matéria alheia ao tema da medida provisória, o que fere a técnica legislativa, razão pela qual **não pode ser acolhida**.

As demais emendas, assim como a Medida Provisória, atendem os pressupostos em questão.

Diante do exposto, votamos **pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa** da Medida Provisória nº 435, de 2008, e das emendas de nºs **1, 2, 3, 4, 6 e 7**.

Da adequação financeira e orçamentária

Nos termos do art. 5º, § 1º, da Resolução CN nº 1, de 2002, cabe apreciar a matéria quanto à sua adequação orçamentária e financeira. Esta apreciação consiste em analisar a *“repercussão sobre a receita ou a despesa pública da União e a implicação quanto ao atendimento das normas orçamentárias e financeiras vigentes, em especial a conformidade com a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a lei do plano plurianual, a lei de diretrizes orçamentárias e a lei orçamentária da União”*.

A análise da Medida Provisória permite concluir que nenhum dos seus dispositivos tem implicação orçamentária ou financeira, desde não representam aumento de receita ou despesa para o orçamento vigente.

Da mesma forma, as 7 emendas apresentadas à Medida Provisória nº 435 não apresentam implicação financeira ou orçamentária.

Diante do exposto, votamos **pela não implicação em aumento ou diminuição da receita ou da despesa pública não cabendo pronunciamento quanto à adequação financeira e orçamentária** da Medida Provisória nº 435, de 2008, **assim como** das emendas apresentadas.

Do mérito

A alteração mais importante da MP 435/2008, e que por si só já caracterizou as condições de urgência e relevância da proposta, é possibilidade de o Tesouro Nacional emitir títulos para utilização pelo BACEN com o intuito de implementar a política monetária.

Dada a importância da matéria, iniciamos este voto por uma breve introdução para contextualizar a medida. As chamadas “operações de mercado aberto”, realizadas por Bancos Centrais em todo o mundo, constituem o principal instrumento de política monetária, sendo chave para o controle da inflação. Tais operações ocorrem com o BACEN comprando ou vendendo títulos públicos. Quando o BACEN identifica haver baixa liquidez na economia, a autarquia entra no mercado comprando títulos e injetando moeda no sistema econômico, evitando que ocorra um movimento excessivamente deflacionista. Caso contrário, o BACEN identifica haver alta liquidez na economia e vende

títulos no mercado de forma a “enxugar” a quantidade de moeda considerada excedente.

Naturalmente, os insumos fundamentais para a realização de tais operações pelo BACEN são moeda e títulos públicos. O BACEN é o emissor de papel moeda e, portanto, pode dispor deste insumo conforme as necessidades da política monetária. Já em relação aos títulos públicos, a margem de manobra do BACEN é, naturalmente, menor. No Brasil, o art. 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) – Lei Complementar nº 101, de 4 maio de 2000, vedou a possibilidade de emissão de títulos da dívida pública pelo Banco Central. As principais motivações para esta medida foram:

- reduzir o espaço para o BACEN efetuar as chamadas “operações quase fiscais”, que acabam tendo impacto negativo sobre as contas públicas;
- evitar que a colocação de títulos do Tesouro Nacional no mercado seja prejudicada, tendo em vista a concorrência gerada pela colocação de títulos do BACEN; e
- centralizar a colocação de títulos públicos no mercado pelo Tesouro Nacional.

Em situações normais, como a dos países desenvolvidos, a exemplo dos EUA e dos da Europa, o BACEN é capaz de se utilizar dos próprios títulos do Tesouro no mercado secundário para fazer política monetária com “operações no mercado aberto”. No entanto, em ambientes macroeconômicos mais voláteis como o das economias em desenvolvimento, há dois fatores importantes que podem restringir a capacidade de implementação deste tipo de política pelo BACEN. Primeiro, o estoque de títulos em posse do BACEN se torna insuficiente para a implementação da política monetária consistente com o controle da inflação, o que é muito associado às operações de “esterilização” da entrada de moedas estrangeiras no país, resultantes das operações entre residentes e não residentes. Segundo, o BACEN, além de estar com um baixo estoque de títulos, encontra-se com baixa capacidade de absorção destes títulos do Tesouro no mercado, o que em muitos casos está associado às operações quase fiscais realizadas no passado.

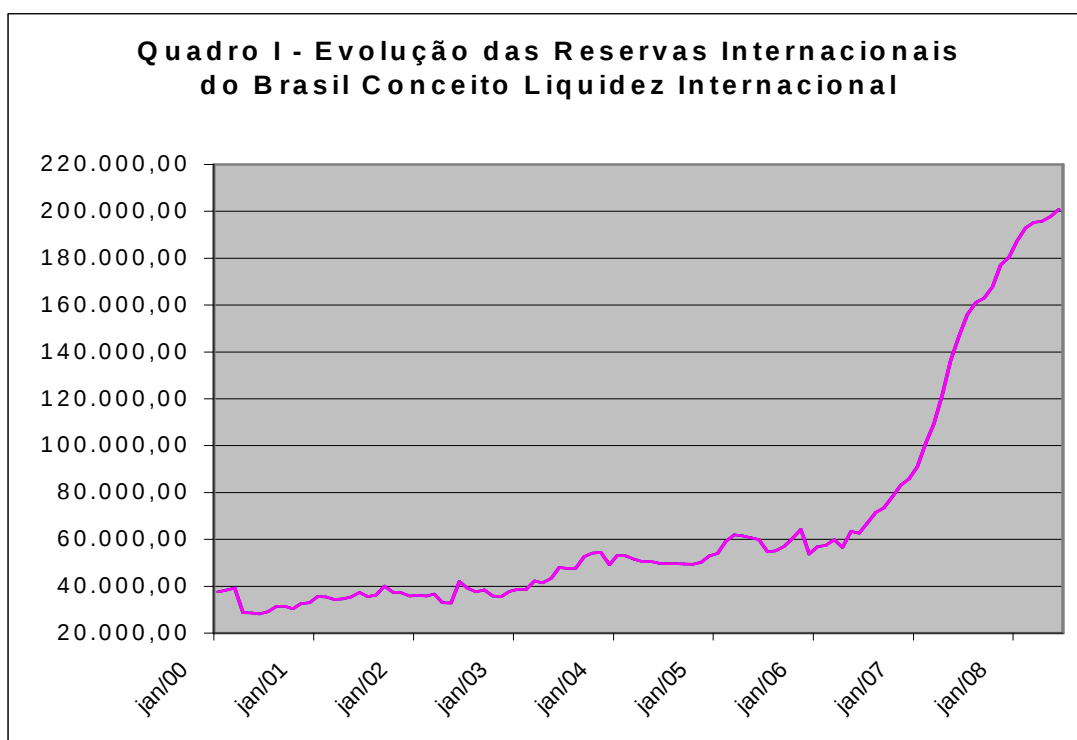
No Brasil, o estoque de títulos em carteira do Banco Central acabou por se tornar um importante fator limitante da política monetária, tendo em vista o forte incremento das reservas internacionais observado nos últimos anos. Isso ocorre porque, para a formação das reservas, o BACEN entrega Reais em troca de moeda estrangeira. Isto aumenta a base monetária e, por conseguinte, os meios de pagamento em poder do público, o que pode levar a pressões inflacionárias na economia. Para evitar pressões altistas sobre a inflação, o BACEN “esteriliza” esse excesso de liquidez gerado pela sua atuação na aquisição de moeda estrangeira, vendendo títulos para o público, reduzindo os meios de pagamento.

Um ponto que precisa ficar claro, todavia, é que, uma vez que a política atualmente praticada no Brasil para a taxa de câmbio é a de livre flutuação, não há necessidade de que a entrada de recursos em moeda estrangeira seja

obrigatoriamente seguida pela compra dessa moeda estrangeira pelo Banco Central, com o respectivo impacto na base monetária. O Banco Central estabelece o montante que quer manter na forma de reservas internacionais e o excedente ficará nas mãos do mercado que, dentre outras coisas, estabelecerá o preço da moeda estrangeira em função da maior ou menor procura por ela.

No caso do Brasil, o desequilíbrio nas operações de política monetária do BACEN se derivou do aumento significativo e rápido das reservas internacionais do País nos últimos anos, fazendo com que o BACEN esteja encontrando dificuldades em realizar esse tipo de operação de esterilização, comprometendo a implementação da referida política. Se a opção do BACEN fosse por não adquirir dólares para a formação de reservas, devido à grande oferta desta moeda no mercado brasileiro, muito certamente haveria uma apreciação ainda maior do Real (menor quantidade de reais para comprar um dólar). Esta apreciação poderia prejudicar a política monetária, uma vez que a disposição dos agentes de demandar manter a moeda nacional seria ainda maior, causando uma redução nas taxas de juros e, conseqüentemente, interferindo na consecução da meta Selic, estipulada pelo Conselho de Política Monetária (Copom).

Alguns indicadores são reveladores destes movimentos tão importantes. As reservas internacionais no conceito de liquidez internacional passaram de cerca de US\$ 53,8 bilhões, em dezembro de 2005, para US\$ 200,8 bilhões, em junho de 2008. O gráfico a seguir mostra o caráter atípico desse movimento recente das nossas reservas.



Esta evolução das reservas tem impacto sobre a movimentação da carteira de títulos livres³ do BACEN. Estas passaram de R\$ 271,1 bilhões, em junho de 2005, para R\$ 167,4 bilhões, em junho de 2008, e R\$ 75,2 bilhões, em julho de 2008. A diferença em julho de 2008 derivou da utilização da grande parte desses títulos para a realização de “operações compromissadas”, nas quais os títulos são dados como garantia em empréstimos tomados pelo BACEN no mercado, enxugando a liquidez.

Uma boa parte do movimento de utilização dos títulos livres para a garantia de operações compromissadas em julho de 2008 (não mostrado no gráfico) ocorreu para compensar o aumento da liquidez na economia gerada por saque realizado pelo Tesouro de sua conta única neste mesmo mês. De fato, a redução da carteira de títulos livres do BACEN foi de R\$ 92,2 bilhões, enquanto a redução do estoque de recursos na conta única foi de R\$ 81,7 bilhões.

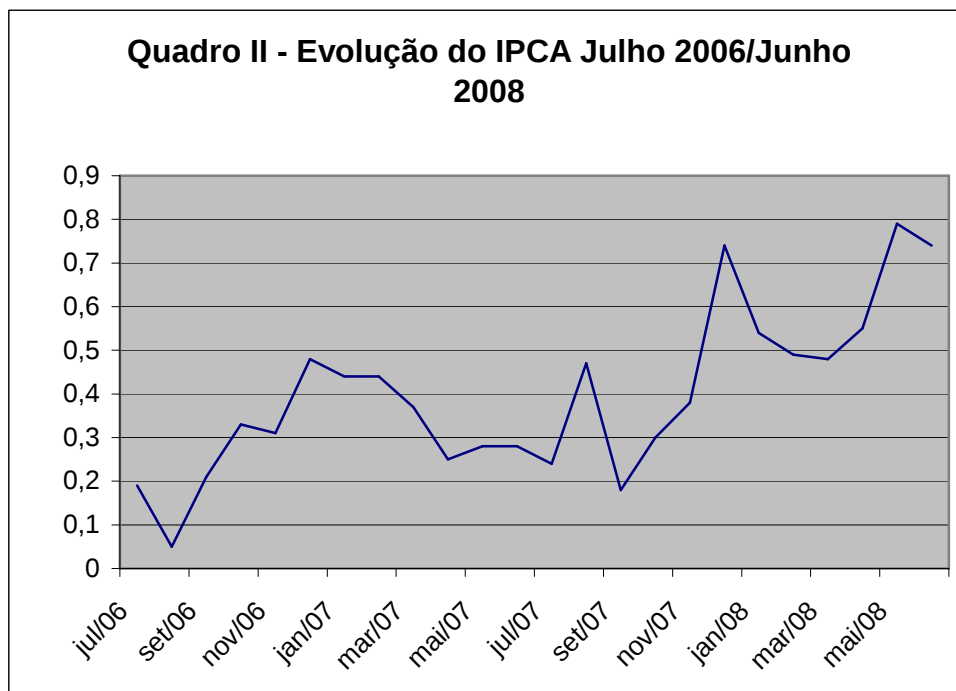
Isto revela uma conjuntura bastante desfavorável ao BACEN relativamente à sua capacidade de realizar operações de mercado aberto. O percentual de títulos livres na carteira do BACEN como proporção da dívida mobiliária federal em mercado caiu de 20,8% em junho de 2005 para 4,5% em julho de 2008, tendo-se reduzido quase que continuamente ao longo do período. Outra medida reveladora é a proporção desses títulos em relação ao ativo total do BACEN que caiu de 54,4% em junho de 2005 para 9,2% em julho de 2008.

Em um regime de metas de inflação como o do Brasil, a insuficiência de títulos na carteira do BACEN para a realização dessas operações de esterilização compromete a consecução dessas metas.

Este quadro é agravado ainda mais quando se levam em conta as atuais pressões inflacionárias no País, tanto de origem doméstica quanto importada, em função do aumento internacional dos preços dos alimentos e *commodities* em geral.

Torna-se crucial assegurar que o BACEN terá à mão todos os instrumentos relevantes para o cumprimento de sua principal missão institucional, que é a convergência da inflação para o intervalo de metas definido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A meta de inflação atual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor amplo – IPCA, estipulada pelo Conselho Monetário Nacional – CMN para o Brasil, é de 4,5%, com um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para mais e para menos, ou seja, entre 2,5% e 6,5%. O IPCA acumulado nos últimos doze meses (até julho de 2008) já atinge 6,06%. A deterioração do cenário de inflação no Brasil pode ser avaliado através da evolução mensal do IPCA nos últimos dois anos, conforme o gráfico abaixo:

³ Aqueles à disposição do BACEN para a execução da política monetária..



Isso se reflete também na deterioração das expectativas de inflação no mercado para 2008 e 2009, conforme levantamento do BACEN de 1º de agosto de 2008.

Quadro III - Mediana das Expectativas de Inflação no Mercado (em %)

	2008	2009
03/08/2007	4,00	-
31/01/2008	4,43	4,20
30/04/2008	4,82	4,40
30/05/2008	5,48	4,60
30/06/2008	6,32	4,82
01/08/2008	6,54	5,00

Fonte: Relatórios FOCUS-BACEN 03/08/2007 e 04/08/2008

Como se depreende da tabela, ocorreu uma deterioração muito rápida e significativa das expectativas de inflação no mercado, especialmente neste ano de 2008. Há um ano (03/08/2007), a mediana da expectativa do mercado era de uma inflação de 4% em 2008, 0,5 ponto percentual abaixo do centro da meta de inflação. No início de 2008, a mediana das expectativas do IPCA anual já havia crescido 0,43 ponto percentual, mas ainda estava um pouco abaixo do centro da meta. Em abril de 2008, a mediana das expectativas de inflação já havia ultrapassado o centro da meta, pulando em menos de um mês em mais de 0,6 ponto percentual em maio. A última mediana da expectativa já atingiu valor acima do intervalo da meta, com 6,54%.

A evolução das expectativas para a mediana do IPCA de 2009 é menos pronunciada do que a para 2008, até em função dos recentes incrementos na

taxa Selic, mas não menos preocupante, tendo crescido de 4,2% em janeiro para 5% em 1º de agosto de 2008.

Este cenário indica que o propósito de fortalecer um instrumento clássico de política monetária do BACEN, neste momento, apresenta a característica de urgência requerida para a edição de medidas provisórias.

Note-se que a diferença fundamental da nova regra em relação ao período em que havia títulos emitidos pelo próprio BACEN, anteriormente à vigência da LRF, é que não é mais o próprio BACEN que define qual o volume de emissão de títulos para a realização da política monetária, mas sim o Ministro da Fazenda (naturalmente em consultas com o BACEN).

Isto configura arranjo institucional distinto do anterior à LRF pois:

- i) a capacidade anterior de o BACEN realizar operações quase fiscais de forma totalmente independente do Tesouro não é restaurada;
- ii) como é o Ministro da Fazenda quem decide o volume de títulos emitidos, ele naturalmente internalizará na decisão os eventuais efeitos que isso pode gerar sobre a demanda dos títulos do Tesouro;
- iii) a emissão de títulos públicos permanece centralizada no Tesouro.

Essas características do novo sistema proposto são desejáveis até em função do natural conflito de objetivos entre Tesouro e Banco Central, ressaltado na literatura. Como destaca Ize (2005):

“Como os objetivos dos Bancos Centrais (alcançar a estabilidade de preços e financeira) são estritamente monetários e financeiros em essência, a sua direção provavelmente está menos preocupada com custos do que as autoridades fiscais, que são responsáveis pelo financiamento de todas as despesas públicas. (...) Quando os Bancos Centrais são automaticamente recapitalizados (que é o caso quando os BACENs emitem seus próprios títulos como antes da LRF), o risco de uma emissão excessiva acontece”. (segundo parênteses nosso). A MP ao subordinar a emissão de títulos para fins de política monetária à decisão do Ministério da Fazenda, reduz fortemente este risco.

Outro ponto a se destacar é que a MP nº 435/2008 previu que a emissão de títulos pelo Tesouro para entrega no BACEN não implicará contraprestação financeira da parte deste último ao primeiro. Se este não fosse o caso, a MP estaria permitindo ao BACEN financiar diretamente o Tesouro, frontalmente contrário ao § 1º do art. 164 da Constituição Federal⁴ e ao princípio mais basilar de condução de uma política monetária adequada, que não sofra eventuais pressões políticas por parte de possível indisciplina fiscal do Governo.

⁴ “Art. 164

§ 1º É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional, e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.

Em relação ao arranjo pré-MP nº 435/2008, este dispositivo da MP 435/2008, é superior e particularmente oportuno no atual momento de *stress* de pressões inflacionárias e escassez de títulos para o BACEN operar a política monetária.

Se a importância da medida no curto prazo nos parece evidente, cabe avaliar a sua funcionalidade no longo prazo. Neste horizonte maior, vislumbra-se um desejável processo em que o hoje excessivo volume de compulsórios⁵ seja paulatinamente reduzido para níveis próximos àqueles praticados em jurisdições mais desenvolvidas. Tal redução exigirá ainda mais da política de esterilização do BACEN.

Passemos agora aos outros pontos da MP 435/2008.

O art. 3º confere maior flexibilidade à utilização de recursos gerados pelo resultado do BACEN, se positivo. Os juros e encargos não pagos se tornarão nova dívida no momento seguinte. Essa nova dívida pode ser mais dispendiosa, de menor prazo ou com indexadores menos satisfatórios do que as mesmas variáveis em outras dívidas existentes. Sendo assim, abrir a possibilidade de pagar esses juros e encargos com este recurso específico (o resultado do BACEN) pode ser mais interessante financeiramente para o Tesouro do que amortizar dívidas mais baratas, de maior prazo e/ou com indexadores mais satisfatórios para os objetivos da política macroeconômica do momento.

Por outro lado, devemos consignar que o pagamento da dívida junto ao BACEN provavelmente levará a nova necessidade de emissão de títulos para recompor a carteira daquele órgão, caso as condições atuais sejam mantidas.

O objetivo da separação contábil do resultado das operações cambiais do BACEN do resultado da autarquia, arts. 6º e 12, é conferir maior transparência ao efeito daquelas relativamente aos outros itens do resultado do BACEN. O fato é que, em geral, as significativas variações cambiais no país acabam por fazer com que os resultados das operações cambiais (“a” e “b” no relatório) tornem-se proeminentes frente ao resto dos itens que integram o resultado do BACEN.

Os dados do primeiro semestre de 2008 são muito claros a este respeito.

⁵ Depósitos compulsórios dos bancos comerciais no BACEN, outro importante instrumento de controle dos meios de pagamento.

Quadro IV - Resultado do BACEN – 1º Semestre de 2008

Data	Resultado do Operações BACEN MP 435	Pré- Cambiais (itens “i” e “ii”)	Resultado do BACEN Pós-MP 435	Repasse BC/STN Pré-MP 435	Repasse BC/STN Pós MP 435
Jan/08	3.991	-3.339	652	3.991	3.991
Fev/08	-9.892	10.172	280	-9.892	-9.892
Mar/08	14.949	-13.588	1.361	14.949	14.949
Abr/08	-20.075	21.832	1.757	-20.075	-20.075
Mai/08	-16.868	16.930	62	-16.868	-16.868
Jun/08	-8.446	9.760	1.314	-8.446	-8.446
Total	-36.341	41.767	5.426	-36.341	-36.341
Coef. De Variação (*)	-28.926,4	24.910,3	501,2	-28.926,4	

Fonte: BACEN

(*)O Coeficiente de Variação de um conjunto de valores é uma medida de concentração desses valores em torno da sua média. Quanto maior o Coeficiente de Variação, mais “espalhados” estão os valores.

Note-se que o coeficiente de variação do resultado do BACEN propriamente dito (coluna III) pós-MP 435 é bem inferior à do resultado do BACEN pré-MP 435 (coluna I), que inclui o resultado das operações cambiais (coluna II). Estas últimas representam claramente grande parte do resultado do BACEN pré-MP 435, representando mais de sete vezes o resultado do BACEN propriamente dito (coluna III).

Segundo estimativas do BACEN, uma variação de 1% na taxa de câmbio gera uma variação de R\$ 3,6 bilhões no resultado das operações cambiais nesse dia, o que é cerca de 2/3 do resultado acumulado do BACEN propriamente dito ao longo do primeiro semestre de 2008 (R\$ 5,4 bilhões). Essa extrema sensibilidade do resultado do BACEN pré-MP 435 pode confundir a interpretação dos resultados da ação do BACEN.

Note-se, no entanto, que tal separação pode gerar implicações do ponto de vista do montante que será repassado do BACEN para o Tesouro, quando os valores do resultado do BACEN propriamente dito e do resultado com cambiais tiverem o sinal oposto. Isto porque sinais positivos, nos dois casos, são pagos até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), enquanto que sinais negativos, nos dois casos, são pagos até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo CMN. Antes da separação, a definição quanto ao

signal, se positivo ou negativo, era dada pela soma dos dois (resultado propriamente dito ou com cambiais), enquanto que, a partir de agora, os sinais são definidos separadamente. Como a transferência poderá ocorrer em momentos diferentes, eles serão valores diferentes. A princípio, não há qualquer viés sistemático seja em favor do Banco Central, seja para o Tesouro.

Diante disso, achamos extremamente importante a medida, mesmo porque, além do destaque desta operação no próprio corpo do balanço, continua mantida a regra prevista no § 3º do artigo 7º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, que requer referidos balanços “conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.” Assim, referido destaque se dará, como já é feito hoje, na forma de uma nota explicativa.

Entendemos que a análise dos art.s 7º e 8º da MP 435/2008 deve ser realizada de forma conjunta.

Arida, Bacha e Lara Resende (2004)⁶ argumentam que o fator explicativo fundamental para a elevada taxa de juros no Brasil seria a chamada “incerteza jurisdicional”. Esta última dificultaria a formação de um mercado de crédito de longo prazo no Brasil, comprometendo um dos principais pilares do desenvolvimento econômico.

Uma das consequências importantes desta incerteza jurisdicional é que agentes econômicos domésticos apenas seriam capazes de acessar mercados de crédito de longo prazo em outros países, fora da “jurisdição Brasil”. Nem mesmo contratos denominados em Reais ficariam livres deste problema, dado que *“um contrato denominado em Reais, mesmo quando acordado “offshore”, necessariamente se refere à jurisdição brasileira como o emissor da moeda, sendo, portanto, “contaminado” pela jurisdição brasileira”*.

Uma das causas enunciadas importantes seriam as próprias dificuldades burocráticas para a conversibilidade de receitas em Real, especialmente as derivadas do mercado de crédito de longo prazo, para outras moedas.

O quadro descrito pelos autores, no entanto, se tornou bem mais benigno em função das finanças públicas responsáveis e da nova situação do País como credor externo líquido, com o mercado de crédito de longo prazo se ampliando de forma bastante satisfatória desde a publicação desse artigo. O governo e o setor privado brasileiros têm sido capazes de colocar títulos denominados em Reais no exterior, algo impensável há poucos anos.

Em resposta a esse novo cenário, tem havido uma seqüência de medidas de remoção das restrições à conversibilidade do Real, facilitando transações com o exterior, tanto comerciais como financeiras. Este processo permite um círculo virtuoso em que a maior credibilidade do País reduz a

⁶ Arida, Pérsio, Bacha, Edmar, Lara-Resende, André: “High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty”. Mimeo, 2004.

incerteza jurisdicional. Isso estimula a burocracia a atenuar os controles de câmbio pré-existentes e a ampliar a conversibilidade do Real em outras moedas, o que tende a acelerar ainda mais esta tendência de redução da incerteza jurisdicional.

Os arts 7º e 8º da MP n.º 435 podem, assim, ser entendidos como elos dessa seqüência de medidas que favorecem a conversibilidade do Real e, por conseguinte, facilitam as transações com o exterior.

O art. 7º facilita a compensação das transações líquidas entre o Banco Central brasileiro e um estrangeiro em Reais, enquanto o art. 8º já favorece as transações entre agentes privados mais diretamente.

Um exemplo do art. 8º seria o seguinte: imagine-se a Petrobras exportando para a China. O importador chinês passa a poder comprar Reais em um banco autorizado na China e paga à Petrobras em Reais. Em lugar de o importador adquirir dólares, pagar à Petrobras, que, por sua vez, terá que trocar os dólares em Reais para internalizar no País, com duas transações com câmbio, a medida viabiliza que haja apenas uma transação com câmbio. O efeito final é a redução dos custos de transação.

Na mesma linha das medidas dos arts. 7º e 8º, o Sistema de Pagamento em Moedas Locais (SML) previsto no art. 9º visa a facilitar as liquidações de negócios nas moedas locais de Brasil e Argentina. A idéia, conforme a justificção da MP 435/2008, é que diariamente haja uma compensação entre os bancos centrais dos valores em moeda local, cabendo ao banco central devedor efetuar a liquidação do saldo nessa moeda.

Se os bancos centrais dos dois países pudessem prever, precisamente, quais seriam os fluxos diários de entrada e saída destes recursos, bastaria o Banco Central da parte devedora adquirir e/ou prover o volume de moedas necessários, com a antecedência devida, para garantir a liquidez do sistema. Mesmo com uma das partes altamente deficitária no intercâmbio bilateral, bastaria a utilização de uma terceira moeda (o Dólar ou o Euro, por exemplo) para adquirir moedas do outro país com a pretendida antecedência e fazer frente à necessidade imediata de pagamentos. Apenas uma crise de balanço de pagamentos generalizada de pelo menos um dos países poderia comprometer os pagamentos.

No entanto, a capacidade de previsão do fluxo de pagamentos pelos bancos centrais no âmbito das transações bilaterais na rotina diária não é perfeita. Nesse contexto, é desejável que os bancos centrais estejam preparados para as contingências imprevistas diárias de forma a evitar a interrupção dos fluxos de pagamentos e conseqüente deterioração da credibilidade do sistema.

O instrumento para isto é justamente a margem de contingência prevista neste dispositivo. De um lado, o BACEN brasileiro abre um crédito de US\$ 120 milhões em Reais para eventual falta de liquidez do Banco Central Argentino, a

ser utilizado em dias em que o fluxo de pagamentos da Argentina para o Brasil relativamente ao do Brasil para a Argentina se encontrar bem acima do previsto. Do outro lado, o Banco Central Argentino abre o mesmo crédito de US\$ 120 milhões, só que em pesos, para a eventual falta de liquidez do BACEN brasileiro nesta moeda.

A introdução destes mecanismos faz sentido especialmente em países com um conjunto de transações bilateral intenso como Brasil-Argentina. A experiência-piloto, no entanto, pode conferir *expertise* e escala para a extensão do mecanismo para outros países do Mercosul, tal como assinalado na justificação à MP.

A questão importante é: qual a justificativa para o valor de US\$ 120 milhões? Um sistema como este tem como principal objetivo prover aos bancos centrais dos dois países a capacidade de fazer frente a fluxos líquidos excepcionais em dias específicos. Assim, os valores de margem de contingência devem ser calibrados para valores mais extremos da experiência histórica e não para as médias. É como um sistema elétrico, que deve estar preparado para comportar uma demanda de pico mesmo que passe grande parte do tempo com elevada capacidade ociosa. De outro lado, não faz sentido prever que os dois bancos centrais deverão cobrir contingências diárias de valor ilimitado.

O ideal é que o valor seja elevado o suficiente para fazer com que a probabilidade de uma contingência imprevista, que não possa ser compensada, seja suficientemente próxima a zero.

Conforme o BACEN, para o período 2003-2008, a média do câmbio liquidado entre Brasil e Argentina foi de US\$ 8 milhões, tendo sido observado um máximo de US\$ 181,2 milhões em um dia de meados de 2007, não tendo havido qualquer outro dia cujo valor tenha ultrapassado US\$ 120 milhões. Conforme o BACEN, *“uma margem de US\$ 120 milhões apresenta probabilidades próximas a zero para repasses hipotéticos de 40% a 50% do volume total do comércio entre Brasil e Argentina.”*⁷

A medida, portanto, representa mais um passo para o fortalecimento da integração econômica no Mercosul.

Para avaliar o art. 11 da MP 435/2008, cabem, inicialmente, algumas definições iniciais.

Denomina-se “superávit financeiro”, a diferença positiva entre o ativo financeiro e o passivo financeiro, conjugando-se ainda os saldos dos créditos adicionais transferidos e as operações de crédito a eles vinculadas. (§ 2º do art. 43 da Lei no 4.320/64). Assim, a apuração do superávit financeiro se efetiva mediante equação aplicada nas contas de ativo e passivo, que registram os

⁷ Tendo em vista que a utilização do sistema por exportadores e importadores será facultativo, abrangendo tão somente aquelas realizadas em Reais e Peso Argentino, a critério dos exportadores de cada país, a hipótese de 40% a 50% parece um percentual razoável para se utilizar.

estoques de direitos e obrigações, respectivamente. Note-se que no superávit financeiro, são deduzidos os valores que serão destinados para o pagamento dos restos a pagar.

Já as “fontes existentes de recursos do Tesouro Nacional” compreendem os recursos financeiros que estão à disposição do Tesouro Nacional. No SIAFI é possível desagregar o superávit financeiro da União em superávits do Tesouro Nacional (órgão central do sistema de programação financeira mais demais órgãos da administração direta), Fundos, Autarquias e Fundações. Sendo assim, o termo “fontes existentes no Tesouro Nacional” exclui o superávit dos recursos existentes nos Fundos, Autarquias e Fundações. Note-se, no entanto, que esta exclusão recai apenas sobre os recursos que ou não passam pela conta única do Tesouro ou que já foram transferidos do Tesouro para aqueles entes. Os recursos de Fundos, Autarquias e Fundações que passam pela conta única e que ainda não foram repassados a estes destinatários em 31/12/2007 poderão ser desvinculados e utilizados para amortização da dívida pública federal mobiliária interna. Conforme a Exposição de Motivos da MP nº 435/2008, o montante de recursos elegíveis para esta destinação seria de R\$ 53,9 bilhões, o que, conforme informações obtidas junto à Secretaria do Tesouro Nacional, já foi revisto para R\$ 40,8 bilhões, tendo em vista gastos já comprometidos.

Outro esclarecimento importante é que o art. 11 da MP nº 435/2008 não afeta as receitas não vinculadas, pois estas já podem ser remanejadas por instrumentos infralegais, como decretos e portarias. Desta forma, a flexibilização pretendida na medida diz respeito tão-somente ao saldo das receitas vinculadas não constitucionais. Trata-se, portanto, de uma desvinculação temporária de receitas para um estoque de recursos existente em um momento específico de tempo (31/12/2007), condicionada a que, se for despendida com outro gasto, o seja com amortização de dívida. Ou seja, uma desvinculação temporária condicionada a um gasto específico. Contudo, devemos deixar claro que se trata de uma decisão discricionária do Tesouro, o montante deste superávit que será utilizado.

De fato, não faz sentido “a posteriori” ter dinheiro em caixa proveniente daquelas fontes de recursos, que não foram gastas, e não poder amortizar a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, que é significativamente dispendiosa. Seria o mesmo que manter dinheiro na conta corrente estando devedor no cheque especial.

Não é a primeira vez que esta desvinculação temporária acontece. O art. 2º da Lei n.º 10.762, de 11 de novembro de 2003, já havia atendido precisamente ao mesmo propósito. O Projeto de Lei de Conversão à MP nº 347, de 22/01/07, do PAC também realizou desvinculação temporária de receitas para direcionamento potencial a outros gastos, que não foram “amortização de dívida”.

O problema potencial da medida seria a discrepância com o parágrafo único do art. 8º da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que determina: “Os

recursos legalmente vinculados a finalidade específica serão utilizados exclusivamente para atender ao objeto de sua vinculação, ainda que em exercício diverso daquele em que ocorrer o ingresso.” A intenção do legislador neste dispositivo visa a evitar que as vinculações legais sejam desrespeitadas.

No entanto, em uma interpretação alternativa deste dispositivo, temos que, como a LRF menciona “recursos legalmente vinculados” e como houve uma desvinculação temporária condicionada a um gasto específico, aqueles recursos deixaram de ser vinculados, por Medida Provisória que tem força de Lei. Assim, não se estaria contrariando a LRF. De qualquer forma, note-se que tal desvinculação temporária ocorrerá desde que o recurso seja gasto só, e somente só, com “amortização de dívida”.

A seguir apresentamos uma análise das sete emendas apresentadas.

Em relação à emenda nº 1, o ilustre Deputado Jorge Khoury destaca que o art. 2º da MP 435/2008, ao criar a possibilidade de emissão de títulos pelo Tesouro para entrega ao BACEN, estaria indo na direção contrária à LRF que vedou emissão de títulos do BACEN, provocando o mesmo efeito dessa emissão, gerando descontrole e aumento da dívida pública.

No entanto, já apontamos as significativas diferenças institucionais do novo modelo proposto em relação ao cenário pré-LRF no início deste voto. Em especial, cabe destacar que a decisão acerca da emissão dos títulos passa a ser do Ministro da Fazenda, constituindo arranjo institucional bem distinto. Ademais, a conjuntura de curto prazo recomenda bastante prudência no sentido de assegurar ao BACEN os instrumentos de política monetária suficientes para fazer frente à ameaça inflacionária.

A emenda n.º 2 da ilustre Deputada Luciana Genro faz exatamente o mesmo da emenda n.º 1, propondo suprimir o art. 2º da MP. No entanto, o argumento da justificação curiosamente vai no sentido oposto do da primeira emenda: as operações de esterilização seriam excessivamente danosas, gerando custo para o Tesouro. Neste ponto, achamos fundamental reiterar que as operações de esterilização são cruciais para que movimentos significativos de variáveis que afetem a base monetária não se traduzam em excessiva volatilidade de preços. Todos conhecemos os efeitos nefastos da inflação sobre o dia a dia das pessoas, especialmente as mais pobres, e sobre o próprio desenvolvimento econômico. Comprometer este instrumento clássico de combate à inflação poderia significar permitir desorganização no sistema produtivo, além de afetar negativamente a distribuição de renda.

O Deputado Jorge Khoury também propôs a emenda n.º 3, excluindo o art. 6º da MP 435/2008. Conforme o autor, as transferências entre União e BACEN devem ser realizadas em função do resultado total do BACEN, como preconiza a LRF, e não somente das operações cambiais, que constituem tão somente uma componente do resultado do balanço do BACEN. Também a Deputada Luciana Genro, na emenda nº 4, propõe a mesma exclusão, arguindo “maquiagem” do balanço do BACEN.

No entanto, como já discutido, as transferências entre União e BACEN praticamente não se alteram, constituindo um arranjo meramente contábil que visa conferir maior transparência ao resultado do BACEN.

O ilustre Deputado Otávio Leite, na emenda n.º 5, acrescenta § 3º ao art. 10 da MP, definindo que deverão ser considerados as especificidades, a importância e a necessidade de se estimular o desenvolvimento do turismo receptivo brasileiro. Mesmo concordando com o argumento do Deputado acerca da importância do setor, constitui matéria estranha à MP, como comentado anteriormente.

A emenda n.º 6, de autoria da Deputado Luciana Genro, propõe a supressão do art. 11 da MP. Conforme a autora, os superávits primários gigantescos utilizados para pagamento da dívida pública comprometem o atendimento das urgentes necessidades sociais do país.

No entanto, não se trata de superávit primário, mas sim de financeiro. De qualquer forma, a redução da dívida pública constitui um dos objetivos fundamentais da atual política macroeconômica. Tal redução gerará diminuição dos juros pagos, abrindo mais espaço para gastos de cunho social.

Finalmente, a emenda n.º 7, do Deputado Jorge Khoury, define que o disposto no caput do art. 11 deverá considerar os valores do superávit financeiro já utilizados para fins de abertura de créditos adicionais. A intenção do Autor já se vê atendida, porque as despesas feitas por conta dos créditos adicionais abertos terão que ser necessariamente pagas. Além disso, existe controle sobre o saldo do superávit financeiro, de modo que não se poderá utilizar além do montante disponível para o abatimento da dívida.

Tendo em vista o exposto votamos, quanto ao **mérito**, pela **aprovação** da Medida Provisória n.º 435, de 2008, e pela **rejeição** das emendas n.ºs 1 a 7.

Sala das Sessões, em de de 2008.

Deputado **Pedro Eugênio**
Relator