

# **Qual o Destino dos Lucros (ou Prejuízos) da Autoridade Monetária? O resultado do Banco Central do Brasil como elemento de seu relacionamento com o Tesouro Nacional**

DOI: 10.58766/rpgbcb.v18i2.1243

Leandro Maciel do Nascimento\*

Antônio de Moura Borges\*\*

Recebido/Received: 6/3/2025

Aprovado/Approved: 30/9/2025

*Introdução. 1 O balanço de um banco central: descrição, relevância e as informações disponibilizadas. 2 O resultado das operações dos bancos centrais. 3 O resultado do BC: regras de apuração, destinação e cobertura. 3.1 Resultado do BC com baixo volume de reservas internacionais. 3.2 Resultado do BC com elevado volume de reservas internacionais. 3.3 Apuração do resultado do BC sob a vigência da Lei 13.820, de 2019. Considerações finais. Referências.*

## **Resumo**

O trabalho aborda o tratamento jurídico do resultado do Banco Central do Brasil (BC). Na primeira seção, são descritos os principais aspectos do balanço de um banco central, seus componentes e sua importância como fonte de informações sobre as operações e a situação patrimonial da autoridade monetária. Na segunda seção, aborda-se o resultado de um banco central e indicam-se os itens que impactam sua formação (como as reservas internacionais, as operações compromissadas e os depósitos do Tesouro Nacional). São indicados modelos de distribuição de resultados positivos e de cobertura de resultados negativos. No caso brasileiro, o BC possui natureza pública e não tem a participação de acionistas privados, de modo que seus resultados são, em algum momento, compartilhados com o Tesouro Nacional. Na terceira seção, apresenta-se uma evolução das regras de apuração e destinação dos resultados do Banco Central. Por fim, são expostas as regras atualmente em vigor, por força da Lei 13.820, de 3 de maio de 2019, a qual estabelece: i) nova metodologia para apuração do resultado; ii) novos parâmetros para o repasse de resultados positivos para o Tesouro Nacional; e iii) novos mecanismos para cobertura dos resultados negativos.

**Palavras-chave:** Direito Financeiro. Banco Central. Tesouro Nacional.

\* Pós-doutorando em Direito junto à Universidade de Brasília. Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Especialista em Direito, graduado em Direito e mestre em Filosofia pela Universidade Federal do Piauí. Ex-procurador Federal e ex-procurador da Fazenda Nacional. Procurador do Ministério Público de Contas do Piauí. Pesquisador vinculado ao grupo «Orçamentos Públicos: Planejamento, Gestão e Fiscalização», junto ao Departamento de Direito Econômico e Financeiro da Faculdade de Direito da USP. <https://orcid.org/0000-0001-7395-0881>

\*\* Pós-doutorado em Direito junto à Georgetown University Law Center (Washington-DC) e junto à Universidad Complutense de Madrid. Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre em Direito pela Southern Methodist University School of Law (Dallas-TX). Professor efetivo do curso de Direito da Universidade de Brasília (graduação, mestrado e doutorado). Ex-professor da Universidade Católica de Brasília e ex-procurador da Fazenda Nacional. Advogado, pesquisador, palestrante e autor de obras de direito tributário e de direito internacional. <https://orcid.org/0003-4978-2210>

***What is the Destination of the Monetary Authority's Profits (or Losses)?  
The financial results of the Banco Central do Brasil as element of  
its relationship with the national treasury***

***Abstract***

*This article addresses the legal treatment of the income of the Banco Central do Brasil. The first section describes the main aspects of a central bank's balance sheet, its components and its importance as a source of information on the monetary authority's operations and financial situation. The second section addresses the results of a central bank, indicating the items that impact on its formation (such as international reserves, repo operations and National Treasury deposits). Models for distributing positive results and covering negative results are indicated. In the Brazilian case, the Central Bank is entirely a government institution and does not have the participation of private shareholders, so its results are, at some point, shared with the National Treasury. The third section presents a brief evolution of the rules for calculating and allocating the results of the Banco Central do Brasil. Finally, the fourth and final section presents the rules currently in force, pursuant to Law n. 13,820 of May 3, 2019, which establishes: i) a new methodology for calculating the result; ii) new parameters for the transfer of positive results to the National Treasury; and iii) new mechanisms for covering negative results.*

***Keywords:*** Budget Law. Central Bank. National Treasury.

## **Introdução**

O presente trabalho abordará o tratamento jurídico do resultado financeiro das operações BC. Trata-se de um dos aspectos que mais atraem interesse quando o tema é o relacionamento entre as autoridades monetárias e os respectivos tesouros nacionais. Isso ocorre pelo fato de que o resultado do BC, quando positivo, constitui relevante fonte de receita para o Tesouro Nacional (TN).

No Brasil, a matéria foi objeto de pelo menos três alterações legislativas de grande repercussão, no intervalo de pouco mais de quinze anos: a Medida Provisória (MP) 435, de 26 de junho de 2008, que criou o mecanismo de equalização cambial, a Lei 13.820, de 3 de maio de 2019, segundo a qual os resultados da variação da cotação de ativos (e de operações em moeda estrangeira) não mais deverão ser repassados automaticamente ao TN, e a Lei Complementar (LC) 179, de 21 de dezembro de 2021, que reforçou o regime de autonomia do BC, bem como alterou a periodicidade da divulgação de seus resultados.

Em virtude da prerrogativa exclusiva de emitir moeda (um ativo de custo irrelevante diante de seu valor de face) e de poder aplicá-la em outros ativos que geram rendimentos, os bancos centrais são entidades potencialmente lucrativas. Dessa forma, em condições de normalidade e de estabilidade econômicas, a tendência é que gerem resultados positivos. No entanto, diante de aspectos conjunturais ou mesmo por conta de arranjos institucionais específicos, poderá haver resultados negativos. Sobre esse ponto, as questões relevantes dizem respeito ao estabelecimento de regras para: i) a metodologia de apuração dos resultados; ii) a destinação dos resultados positivos (se constituirão reservas, se serão incorporados ao banco central ou se serão repassados aos governos e/ou acionistas); e iii) o mecanismo

de cobertura dos resultados negativos (se serão utilizadas reservas de resultados, se serão compensados com o patrimônio líquido (PL) do BC ou se serão custeados pela emissão de títulos públicos).

Na primeira seção, serão descritos aspectos do balanço de um banco central, seus principais componentes e sua importância como fonte de informações sobre as operações e a situação patrimonial da entidade. Além disso, será demonstrado o caráter dinâmico da interação entre seus vários itens. Será abordada a tendência, ao longo do século XXI, de crescimento do balanço dos bancos centrais, como uma das consequências das medidas adotadas pelas autoridades monetárias e fiscais de diversos países (aumento de reservas internacionais e as medidas de *quantitative easing*, principalmente após a crise financeira de 2008). Embora se afirme que os bancos centrais não deveriam ter a busca de lucro como seu principal objetivo, há de se levar em conta que sua atuação acarreta custos relevantes, os quais em algum momento impactarão os orçamentos públicos, principalmente por meio dos indicadores da dívida pública.

Na segunda seção, será abordado o resultado de um banco central. Serão indicados os principais itens que impactam sua formação (como as reservas internacionais, as operações compromissadas e os depósitos do Tesouro). Serão indicados modelos de distribuição de resultados positivos e de cobertura de resultados negativos. Adota-se no Brasil o modelo em que o BC possui natureza pública e não tem a participação de acionistas privados, de modo que seus resultados são repassados, em última instância, ao TN.

Na terceira seção, será apresentada uma breve evolução das regras de apuração e destinação (cobertura) dos resultados do BC. Desde a previsão do repasse dos resultados positivos para o Governo, estabelecida em 1987, até a equalização cambial, criada em 2008. Por esse mecanismo, a variação patrimonial de ativos e operações em moeda estrangeira foi retirada do resultado global do BC e passou a ser remetida diretamente ao TN. Por fim, serão expostas as regras atualmente em vigor, por força da Lei 13.820, de 3 de maio de 2019, a qual estabelece, além de outras regras: i) nova metodologia para apuração do resultado do BC; ii) novos parâmetros para o repasse de resultados positivos para o TN; e iii) novos mecanismos para cobertura dos resultados negativos.

## I O balanço de um banco central: descrição, relevância e as informações disponibilizadas

O balanço de um banco central é o documento oficial mais relevante por meio do qual a autoridade monetária divulga os dados e informações sobre suas atividades, fluxos e estoques. Por meio dele são expostas “as funções que a instituição desempenha como banqueiro do governo, emissor de papel-moeda, banco dos bancos e executor de operações de mercado aberto (*open market*)” (Loyola, 2016, p. 226). Incluem-se, também, a comunicação com o restante do governo, com os agentes de mercado e com a sociedade em geral. Entre outras funções, “o balanço também fornece informações sobre a credibilidade de um banco central e a probabilidade de atingir suas metas finais, como estabilidade de preços” (Bindseil, 2004, p. 52). Trata-se do ponto de partida para a análise da atuação da autoridade monetária.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> “Não faltam estudos sobre o papel contemporâneo dos bancos centrais, às vezes vistos como o lócus por exceléncia da definição e da administração da política macroeconômica. Entretanto, se o tema é amplamente conhecido, o árduo caminho por nós proposto para estudá-lo é inovador: o estudo das demonstrações financeiras dos bancos centrais. Até onde sabemos, essa intrincada peça contábil não tem recebido atenção da comunidade acadêmica. Entretanto, os balanços dos bancos centrais são uma fonte muito rica de informações acerca das imbricações entre agentes públicos e privados. Os balanços refletem decisões privadas de residentes e não residentes, assim como expressam opções de política pública. A conjunção de ambas pode implicar grandes e rápidas mudanças, tanto na composição quanto no próprio volume de ativos e passivos do Banco Central, com as devidas contrapartidas nos portfólios dos bancos e de outros agentes, financeiros e não financeiros. O Banco Central, como os bancos privados, pode afinal criar riqueza financeira de forma instantânea e, como nenhum outro agente, em princípio ilimitada” (Silva, 2016, p. 8).

Conforme o nível de transparéncia das informações disponibilizadas em seus balanços, é possível verificar o grau e a extensão da atuação de um banco central, bem como os impactos recíprocos em relação à atividade econômica (Bindseil, 2004, p. 45). Além disso, permite-se “identificar, por exemplo, se a autoridade monetária está inserida em uma economia com excedente estrutural de liquidez, sob a presença de uma crise financeira ou, ainda, enfrentando outros desafios de natureza conjuntural ou mesmo estrutural” (Viana, 2018, p. 23).

Os detalhes e os dados contidos em cada balanço variam conforme a estrutura e as características de cada banco central. No entanto, como regra, são disponibilizados na *internet*, a partir de relatórios anuais, anexos de estatísticas e notas para a imprensa. “O formato e as práticas contábeis subjacentes aos balanços do banco central não são homogêneos; o que quer dizer que os padrões internacionais estão ausentes” (Bindseil, 2004, p. 45). De todo modo, para “entender melhor os detalhes das diferentes posições, é útil, portanto, consultar o relatório anual do banco central ou qualquer documentação específica que o banco central possa ter emitido” (Bindseil, 2004, p. 45).

No Brasil, o BC disponibiliza em sua página na *internet* balancetes mensais e o balanço patrimonial contendo seus resultados. Ressalte-se que o balanço relativo ao mês de dezembro de cada ano traz os dados e informações consolidadas de todo o exercício. Para a competência encerrada em 31 de dezembro de 2024,<sup>2</sup> foram disponibilizadas as seguintes informações:

Tabela 1 – Balanço do BC (posição em 31/12/2024)



DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2024  
 (Os valores estão expressos em milhões de reais, a não ser quando declarado de maneira diferente)

#### BALANÇO PATRIMONIAL

ATIVO	Notas	31.12.2024	31.12.2023	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Notas	31.12.2024	31.12.2023
<b>ATIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS</b>		<b>2.191.812</b>	<b>1.810.872</b>	<b>PASSIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS</b>		<b>269.570</b>	<b>177.810</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	3	177.166	132.619	Operações Contratadas a Liquidar	12	11.768	8.157
Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras	4	56.813	51.302	Compromisso de Recompra	6	80.192	29.604
Recursos sob Administração Externa	5	68.351	61.819	Derivativos	7	1.217	1
Compromisso de Revenda	6	80.198	29.605	Créditos a Pagar	14	109.421	88.185
Derivativos	7	42	1.315	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	15	66.960	51.860
Títulos	8	1.645.392	1.416.323	Outros		12	3
Créditos a Receber	9	7.326	4.471				
Ouro Monetário	10	67.330	41.674				
Participação em Organismos Financeiros Internacionais	11	89.194	71.744				
<b>ATIVO EM MOEDA LOCAL</b>		<b>2.658.251</b>	<b>2.483.950</b>	<b>PASSIVO EM MOEDA LOCAL</b>		<b>3.901.645</b>	<b>3.712.642</b>
Operações Contratadas a Liquidar	12	11.227	-	Operações Contratadas a Liquidar		45	8
Compromisso de Revenda	6	2	5	Depósitos de Instituições Financeiras	16	894.411	770.235
Derivativos	7	6.188	-	Compromisso de Recompra	6	1.250.518	1.205.390
Títulos Públicos Federais	8	2.515.792	2.316.649	Derivativos	7	-	2.133
Créditos com o Governo Federal	13	123.358	151.813	Obrigações com o Governo Federal	13	1.663.575	1.657.858
Créditos a Receber	9	276	13.969	Créditos a Pagar		368	620
Bens Móveis e Imóveis		724	756	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	15	77	46
Outros		684	758	Provisões	17	41.501	40.030
				Outros	18	51.150	36.322
				<b>MEIO CIRCULANTE</b>	19	<b>355.858</b>	<b>341.617</b>
				<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	20	<b>322.990</b>	<b>62.753</b>
				Patrimônio	20.1	53.954	53.954
				Reserva de Resultados	20.2	242.785	-
				Reserva de Reavaliação	20.3	317	323
				Ganhos (Perdas) Reconhecidos Diretamente no Patrimônio	20.4	25.934	8.476
<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<b>4.850.063</b>	<b>4.294.822</b>	<b>TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		<b>4.850.063</b>	<b>4.294.822</b>

As notas explicativas da administração são parte integrante das demonstrações financeiras.

Fonte: BC ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

A análise do balanço acima revela informações necessárias para o entendimento de como são executadas as atribuições do BC. Antes de qualquer outra constatação, verifica-se no documento

<sup>2</sup> Disponível em: <https://www.BC.gov.br/content/acessoinformacao/balancesteslai/Demonstracoes%20Financeiras%20BC%202024.pdf>. Acesso em: 6. mar. 2025.

valores elevados em termos absolutos e relativos. Como se pode observar, o BC encerrou o ano de 2024 com ativos no montante de R\$4,85 trilhões, correspondendo a aproximadamente 50% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, e com um patrimônio líquido de aproximadamente R\$323 bilhões. São valores elevados quando comparados com os de outros bancos centrais, conforme demonstrado por Pellegrini (2018, p. 1-02).

A explicação apresentada de modo mais frequente para o aumento da dimensão do BC, inclusive em documentos oficiais do governo brasileiro, indica o incremento de ativos em moeda estrangeira, principalmente as chamadas reservas internacionais. Nesse contexto, o BC teria acompanhado, o movimento de outros países de economia semelhante e igualmente exportadores de *commodities*, ao longo da primeira década do século XXI. Estes, ao aumentarem suas receitas de exportação de produtos primários, teriam dirigido os saldos excedentes em moeda estrangeira para a composição de reservas em ativos igualmente em moeda estrangeira, principalmente em dólar (Pellegrini, 2017a, p. 17-18).

O aumento do balanço de bancos centrais decorrente do crescimento das reservas internacionais em países exportadores de *commodities* foi acompanhado por países de economia mais diversificada, os quais estiveram mais diretamente expostos à crise de 2007/2008, como Estados Unidos, Inglaterra, Japão e os países da Zona do Euro (Mitchell, Watts, Wray, 2019, p. 26). Naquela conjuntura, os bancos centrais desses países adotaram medidas para promover a liquidez julgada necessária para a retomada das atividades, por meio “de políticas de compras de ativos (*quantitative easing* ou QE) ou empréstimos de longo prazo (*Long Term Refinancing Operations* – LTRO, na Zona do Euro) (Ferreira, 2016b, p. 3). Desse modo, em ação concertada com os tesouros nacionais, os balanços das autoridades monetárias foram ampliados em proporções até então inéditas. Com efeito, a “economia poderia ter descambado para uma espiral deflacionária semelhante à da Grande Depressão se os bancos centrais se limitassem a aplicar a política monetária convencional” (Mcmillan, 2018, p. 115).

Como detinham ativos em moeda estrangeira e em títulos privados (sujeitos à avaliação pelo mercado quanto à liquidez e à solvabilidade dos emissores privados), os balanços (já ampliados) passaram a apresentar volatilidade e tal fato gerou oscilação dos resultados apurados. Sendo assim, aumentou-se o risco de diversos bancos centrais apresentarem perdas relevantes, embora sejam entidades intrinsecamente propensas a resultados positivos (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 13).

Ressalte-se que esses balanços (até então) menores não estavam expostos à marcação a mercado. Desse modo, havia relativa constância e baixa propensão à oscilação do valor de seus componentes. No entanto, essa alteração da composição dos balanços submeteu “o resultado da autoridade monetária a maior incerteza e volatilidade, em função da variação da cotação da moeda internacional em um regime de câmbio flutuante” (Mendes, 2016, p. 208).

Com balanços maiores e mais expostos aos riscos de títulos públicos e privados (cujos valores, conforme mencionado, variam conforme a percepção da saúde financeira do emissor), os bancos centrais passaram a apresentar sucessivos resultados negativos. Tal fato pôs em risco a manutenção de seus patrimônios líquidos e sua chamada força financeira (“*financial strength*”) (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016). Tal situação passou a demandar uma atuação coordenada por parte dos respectivos tesouros.

No balanço de um banco central, o patrimônio líquido corresponde à diferença entre ativos e passivos. Em sentido reverso, os ativos devem ser equivalentes ao somatório dos passivos e do PL. Desse modo, resultados negativos elevados e sucessivos, ao aumentar o passivo (sem o correspondente aumento de ativo) tendem a diminuir rapidamente o PL.

O principal objetivo de um banco central não é gerar receitas para o governo, pois seu desempenho não pode ser avaliado apenas pelo montante de lucro gerado por suas atividades. (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 4). Em suma, um “resultado positivo é meramente um resultado possível, no âmbito de seu mandato legal de, por exemplo, assegurar o poder de compra da moeda nacional e um sistema financeiro sólido e eficiente” (Leister, Medeiros, 2016, p. 121).

Com efeito, em geral, a finalidade pública de um banco central é a manutenção da estabilidade do sistema financeiro e de preços em conjunto com a busca do pleno emprego (e tudo com os menores impactos fiscal e social possíveis). Assim, o atingimento de tais não deve ceder à busca de resultados positivos a qualquer custo (Leister; Medeiros, 2016, p. 144-145). Por outro lado, elevados e sucessivos resultados negativos, no longo prazo, podem gerar dúvidas quanto à capacidade de o banco central cumprir suas atribuições. Desse modo, é inegável que sucessivos resultados positivos e regras claras quanto à sua distribuição e formação de reservas no próprio banco central reforçam sua autonomia operacional e aumentam sua credibilidade perante os mesmos agentes de mercado e a sociedade em geral (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 8). De todo modo, um banco central lucrativo, aliado à transparência das ações e a credibilidade gerada por uma “boa compreensão por parte dos agentes econômicos em relação à sua comunicação são elementos fundamentais para se viabilizar uma satisfatória condução de política monetária” e reforçam as expectativas de a autoridade cumprir suas atribuições no médio e no longo prazos (Viana, 2018, p. 34).

De volta ao balanço do BC exposto anteriormente (Tabela 1), observa-se que, do lado esquerdo, há ativos em moeda estrangeira e ativos em moeda nacional. Os mais relevantes, em ambos os casos, são os títulos públicos. Os ativos em moeda estrangeira correspondem, em sua quase totalidade, às chamadas reservas internacionais. Em moeda nacional, o principal item é composto pela carteira de títulos do TN destinados à execução da política monetária. Do lado direito, dois dos principais passivos do BC em moeda estrangeira são os depósitos de organismos financeiros internacionais e, em valores próximos, compromissos de recompra de títulos (operações compromissadas). Por sua vez, os principais passivos do BC em moeda nacional correspondem a três grupos: i) obrigações com o governo federal (cujo componente predominante é o saldo da Conta Única<sup>3</sup>); ii) compromissos de recompra (a chamadas operações compromissadas) e iii) depósitos de instituições financeiras (predominantemente depósitos compulsórios). Além disso, há um outro item, que corresponde à diferença entre os demais passivos e o patrimônio líquido, qual seja, o meio circulante. No entanto, conforme visto, este não gera obrigações de juros ao BC.

Note-se que, em ambos os lados do balanço, a participação do TN não só é relevante, mas predominante e determinante. De um lado, induz e, de outro lado, fornece os meios, dando o necessário suporte financeiro à ação da autoridade monetária. Além disso, é importante ressaltar que, ao lado da descrição (estática) feita acima, há uma abordagem (dinâmica) sobre as movimentações do balanço de um banco central. Esse aspecto mostra-se essencial à análise dos movimentos de expansão ou de diminuição do meio circulante (poder de emissão), à verificação da eficácia da política monetária e à mensuração do resultado contábil-financeiro. Para tanto, descreve-se abaixo um modelo simplificado de balanço patrimonial. Observe-se:

---

<sup>3</sup> “No gerenciamento das receitas e despesas da União, incluindo as operações relativas à dívida pública, o Direito Financeiro brasileiro estabelece a centralização de tais atividades em uma conta única. Por determinação constitucional (art. 164, § 3º [...]), as disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional (TN) devem ficar sob a custódia do Banco Central do Brasil (BC). Desse modo, como regra o TN não pode manter seus saldos depositados junto à rede de bancos comerciais, ainda que estatais. O modelo está em vigor há mais de trinta anos, ressalvadas críticas antigas quanto ao impacto da centralização na execução da política monetária e quanto à possibilidade de financiamento implícito do BC em favor do TN [...]. Por meio da Conta Única, o BC exerce a atribuição de banqueiro da União. Em regra, todos os Poderes, todas as entidades e todos os órgãos da administração direta e indireta federais devem realizar suas operações por meio do caixa na custódia do BC” (Nascimento, 2023b, p. 82).

**Tabela 2 – Balanço simplificado de um banco central**

<b>BALANÇO PATRIMONIAL SIMPLIFICADO DE BANCO CENTRAL</b>	
<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
Moeda estrangeira <i>Reservas internacionais</i>	Moeda estrangeira <i>Operações compromissadas</i>
Moeda Local <i>Carteira de títulos</i> <i>Empréstimos ao sistema bancário</i>	Moeda Local <i>Reservas bancárias</i> <i>Depósitos do Tesouro Nacional</i> <i>Operações compromissadas</i> Meio circulante
	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ativo – passivo)</b>

O aspecto dinâmico decorre do fato de que o total de ativos de um banco central deve ser igual ao somatório de seus passivos e patrimônio líquido. A expressão numérica de tais itens varia ao longo do exercício. Assim, o aumento ou a diminuição de qualquer um dos itens acima demandará necessariamente a compensação entre os demais componentes do balanço, como em um sistema de vasos comunicantes. Por consequência, tendo como pressuposto um PL constante, a apuração do meio circulante será feita pela diferença entre, de um lado, os ativos e, de outro, o patrimônio líquido e os passivos não monetários do respectivo banco central.

Desse modo, quando o banco central aumenta o nível de reservas internacionais deverá, em contrapartida, diminuir de algum outro ativo (como a carteira de títulos à sua disposição) ou aumentar um ou mais itens do passivo (como as operações compromissadas, reservas bancárias ou mesmo o meio circulante). “Esse movimento ocasiona uma recomposição do ativo e (ou) do passivo não monetário, por meio de diferentes modos possíveis, sendo a utilização de operações compromissadas a mais comumente praticada para gerir o ajuste fino da liquidez em mercado” (Viana, 2018, p. 23).

No caso brasileiro, o aumento das reservas internacionais decorreu da aquisição de moeda estrangeira no mercado interno. Tal procedimento teve como resultado o aumento do meio circulante (moeda nacional). Como forma de compensar esse aumento, o BC teve que alterar um ou mais itens do passivo de seu balanço. No caso, aumentou-se, no mesmo período, o montante de operações compromissadas de recompra, conforme demonstrado por Pellegrini (2017a, p. 17). Em último caso, o aumento do ativo sem compensação no passivo acarreta o aumento do PL. Pode-se afirmar que esse movimento ocorreu no Brasil, pois, ao mesmo tempo em que as reservas internacionais aumentaram, o PL do BC aumentou em grandes proporções (passou de aproximadamente R\$14 bilhões para R\$323 bilhões, entre 2007 e 2024).

No entanto, um patrimônio líquido elevado não necessariamente indica atuação eficaz de um banco central. Principalmente, quando se trata do “modelo agente/principal”, no qual o Tesouro atua como garantidor da autoridade monetária e, ao mesmo tempo, adota política fiscal em sintonia com os objetivos do banco central. De todo modo, o êxito do cumprimento das atribuições de um banco central decorre do constante equilíbrio entre todas essas variáveis, de modo a garantir a estabilidade de preços sem comprometer o crescimento econômico.

Caso o Tesouro aumente despesa, o caminho convencionalmente adotado para o enxugamento de liquidez seria retirar dinheiro de circulação da economia. Esta resposta do banco central, em um primeiro momento, diminui o item “meio circulante”, mas aumenta a rubrica “depósitos do Tesouro Nacional”, ambos do lado do passivo de seu balanço. Por outro lado, quando da realização das despesas

púlicas, a direção se inverte: o dinheiro retorna aos particulares, o que gera aumento do meio circulante e redução dos depósitos do TN. Trata-se de processo equivalente à criação e à destruição de moeda pela autoridade monetária.<sup>4</sup> Em ambos os casos, cabe ao BC, mediante os instrumentos de política monetária (taxas de juros, depósitos compulsórios e operações de redesconto) realizar o ajuste fino da liquidez de modo a compensar os riscos de pressões inflacionárias.

Ressalte-se que, caso o aumento dos depósitos do Tesouro venha a ser menor do que a variação do meio circulante, pode-se estar diante de um processo de cobertura de déficits fiscais mediante emissão monetária. Tal fato pressionará o nível de preços. Nesse caso, mostra-se necessária adotar alguma medida de compensação, como a redução de despesas ou a emissão de títulos públicos para financiamento dos déficits.

Como se pode perceber, a análise do balanço patrimonial de um banco central, tanto no seu caráter **estático** quanto no seu aspecto **dinâmico**, permite constatar a complexidade e a interligação entre seus ativos e passivos, de maneira que a alteração de qualquer um deles demanda as devidas compensações, sob pena de impactos na economia real e no endividamento público. Nesse contexto, tal documento revela a proximidade entre as autoridades fiscal e monetária, bem como a necessidade de sincronia e coordenação no relacionamento entre os bancos centrais e os respectivos governos, principalmente por meio dos orçamentos públicos.

Em suma, os balanços são documentos relevantes, os quais refletem as atividades executadas, indicam os termos da interação entre os mencionados órgãos e apontam as eventuais fragilidades, custos e tendências.

## 2 O resultado das operações dos bancos centrais

Os bancos centrais são lucrativos por natureza. Além de, por assim dizer, “fabricar moeda”, essas entidades possuem ativos que rendem juros, como as reservas internacionais. Ademais, um de seus principais passivos, a base monetária, não gera despesa com o pagamento de juros. Assim, o banco central “é a única entidade da economia que pode adquirir ativos pagando-os com um instrumento financeiro que ele mesmo cria, sobre o qual não incidem juros e cujo valor de face é maior que o custo de produção” (Mendes, 2016, p. 207).

Dessa forma, em condições normais, resultados da autoridade monetária tendem a ser positivos. Contudo, não é incomum ocorrerem resultados negativos, a depender de questões conjunturais ou mesmo em situações de crise econômica, pois ser potencialmente lucrativo “não significa necessariamente que a autoridade monetária [sempre] mostre resultado positivo no balanço de cada período de apuração” (Loyola, 2016, p. 227).

De modo geral e como qualquer outra entidade, a apuração do resultado de um banco central é feita pela diferença entre ativos e passivos. Quanto aos primeiros, os principais são: i) as reservas em moeda estrangeira; ii) títulos do Tesouro em sua carteira; e iii) os empréstimos ao setor bancário. Assim, suas receitas mais relevantes são os juros auferidos em razão dos títulos dívida que possui e dos empréstimos aos bancos em geral. Por sua vez, no seu passivo os componentes mais importantes

---

<sup>4</sup> “Nos tempos modernos, em que a quantidade de dinheiro trocado eletronicamente supera o volume de comércio com o dinheiro em cédulas, até mesmo o trabalho físico de imprimir cédulas de dólar e de euro é uma espécie de atividade paralela para os bancos centrais. O trabalho real de criar ou destruir dinheiro em tempos modernos é tão banal quanto poderoso: alguns trabalhadores de nível médio se sentam em frente a computadores no nono andar do Fed, em Nova York, Lower Manhattan, na City de Londres ou no Bundesbank alemão, em Frankfurt, e compram ou vendem valores mobiliários com alguns cliques nos teclados dos computadores. Eles estão cumprindo ordens dos comitês de definição de políticas, liderados por Bernanke, King e Trichet [então presidentes, respectivamente, do Fed, Bank of England e ECB] nos últimos anos: compram títulos com dinheiro que não existia anteriormente; quando vendem títulos, esses dólares, libras e euros deixam de existir” (Irwin, 2014, p. 7-8).

são: i) a base monetária; ii) operações compromissadas, inclusive em moeda estrangeira; iii) depósitos bancários remunerados; e iv) depósitos do respectivo Tesouro. Desses, a base monetária não gera despesa com juros. Com efeito, os bancos centrais arcam apenas com os custos de produção do papel-moeda e da infraestrutura (física, de pessoal e de tecnologia da informação) a possibilitar circulação, custos esses que correspondem a valores ínfimos, se comparados ao volume movimentado em suas atividades finalísticas.

Assim, a maior parte das despesas da autoridade monetária advém das operações compromissadas, dos depósitos bancários e a da remuneração das disponibilidades de caixa da União. Por fim, à diferença entre receitas e despesas, deve ser acrescida a variação cambial (decorrente da marcação a mercado) dos ativos em moeda estrangeira. “Assim, os resultados do Bacen se mostram particularmente sensíveis aos níveis das taxas de juros doméstica e internacional e aos movimentos da taxa de câmbio, sendo que a depreciação cambial aumenta o resultado do Banco Central, enquanto a apreciação o diminui” (Loyola, 2016, p. 227).

A tabela abaixo indica os resultados semestrais do BC, no período entre 2000 e 2023.

Tabela 3 – Resultados do BC (R\$1.000)

ANO	RESULTADO OPERAÇÕES NÃO CAMBIAIS			RESULTADO EQUALIZAÇÃO CAMBIAL		
	1º. SEM.	2º. SEM.	ANUAL	1º. SEM	2º. SEM	ANUAL
2000	309.151	1.308.474	1.617.625			
2001	-4.084.749	7.158.161	3.073.412			
2002	-10.910.085	-6.283.614	-17.193.699			
2003	24.181.794	7.136.558	31.318.352			
2004	2.795.700	-258.271	2.537.429			
2005	-11.616.553	1.161.877	-10.494.963			
2006	-12.523.956	-643.092	-13.167.048			
2007	-30.304.910	-17.209.229	-47.514.139			
2008	3.172.740	10.172.653	13.345.393	-44.798.256	171.416.012	126.617.756
2009	-941.601	6.550.645	5.609.044	-93.787.316	-53.931.576	-147.718.892
2010	10.803.195	4.926.775	15.729.970	-1.893.172	-46.636.548	-48.529.720
2011	12.230.706	11.240.704	23.471.410	-46.199.286	90.240.059	44.040.773
2012	12.318.246	12.296.483	24.614.729	32.210.001	-9.900.595	22.309.406
2013	17.688.071	14.267.811	31.955.882	15.766.502	15.918.931	31.685.433
2014	5.271.503	25.655.376	30.926.879	-51.223.608	65.173.472	13.949.864
2015	35.184.659	41.521.539	76.706.198	46.406.630	110.938.092	157.344.722
2016	-17.308.089	7.780.387	-9.527.702	-184.645.409	-55.674.283	-240.319.692
2017	11.271.662	14.709.838	25.981.500	-15.744.789	-30.677.374	-46.422.163
2018	19.655.292	25.554.330	45.209.622	146.201.403	-19.133.818	127.067.585
2019	21.041.907	64.534.687	85.576.594	7.560.585	-	7.560.585
2020	503.221.982	-33.610.207	469.611.775			
2021			85.896.000			
2022			-298.473.000			
2023			-114.152.000			
2024			270.942.000			

Fonte: BC (Balanços semestrais/anuais). Elaboração própria.

Devem ser observados quatro pontos relevantes quanto ao período em questão (2000-2024). Primeiro, o aumento dos valores ao longo do tempo. Segundo, a existência entre 2008 e 2019 de duas apurações de resultados (um, referente à equalização cambial, e outro relativo às demais operações). Terceiro, a periodicidade anual a partir de 2021 (decorrente da LC 179, de 2021). Quarto, a volatilidade do resultado, com a ocorrência de elevados resultados negativos e positivos (como, entre os anos 2022 e 2024 – nesse último caso, a variação do resultado foi de R\$298 bilhões negativos para R\$270 bilhões positivos).

De acordo com o art. 5º da Lei 11.803, de 2008, o BC deveria repassar os resultados cambiais positivos em dinheiro ao TN e este deveria cobrir os resultados negativos do BC, podendo “ser emitidos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna adequados aos fins de política monetária, com características definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda”, mediante a emissão de títulos da dívida pública. Tal situação gerava elevado fluxo de dinheiro e de títulos públicos entre BC e o Tesouro, com todos os custos monetários e fiscais daí decorrentes. Como dito, a destinação dos resultados positivos e da cobertura dos resultados negativos dos bancos centrais constitui questão relevante para o Direito Financeiro, principalmente no contexto do aumento dos balanços dos bancos centrais e da oscilação de seus resultados, verificados ao longo da primeira década do século XXI.

Em sentido amplo, bancos centrais atuam por delegação governamental para emitir moeda de curso forçado, manter seu poder de compra, assegurar a credibilidade, a liquidez e solidez do sistema financeiro e garantir acesso ao crédito ao menor custo possível, além de servir como banqueiro do governo. Em razão da natureza delegada das atividades que exerce, atuando sob o modelo “agente/principal”, os resultados (lucros ou prejuízos) devem ser repassados ao titular da delegação.<sup>5</sup>

Ou seja, em havendo resultados positivos nos balanços dos bancos centrais, estes poderão ter uma (ou mais) das seguintes destinações: i) distribuição ao respectivo governo; ii) distribuição a eventuais acionistas particulares; e iii) formação de reservas. Em muitos países, há combinações entre as três alternativas. A proporção entre distribuição e formação de reservas pode variar (em percentual fixo ou variável de lucros; em percentual fixo ou variável de reservas ou mesmo mediante acordo entre tesouro e o respectivo banco central). Em suma: “são três as possíveis destinações de um resultado positivo: a constituição de reservas com lucros retidos, a transferência para o MF e – se o banco central for propriedade apenas parcial do governo – o pagamento de dividendo aos acionistas” (Leister, Medeiros, 2016, p. 121).

O modo de apuração, o montante, a composição de reservas e as condições do repasse (ou cobertura) são objeto de reserva legal e o detalhamento varia de país para país. De acordo com Bunea, Karakitsos, Merrinan e Studener (2016, p. 10), em uma amostra de cem casos, haveria pelo menos seis modelos de destinação dos resultados positivos de bancos centrais, a saber: i) a distribuição de percentual fixo de lucros; ii) a destinação de um percentual fixo de lucros (25%, por exemplo), mas sem estabelecer limites quanto ao montante de reservas; iii) a destinação de um percentual variável de lucros (entre zero e 25%, por exemplo) para a formação de reservas; iv) a destinação de um percentual, usualmente fixo, dos lucros para a formação de reservas até o atingimento de um

<sup>5</sup> “Há dois arranjos institucionais polares no relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro: 1) Modelo Agente/Principal; 2) Modelo Corporate. No modelo Agente/Principal, o Banco Central é simplesmente um agente do governo e muitos riscos, incluindo os cambiais e de *duración* são absorvidos pelo Tesouro. O resultado financeiro da autoridade monetária é transferido para o Tesouro se for positivo e coberto por transferências do Tesouro, se for negativo. No modelo Corporate, o capital do Banco Central funciona como um colchão para absorver possíveis perdas financeiras e no limite não há qualquer obrigação financeira por parte do Tesouro de assumir essas perdas. Todos os ativos financeiros (tais como reservas cambiais) entram no balancete do Banco Central e a diretoria da instituição decide de forma autônoma sobre o seu próprio apetite de risco [...]. Em ambos os modelos, pressupõe-se que não há financiamento do Banco Central ao Tesouro. Através da legislação pertinente ao Banco Central pode-se determinar o tipo de arranjo institucional em diversos países” (Fernandes, 2016, p. 527).

montante máximo, geralmente em proporção ao balanço do banco central; v) ausência de previsão de valores ou percentuais quanto à destinação dos resultados positivos e vi) distribuição e resultados bilateralmente e regularmente acordada entre bancos centrais e governos.

A destinação do resultado positivo do Banco Central Europeu (BCE), em razão de seu caráter supranacional, passa por duas etapas: primeiramente, uma parte é retida para a formação de um fundo geral de reserva, destinado a compensar eventuais resultados negativos (esta reserva é limitada ao valor do capital do BCE); em seguida, o valor remanescente é distribuído aos países da Zona do Euro, na proporção de sua participação no BCE (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 11).

No caso do FED, há algumas peculiaridades quanto à composição e destinação de seu resultado. Historicamente, o FED apresenta baixa volatilidade em seus resultados. Desse modo, é uma entidade lucrativa e que, descontadas as despesas de seu custeio, repassa o lucro ao Tesouro dos Estados Unidos da América (Mendes, 2016, p. 213-215). Além de ser tipicamente lucrativo, o FED possui autonomia orçamentária frente ao Congresso dos Estados Unidos da América. Afirma-se isso porque, de acordo com as leis que regem sua atuação, está autorizado a abater do resultado as despesas de seu custeio. Só após, é que é feito o repasse ao Tesouro estadunidense. Nesse sentido, o FED apresenta elevado grau de autonomia, pois não se submete ao debate orçamentário nem mesmo para o custeio de suas atividades administrativas (Conti-Brown, 2016). Ao contrário do BC, em que o custeio administrativo deve estar previsto na Lei Orçamentária Anual, como todas as demais entidades que compõem a Administração Pública Federal, nos termos do art. 5º, § 6º, da LRF, segundo o qual integrarão “as despesas da União, e serão incluídas na lei orçamentária, as do BC relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos”.

Conforme Conti-Brown (2016), nos Estados Unidos da América, existem pelo menos quatro mecanismos de financiamento das atividades de órgãos e entidades governamentais:

Primeiro, a grande maioria das instituições governamentais — do Congresso aos tribunais e à Casa Branca, e a maioria das agências, instituições, programas e comissões entre eles — são financiadas pelo processo anual de dotações [orçamentárias] do Congresso. Ou seja, o presidente propõe seu orçamento ao Congresso, com base presumivelmente em contribuições das agências que exigem o financiamento, são feitas negociações políticas [*political machinations ensue*] e um orçamento é aprovado para financiar o governo. O processo começa novamente um ano depois. Segundo, a maioria das despesas reais do governo não ocorre por meio desse processo orçamentário, mas faz parte dos compromissos obrigatórios do governo. Esses compromissos incluem programas de direitos como Previdência Social, Medicare, Medicaid e outras formas de assistência direta; alguns tipos de assistência a desastres; e juros sobre a dívida nacional. E terceiro, algumas agências governamentais, incluindo algumas das agências bancárias, são “autofinanciadas”, o que significa que arrecadam seu dinheiro avaliando taxas contra as entidades que regulam. Por exemplo, a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a agência responsável por segurar os depósitos bancários do país, cobra taxas dos bancos por esse seguro. A partir dessas taxas, a FDIC não apenas cobre perdas para o fundo de seguro, mas também cobre suas despesas. O novo *Office for Financial Research* (OFR), uma agência criada pela Lei Dodd-Frank para fornecer ao Tesouro pesquisas sobre estabilidade financeira, é financiado por uma avaliação sobre membros do setor financeiro. E então há o Fed. Como o FDIC ou o OFR, o Fed é “autofinanciado” no sentido de que não faz parte do processo de dotações anuais, nem é um “compromisso obrigatório”. Mas, ao contrário do FDIC, a maior parte de seu orçamento não vem de avaliações contra entidades regulamentadas. Em vez disso, o Fed se financia com uma parte dos rendimentos de suas operações de mercado aberto (Conti-Brown, 2016, p. 206-207).

Com efeito, o FED não tem seu custeio administrativo incluído nas leis de orçamento federal, pois suas despesas são pagas por meio das receitas resultantes em suas atividades. Outra característica do FED está no fato de possuir acionistas privados e distribuir dividendos (“*Dividends on capital stock*”) (Stella, 1997, p. 13; Chaudhuri, 2018, p. 35), algo que não ocorre no BC, o qual, desde sua criação possui natureza de direito público, sob a forma de “autarquia federal de natureza especial”, nos termos do art. 6º da LC 179, de 2021. A título de exemplo, em 2016 e 2017, o FED remeteu aproximadamente 80% de suas receitas, a título de lucros, ao Tesouro daquele país (nos montantes de US\$91,5 bilhões e US\$80,5 bilhões, respectivamente).<sup>6</sup>

Como já mencionado, bancos centrais podem gerar resultados negativos. Assim, comparando modelos adotados em diversos países, Bunea, Karakitsos, Merrinan e Studener (2016) indicam cinco categorias para cobertura de tais situações:

(a) consumo de reservas específicas [*specific buffers*], o que significa que a perda é coberta pelas reservas existentes (por exemplo, reservas de reavaliação e provisões específicas contra tipos definidos de perdas). Esta é uma das primeiras e mais prováveis ferramentas para cobrir uma perda; (b) consumo de reservas gerais [*general reserves*], o que significa que a perda (restante) é coberta por reservas de natureza geral (desde que disponíveis); (c) perda transportada, o que significa que uma perda (restante) em um ano específico, que não pode ser coberta por reservas específicas [*specific buffers*] ou gerais [*general reserves*], é transportada para o(s) próximo(s) ano(s) e possivelmente compensada com parte ou todos os lucros anuais futuros. Isso pode resultar em patrimônio líquido negativo pendente da conclusão do processo; (d) compensações de lucros futuros [*claims against future profits*], o que é semelhante ao tratamento de perdas transportadas, com a diferença de apresentação no balanço patrimonial de que as perdas são relatadas como reivindicações contra o governo nacional e, portanto, nenhum patrimônio líquido negativo é relatado; (e) recapitalização direta pelo governo ou pelos acionistas que, na maioria dos casos, só teria lugar depois de esgotadas as reservas específicas e as reservas gerais, e em que a contabilização de prejuízos seria, de outro modo, prolongada por um período indefinido (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 13-14).

Com a entrada em vigor da Lei 13.820, de 2019, o direito brasileiro passou a estabelecer a formação de reserva de resultados (cambiais) pelo BC para compensação de futuros resultados negativos. Só após o esgotamento das reservas e do atingimento de um patamar mínimo do PL é que o TN terá o dever de realizar a cobertura.

### 3 O resultado do BC: regras de apuração, destinação e cobertura

#### 3.1 Resultado do BC com baixo volume de reservas internacionais

A Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, ao criar o BC, estabeleceu em sua redação original (art. 8º, parágrafo único) que: “Os resultados obtidos pelo Banco Central da República do Brasil serão incorporados ao seu patrimônio.” Nesse ponto, houve uma inovação, pois o Decreto-Lei 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, que criara a antecedente Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc),

---

<sup>6</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/2017-ar-federal-reserve-banks.htm#xincomeandexpenses-726d864b>. Acesso em: 20 jul. 2024.

estabelecia que “excesso” de suas receitas deveria ser “escriturado como renda eventual da União” e não podendo ser incorporado ao patrimônio da superintendência monetária (art. 8º, parágrafo único).

A previsão de os resultados positivos serem incorporados ao próprio BC vigorou até meados dos anos 1980, quando foi alterada pelo Decreto-Lei 2.376, de 25 de novembro de 1987. Esse instrumento normativo, editado no contexto de mudanças na estrutura das finanças públicas brasileiras (principalmente a criação da STN e o fim da conta-movimento), estabeleceu que tais resultados deveriam, a partir do exercício de 1988, ser repassados ao TN, após descontadas as despesas da autarquia. Assim, por força desse decreto-lei, a Lei 4.595, de 1964, passou a ter a seguinte redação:

Art. 8º (...)

Parágrafo único. Os resultados obtidos pelo Banco Central do Brasil, consideradas as receitas e despesas de todas as suas operações, serão, a partir de 1º de janeiro de 1988, apurados pelo regime de competência e transferidos para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores (Grifado).

A alteração legislativa ocorreu logo após a extinção da conta movimento (entre BC e o Banco do Brasil) e o fim de um contínuo fluxo de valores entre tais instituições e o TN (Nascimento, 2023). É possível que o estabelecimento de repasse de resultados positivos do BC ao TN tenha sido instituído como forma de compensar a perda de receita em razão das mencionadas alterações (Ayres, Garcia, Guillen, Kehoe, 2019, p. 29).

A alteração legislativa trouxe as seguintes mudanças: i) a ampla abrangência da apuração do resultado, a incluir “as receitas e despesas de todas as suas operações” (tanto as de custeio, quanto as relativas à política monetária, cambial e creditícia); ii) a inclusão do regime de competência também para as receitas; e iii) a previsão de compensação de “eventuais prejuízos de exercícios anteriores”, entre outras modificações (Carvalho Junior, 2016, p. 165-166). Na ocasião, não houve previsão de constituição de reservas de resultados positivos no âmbito do BC. O dispositivo em questão (art. 8º, parágrafo único) ainda não expressamente foi revogado, e mantém a redação estabelecida pelo Decreto-Lei 2.376, de 25 de novembro de 1987, não obstante a sucessão de leis e medidas provisórias posteriores terem alterado as regras sobre o resultado do BC, com destaque para a LC 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) e para a LC 179, de 2021.

Na mesma ocasião, em 1987, foi acrescentado dispositivo a estabelecer que “a forma e prazo de transferência” dos resultados do BC para o TN passaria a ser atribuição do Conselho Monetário Nacional (CMN), “sem prejuízo da competência do Tribunal de Contas da União” (art. 4º, XXVII, da Lei 4.595, de 1964, com redação dada pelo Decreto-Lei 2.376, de 1987).

A previsão de tal competência para o CMN justificou-se, a princípio, pela constatação de que o fluxo de resultados poderia não ser neutro do ponto de vista da política monetária. Nesse sentido, “existem efeitos sobre as finanças públicas – expansão e retração monetária, por exemplo – advindos da transferência do resultado positivo do BC ao TN. Efeitos esses que, ao que parece, precisam ser previamente analisados pelo CMN” (Carvalho Junior, 2016, p. 166). No entanto, a discricionariedade no estabelecimento de regras para a apuração e repasse de resultados positivos, prevista para o CMN, foi mitigada pela Lei 7.862, de 30 de outubro de 1989. Conforme sua redação original, os “resultados positivos do Banco Central do Brasil, apurados em seus balanços semestrais, serão recolhidos ao Tesouro Nacional, até o último dia do mês subsequente ao da apuração” (art. 4º), sendo os vinculados, “destinados exclusivamente à amortização de dívida pública federal” (art. 4º, parágrafo único).

Ressalte-se que a alteração diz respeito unicamente aos resultados positivos apurados a cada semestre. Os resultados negativos continuariam a ter o mesmo tratamento: não gerariam obrigações

externas ao balanço e seriam compensados com futuros resultados positivos da autoridade monetária. Em termos concretos, deveria haver uma reserva de resultados negativos, a qual ficaria à espera de futuros resultados positivos para compensação, com fundamento no art. 8º, parágrafo único da Lei 4.595, de 1964, visto que “o art. 4º da Lei 7.862, de 1989, não mais trazia a expressão positivada pelo Decreto-lei 2.376, de 1987, que determinava que a transferência do resultado ao TN somente ocorreria ‘após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores’” (Carvalho Junior, 2016, p. 167).

No contexto da criação do Plano Real, a Lei 9.069, de 29 de junho de 1995, alterou o art. 4º da Lei 7.862, de 1989, o qual passou a vigorar com a seguinte redação:

Art. 4º Os resultados positivos do Banco Central do Brasil, apurados em seus balanços semestrais, serão recolhidos ao Tesouro Nacional, **até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração.**

§ 1º Os recursos a que se refere o caput deste artigo serão destinados à **amortização da dívida pública do Tesouro Nacional**, devendo ser amortizado, prioritariamente, o principal atualizado e os respectivos juros da **Dívida Pública Mobiliária Federal interna** de responsabilidade do Tesouro Nacional **em poder do Banco Central do Brasil**.

§ 2º Excepcionalmente, os resultados positivos do segundo semestre de 1994 serão transferidos mensalmente ao Tesouro Nacional, até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração.

§ 3º Os recursos transferidos ao Tesouro Nacional nos termos do parágrafo anterior serão utilizados, exclusivamente, para amortização do principal atualizado e dos respectivos encargos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de responsabilidade do Tesouro Nacional **em poder do Banco Central do Brasil**.

§ 4º O disposto no parágrafo anterior não se aplica ao resultado referente ao primeiro semestre de 1994. (Grifado).

A nova lei trouxe duas alterações sobre a destinação dos resultados positivos apurados nos balanços semestrais do BC: i) antecipou o prazo para o recolhimento ao TN: no caso, “até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração”; e ii) vinculou ainda mais a aplicação das receitas oriundas dos resultados positivos do BC, estabelecendo prioridade ao “principal atualizado e os respectivos juros da Dívida Pública Mobiliária interna de responsabilidade do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil”.

O art. 4º da Lei 7.862, de 1989, continuou em vigor até ser expressamente revogado pela MP 1.789, de 1998. Essa norma, após diversas substituições e reedições (sem alteração de seu conteúdo) está em vigor por meio da MP 2.179-36, de 2001, a qual dispõe “sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil, e dá outras providências”. Especificamente sobre o resultado das operações do BC, assim dispõe a MP 2.179-36, de 2001 (dispositivo que vigorou até o ano de 2019):

Art. 2º O resultado apurado no balanço anual 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;

II - se negativo, obrigação da União para com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º Os valores pagos na forma do inciso I serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil.

§ 2º Durante o período compreendido entre a data da apuração do balanço semestral e a data do efetivo pagamento, as parcelas de que tratam os incisos I e II terão remuneração idêntica àquela aplicada às disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil.

§ 3º A constituição de reservas de que trata o *caput* não poderá ser superior a vinte e cinco por cento do resultado apurado no balanço do Banco Central do Brasil. (Grifado)

De acordo com os dispositivos: i) os balanços do BC passariam a ser anuais (e não mais semestrais, conforme a regra anterior; entretanto, com a LRF, voltaram a ser semestrais); ii) os resultados positivos deveriam ser “objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional”; iii) o resultado negativo não mais seria incorporado ao patrimônio do BC, à espera de compensação com resultados positivos futuros; passaria a ser objeto de pagamento, pelo Tesouro, em favor do BC, até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço, de modo a preservar o PL do BC; e iv) a constituição de reservas pelo BC passaria a ser limitada a vinte e cinco por cento do resultado apurado em seu balanço, sendo o montante estabelecido pelo próprio BC.

Entre a edição da MP 1.789, de 1998, e a última reedição de seu conteúdo (MP 2.179-36, de 2001), entrou em vigor a LRF, a qual trouxe regras sobre o tratamento dos resultados do BC e impôs dever de transparência quanto aos principais componentes do relacionamento entre o BC e o TN (como as disponibilidades de caixa, reservas cambiais e carteira de títulos), conforme os arts. 5º, § 6º, e 7º:

Art. 5º O projeto de lei orçamentária anual, elaborado de forma compatível com o plano plurianual, com a lei de diretrizes orçamentárias e com as normas desta Lei Complementar:  
(...)

§ 6º Integrarão as despesas da União, e serão incluídas na lei orçamentária, as do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos.  
(...)

Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

§ 1º O resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento.

§ 2º O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil serão demonstrados trimestralmente, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União.

§ 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil 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.

Em resumo, esse era o quadro normativo: i) a apuração deveria ser semestral; ii) o regime contábil adotado deveria ser o de competência, tanto para despesas quanto para as receitas; iii) o BC poderia constituir até o montante de 25% do resultado apurado e o reter, a título de reservas; iv) havendo resultado positivo, os valores seriam considerados receitas do TN e deveriam

ser a ele repassados até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços; v) havendo resultado negativo, os valores seriam considerados obrigação do TN para com o BC e deveriam ser consignados em dotação específica no orçamento, devendo ser pagos até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço; e vi) as receitas oriundas do resultado positivo deveriam ser exclusivamente destinadas ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, a parcela da dívida junto ao BC.

Além disso, a LRF passou a veicular regras de transparência quanto aos componentes do resultado do BC, com destaque para os custos da remuneração das disponibilidades do TN, das reservas cambiais e da carteira de títulos da autoridade monetária, “nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União” (art. 7º, § 2º e § 3º, da LRF). Até a edição da MP 435, de 2008, essas eram as regras em vigor para a apuração, pagamento e cobertura dos resultados das operações do BC.

### 3.2 Resultado do BC com elevado volume de reservas internacionais

Tais normas legais que regulavam a apuração e destinação do resultado do BC compunham um conjunto compatível com balanços cujos resultados eram pouco oscilantes, especialmente no caso de bancos centrais com ativos e passivos pouco expostos à marcação a mercado, pouco exposto ao câmbio ou às oscilações do mercado de títulos privados. Por outro lado, para bancos centrais com resultados mais voláteis, as regras brasileiras poderiam levar ao comprometimento do patrimônio líquido ao longo dos exercícios.

Com esse arcabouço normativo, o BC passou a aumentar o montante de reservas em moeda estrangeira e tal estratégia deixou seu balanço exposto a variações cambiais, a partir da metade da primeira década do século XXI (Viana, 2018, p. 51-52). A consequência imediata foi uma sucessão de elevados resultados positivos e negativos, com impacto nas políticas fiscal e monetária. Nesse contexto, a solução adotada consistiu em separar, de um lado, o resultado dos ativos em moeda estrangeira e operações cambiais (e derivativos) e, de outro, o resultado das demais operações do BC. O objetivo declarado seria o de proteger o patrimônio líquido da autoridade monetária das oscilações verificadas. O BC passaria a apurar dois resultados semestrais: i) o de ativos e operações com moeda estrangeira; e ii) o das demais operações.

Assim, foi editada a MP 435, de 26 de junho de 2008, convertida na Lei 11.803, de 5 de novembro de 2008. Na ocasião, registrou-se, na exposição de motivos, que o “Banco Central do Brasil, atento às diretrizes fixadas pelo Governo brasileiro, tem buscado reforçar as reservas cambiais do País, principalmente mediante aquisições no mercado de câmbio doméstico” e que o “crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais tem tornado o resultado do Banco Central do Brasil excessivamente volátil, o que prejudica a análise do resultado das operações de política monetária, função principal da autarquia”. Propôs, então, conforme ainda a exposição de motivos, um mecanismo para “reduzir a volatilidade do resultado do Banco Central do Brasil, mediante a transferência, para a União, do resultado financeiro das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil, desde 2 de janeiro de 2008, com reservas cambiais e, no mercado interno, com derivativos cambiais”.<sup>7</sup>

Em seu primeiro balanço divulgado após a vigência das novas regras, relativo ao segundo semestre de 2008, o BC enfatizou que o objetivo das mudanças era “dar maior transparência aos resultados das operações da autoridade monetária e reduzir a volatilidade de seu resultado,

---

<sup>7</sup> Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Exm/EMI-34-MF-BC-Mpv-435-08.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Exm/EMI-34-MF-BC-Mpv-435-08.htm). Acesso em: 20 jul. 2024.

derivada do crescente descasamento entre ativos e passivos cambiais".<sup>8</sup> Para tanto, alterou-se método de apuração do resultado da autoridade monetária, separando-se os ativos e operações que envolviam divisas internacionais dos demais ativos e operações em moeda nacional. Os resultados decorrentes de moeda estrangeira passaram a ser segregados e repassados diretamente ao TN (ou por ele cobertos) de modo a não mais impactar o balanço patrimonial do BC. Passou-se a adotar o mecanismo de "zeragem diária e automática" dos efeitos das oscilações cambiais sobre as reservas internacionais e sobre as operações com derivativos cambiais (Carvalho Junior, 2016, p. 177-178).

Conforme a Tabela 3, o resultado do BC, na apuração semestral, entre 2008 e 2018 (o primeiro e o último ano de vigência da equalização cambial), havia segregação entre resultados de operações em moeda local e em moeda estrangeira. Em 2008, o resultado anual (não cambial) foi positivo em R\$13,345 bilhões. O resultado anual da equalização cambial foi de R\$126,617 bilhões. No entanto, o BC não repassou R\$126,617 ao Tesouro de uma só vez. Como a apuração era semestral, primeiro houve a cobertura do resultado negativo do BC (-R\$44,498) relativa ao primeiro semestre, com títulos públicos. Depois, o Tesouro recebeu R\$171,416 bilhões em dinheiro, em razão do resultado positivo do segundo semestre.

Situação parecida ocorreu em 2018. O resultado anual (não cambial) foi positivo em R\$45,2 bilhões. Por sua vez, o resultado anual da equalização cambial foi positivo em R\$127 bilhões. No entanto, em face da semestralidade, houve dois fluxos de resultados cambiais em 2018: no primeiro semestre, o BC creditou ao Tesouro R\$146,2 bilhões, em dinheiro; no segundo semestre, o TN cobriu o resultado cambial negativo do BC (-R\$19,1 bilhões), por meio de títulos públicos.

Tal situação agravou-se pelo fato de que os resultados da equalização cambial eram meramente contábeis, decorrentes em sua maior parte de reavaliação de ativos, sem que os ganhos ou as perdas tivessem sido efetivamente realizados, ou seja, os resultados não representavam, em sua totalidade, realização de lucros ou de prejuízos, mas refletiam as cotações de moeda estrangeira (Mendes, 2016). Sem a previsão legal de repasse de resultados cambiais ao TN, não teria havido esses fluxos. Em consequência, não teria havido aumento do saldo da Conta Única, não teria havido aumento de liquidez por expansão de despesa, não teria havido aumento da carteira de títulos do BC, não teria havido necessidade de aumento de operações compromissadas e, por fim, não teria havido aumento da dívida pública bruta.

Portanto, observando-se os resultados semestrais Tabela 3, constata-se que o mecanismo de repasse imediato, ao Tesouro, de resultados da equalização cambial gerou financiamento do Tesouro pelo BC, em contrariedade à regra prevista no art. 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988.

Além do financiamento implícito do Tesouro pelo BC, criticava-se também a própria natureza dos resultados gerados pela equalização cambial. Tratava-se de monetização de ganhos não realizados, com a avaliação periódica (diária) de ativos. Como visto, tal procedimento gerava elevado fluxo entre o TN e o BC: envio de dinheiro pelo BC ou emissão de títulos públicos pelo TN (Mendes, 2016, p. 222). Em outras palavras, em havendo resultado cambial positivo, criava-se dinheiro (em favor do Tesouro) sem contrapartida na economia real, apenas com a cotação de ativos (reservas em moeda estrangeira). "Para melhor compreender, seria como se alguém possuisse um imóvel e, ante a notícia de sua valorização no mercado, o proprietário (mesmo sem o vender e apenas 'especulando') pudesse creditar em sua conta corrente o resultado positivo dessa valorização" (Conti, 2019b).

Tais resultados não eram segregados em reservas para compensação futura, sendo (quando positivos) diretamente creditados na Conta Única (Loyola, 2016, p. 229). Em um ambiente de baixa eficácia de regras fiscais, é intuitiva a possibilidade de expansão da despesa pública com recursos

---

<sup>8</sup> Disponível em: <https://www.BC.gov.br/content/acessoinformacao/balancesteslai/BD200812DF-dezembro2008.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2024.

oriundos de mecanismo equivalente a emissão monetária, acompanhada dos impactos negativos inerentes a essa prática (Mendes, 2016).

Por fim, ainda em relação à equalização cambial, é importante distinguir a parcela proveniente de avaliação de ativos (reservas em moeda estrangeira) da parcela que advém de operações com derivativos cambiais (como os contratos de *swaps* cambiais). No primeiro caso, o resultado decorre unicamente da marcação a mercado, em face da oscilação do câmbio. No segundo caso, as operações com derivativos geravam resultados reais, pois os ativos foram adquiridos ou alienados em mercado, gerando perdas ou ganhos efetivos.

Em suma, os fluxos advindos da equalização cambial: i) geraram financiamento implícito do TN pelo BC; ii) permitiram expansão fiscal (inclusive e principalmente por meio de bancos estatais, como o BNDES); iii) deteriorou indicadores da dívida pública, ao elevar a liquidez na economia, que, por sua vez, exigiu a realização de operações monetárias para sua neutralização; e iv) pôs em xeque a autonomia operacional do BC, pois reforçou o risco de o cumprimento de suas atribuições ficar sujeito aos interesses do TN (tanto em relação aos resultados cambiais, quanto à recomposição da carteira de títulos) (Carvalho Junior, 2016; Leister, Medeiros, 2016; Mendes, 2016; Carvalho Junior, 2018).

Contudo, em 2019, tal mecanismo de repasse automático de resultados cambiais foi revogado pela Lei 13.820, de 2019, e não pode mais ser objeto de controle abstrato de constitucionalidade. Por sua vez, em 2021, a autonomia operacional do BC foi ainda mais reforçada e ampliada, com o advento da LC 179, de 2021.

### 3.3 Apuração do resultado do BC sob a vigência da Lei 13.820, de 2019

As regras para a apuração e tratamento do resultado do BC atualmente estão estabelecidas na Lei 13.820, de 2019. Conforme sua epígrafe, a lei dispõe “sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil para fins de condução da política monetária”.

A nova lei originou-se do PLS 314, de 2017, cuja justificativa apontava para a necessidade de restringir mecanismo de financiamento do TN pelo BC por meio de ganhos contábeis, uma vez que esses resultados, em face da volatilidade cambial, estariam a proporcionar: i) a expansão do gasto primário do TN; ii) o aumento do endividamento público; e iii) a redução da transparéncia das contas públicas, conforme registrado em sua exposição de motivos.<sup>9</sup>

Para resolver os problemas observados durante a vigência das regras anteriores, a nova lei estabeleceu: i) a constituição de reservas de resultados positivos das operações cambiais e não mais o repasse para o TN; ii) a alteração do mecanismo de cobertura de resultados negativos do BC, por meio, de modo sucessivo, da reversão de reservas de resultados cambiais, redução do PL do BC e emissão de títulos por parte do TN; iii) o dever de manutenção, por parte do TN, de um patamar mínimo de PL do BC; e iv) dever de manutenção, igualmente pelo TN, de um patamar mínimo de títulos públicos na carteira do BC.

Em seu art. 2º, a Lei 13.820, de 2019, reafirma: i) a periodicidade semestral da apuração do resultado do BC (posteriormente anual, com a LC 179, de 2021); ii) o dever de constituição e de retenção de reservas pelo BC; iii) a regra geral de repasse à União dos resultados positivos das operações da autoridade monetária, excluídas as parcelas oriundas das variações cambiais e

---

<sup>9</sup> Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7179279&ts=1567534116979&disposition=inline>. Acesso em: 20 jul. 2024.

operações com moeda estrangeira; e iv) a vinculação da receita de resultado positivo ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF).

Com efeito, o disposto anteriormente traz alterações relevantes em relação ao modelo anterior.

Em primeiro lugar, revoga-se a regra que limitava a constituição das reservas a 25% do resultado, conforme o art. 2º, § 3º, da MP 2.179-36, de 2001, e o art. 4º da Lei 11.803, de 2008. Tais dispositivos foram expressamente revogados pelo art. 10 da Lei 13.820, de 2019. Retirou-se a limitação que, nos termos das regras então em vigor, poderia afetar a autonomia do BC na condução da política monetária, pois retiraria da autarquia a discricionariedade de estabelecer o montante adequado de reservas para o atendimento de seus objetivos. Com a nova lei, não há mais essa restrição.

Em segundo lugar, a lei nova flexibiliza a vinculação das receitas oriundas do resultado do BC. Continua a exclusividade no pagamento da DPMF; entretanto, afasta-se a prioridade no pagamento da dívida na carteira do BC, conforme era previsto nas regras anteriores.

Em terceiro lugar, sendo provavelmente a alteração mais relevante promovida pela Lei 13.820, de 2019, o fim do repasse automático do resultado positivo das reservas em moeda estrangeira e operações com derivativos cambiais. Conforme visto na seção anterior, sob a vigência da Lei 11.803, de 2008, havia a segregação entre o resultado cambial e o resultado das demais operações do BC. Em sendo positivos, os valores não se comunicavam e eram repassados, separadamente, ao TN.

Assim, não deverá mais haver repasse do resultado oriundo da avaliação das reservas internacionais e das operações com moeda estrangeira. Com efeito, a parte do resultado positivo correspondente ao “de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, será destinada à constituição de reserva de resultado” (art. 3º), ou seja, os valores devem ser guardados para compensações de futuros resultados negativos.

Tenta-se, pois, restringir os impactos da volatilidade cambial e do fluxo de recursos de resultados positivos do BC para o TN: expansão da despesa pública, deterioração da transparéncia e aumento do endividamento, principalmente por meio de operações compromissadas. Nos termos do art. 5º, da lei em questão, as reservas de resultado poderão ser repassadas ao TN, mas deverão ser aplicadas apenas no pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), “quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o seu refinanciamento”, mediante prévia autorização do CMN.

Com a nova regra, o relacionamento entre o TN e o BC, quanto aos resultados não realizados, tende a se aproximar das boas práticas internacionais acerca da matéria (Bunea, Karakitsos, Merriman, Studener, 2016, p. 23). Nesse sentido, recomenda-se que resultados meramente contábeis (não realizados) não devem ser repassados aos governos (e/ou acionistas, conforme o caso). Devem ser retidos no balanço do banco central e compor reservas para futuras compensações (Mendes, 2016, p. 235).

A Lei 13.820, de 2019, alterou o mecanismo de cobertura de resultado negativo do BC. Anteriormente, o prejuízo apurado em um semestre deveria ser consignado em dotação específica do orçamento (artigo 7º, § 1º, da LRF) e ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço (art 2º, II, da MP 2.179-36, de 2001), mediante a emissão de títulos públicos em favor do BC. Com a nova lei, a regra mudou. Inicialmente, não haverá mais dois possíveis resultados negativos (um resultado cambial e outro decorrente das demais operações). Haverá apenas um resultado negativo (unificado). Para sua cobertura, a nova lei estabelece, sucessivamente, a utilização: i) das reservas de resultados cambiais positivos, apurados nos semestres anteriores (artigo 4º, I); ii) do patrimônio institucional do BC (art. 4º, II); e iii) de títulos públicos emitidos pelo TN, quando esgotadas as possibilidades anteriores (art. 4º, § 3º e § 5º).

Observe-se que tal alteração da metodologia de cobertura de resultado do BC poderá, na hipótese de sucessivos e elevados resultados negativos, pressionar o patrimônio líquido do BC. Para atenuar tal risco, a nova lei estabeleceu patamares mínimos para o PL. Estando em montante abaixo do mínimo (0,25% do ativo total), “a União, até o último dia útil do mesmo mês, efetuará emissão de títulos adequados aos fins de política monetária em favor do Banco, em montante necessário para que seu patrimônio líquido atinja o valor de 0,5% (cinco décimos por cento) do ativo total” (art. 6º, *caput*). Nesse caso, a “emissão de títulos de que trata este artigo dar-se-á de forma direta em favor do Banco Central do Brasil, sem contrapartida financeira” (art. 6º, parágrafo único).

Tal mecanismo, acrescido do dever legal de o TN manter em montante mínimo a carteira de títulos do BC, visa a reforçar a autonomia da autoridade monetária, mesmo antes da LC 179, de 2021. Pelas regras anteriores, não havia previsão legal de um volume mínimo para o patrimônio líquido, muito menos para a carteira de títulos. Quanto a essa última, cabia ao Ministro da Fazenda, por ato infralegal, estabelecer o patamar mínimo. Tais alterações incrementam, portanto, a autonomia operacional do BC para a execução de suas atribuições.

Por fim, deve ser verificada uma possível antinomia entre a Lei 13.802, de 3 de maio de 2019, e a LRF, quanto à cobertura do resultado negativo do BC. De acordo com a LRF (art. 7º, § 1º), o “resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento”. Essa obrigação era cumprida mediante a emissão de “títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna adequados aos fins de política monetária”, com fundamento no art. 10 da MP 2.179-36, de 2001, e, posteriormente, no art. 6º da Lei 10.803, de 5 de novembro de 2008.

A Lei 13.820, de 2019, alterou o mecanismo de cobertura de resultado negativo e colocou a emissão de títulos pelo TN como a terceira opção, após a utilização de reservas (de resultados cambiais) e do patrimônio líquido do BC. Para tanto, revogou expressamente, dispositivos da Lei 11.803, de 2008, e da MP 2.179-36, de 2001. No entanto, não houve revogação expressa do art. 7º, § 1º, da LRF. Dessa forma, a princípio, há um possível conflito entre: i) a regra antiga, a determinar que o resultado negativo é obrigação do TN e deve constar em dotação orçamentária específica; e ii) a regra nova, segundo a qual, a cobertura dos prejuízos do BC deve ser realizada, sucessivamente, por meio das reservas de resultado, da redução do patrimônio líquido e, só então, pelo TN.

A Lei 13.820, de 2019 (uma lei ordinária), poderia alterar as disposições da LRF quanto ao resultado do BC? Conforme entendimento exposto pelo TCU, o conteúdo do art. 7º, § 1º, da LRF não é tema privativo de lei complementar. Isso porque, embora veicule normas gerais de finanças públicas (objeto de lei complementar), a LRF também regula pontos específicos da União e dirigidos apenas ao Governo Federal, como é o caso das regras para dirigidas ao BC. Com efeito, o resultado da autoridade monetária não pode ser considerado uma regra geral de finanças públicas. Dessa forma, dispositivos de lei ordinária que tratam “de aspectos financeiros e contábeis na relação entre Banco Central e Tesouro Nacional no que diz respeito à variação cambial, não constituem matérias próprias de lei complementar, conforme asseverado pelo Supremo Tribunal Federal” (Brasil, 2011, p. 42). Da mesma forma, por não dizer respeito ao Sistema Financeiro Nacional propriamente dito, não atraem a exigência de quórum legislativo qualificado. Portanto, embora veiculadas na LRF, tais regras podem ser alteradas ou mesmo revogadas por lei ordinária. Assim, a aparente antinomia entre a regra do art. 7º, § 1º, da LRF e a Lei 13.820, de 2019, resolve-se pelo postulado de Direito Intertemporal, segundo o qual, lei posterior revoga lei anterior.

Assim, com a alteração legislativa de 2019, a cobertura de resultado negativo do BC, antes de constituir obrigação do TN, deverá ser feita por meio das reservas de resultado positivo e pela redução de seu patrimônio líquido da autoridade monetária.

Por fim, e em resumo, as alterações promovidas pela Lei 13.820, de 2019 (unificação do resultado negativo, revogação da distribuição de resultados positivos oriundos de variação cambial, cobertura do resultado negativo primeiramente por meio das reservas de resultado e do patrimônio líquido do BC), tendem a reduzir o fluxo de dinheiro e de títulos entre as autoridades fiscal e monetária, a diminuir a demanda de operações compromissadas e a reduzir a emissão de títulos públicos do Tesouro em favor do BC.

Vislumbra-se, no médio prazo, que o relacionamento entre TN e BC, sob novos parâmetros normativos, tende a contribuir para a redução do montante da dívida pública bruta brasileira e impactar positivamente os demais indicadores macroeconômicos.

## Considerações finais

O trabalho abordou o tratamento jurídico do resultado das operações do BC. Nos últimos anos, a matéria foi objeto de alterações legislativas relevantes: a MP 435, de 2008, que criou o mecanismo de equalização cambial; a Lei 13.820, de 2019, a partir da qual os resultados positivos da variação cambial de ativos e de operações em moeda estrangeira não mais serão repassados automaticamente ao TN e, por fim, a Lei Complementar 179, de 2021, que tornou anual a periodicidade da apuração do resultado do BC.

Foram apresentados os principais aspectos do balanço de um banco central, seus principais componentes e sua importância como fonte de informações acerca das operações e da situação patrimonial de autoridade monetária. Verificou-se o caráter dinâmico da interação entre suas principais variáveis, como as reservas internacionais, a base monetária, operações compromissadas e a carteira de títulos. Após indicar modelos de apuração e de distribuição de resultados positivos e de cobertura dos negativos, expôs-se o caso brasileiro. Com respaldo nos fluxos de resultados gerados pelo BC, por meio do mecanismo de equalização cambial, que vigorou entre 2008 e 2019, constatou-se a possibilidade de financiamento implícito do TN, por meio do repasse de resultados, em violação ao art. 164, § 1º, da Constituição de 1988. Porém, esse repasse automático foi revogado pela Lei 13.820, de 2019.

Assim, passou a vigorar: i) nova metodologia para apuração do resultado do BC; ii) novos parâmetros para o repasse de lucros para o TN; e iii) novos mecanismos para cobertura dos prejuízos. Assim, desde o segundo semestre de 2019, não há mais a possibilidade de dois resultados do BC (um, oriundo de reavaliação de ativos em moeda estrangeira e do saldo de operações com derivativos cambiais, e, outro, das demais operações realizadas pelo BC). Há um único resultado, seja ele positivo, seja ele negativo.

Se, no período, o balanço do BC for positivo, a parcela decorrente do câmbio não é encaminhada ao TN; compõe reserva no balanço do BC. Sendo negativo, sua cobertura é realizada, primeiramente, pelas reservas constituídas nos semestres anteriores; em segundo lugar, pelo patrimônio institucional do BC; só então, esgotadas as possibilidades anteriores, é coberto pela emissão de títulos públicos pelo TN.

E é nesse contexto que se situa o atual marco jurídico do relacionamento entre o TN e o BC, nos termos da Lei 13.820, de 2019, e da LC 179, de 2021. Das alterações realizadas, espera-se a eficácia suficiente para que essa relação ocorra com transparência, vinculada a regras de planejamento e de execução orçamentária e sem mecanismos de financiamento implícito do Tesouro, vedado pelo art. 164, § 1º, da Constituição Brasileira de 1988, e que, por fim, impacte positivamente os demais indicadores das finanças públicas brasileiras.

## Referências

- AYRES, João; GARCIA, Marcio; GUILLEN, Diogo; KEHOE, Patrick. The monetary and fiscal history of Brazil, 1960-2016. **IDB Working Paper Series n. 990/April 2019.** Washington DC: IDB Interamerican Development Bank, 2019. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/monetary-and-fiscal-history-brazil-1960-2016>. Acesso em: 20 jul. 2024.
- BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão 1259/2011.** Brasília: TCU, 2011. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/1259/ANOACORDAO%253A%2528%25222011%2522%2529%2520COPIACOLEGIADO%253A%2528%2522Plen%25C3%25A1rio%2522%2529/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/8>. Acesso em: 4 nov. 2025.
- BINDSEIL, Ulrich. **Monetary policy implementation: theory, past and present.** Oxford: Oxford University Press, 2004.
- BUNEA, Daniela; KARAKITSOS, Polychronis; MERRIMAN, Niall; STUDENER, Werner. **Profit distribution and loss coverage rules for central banks:** European Central Bank Occasional Paper Series. n. 169/2016. Frankfurt: ECB, 2016. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop169.en.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2024.
- CARVALHO JUNIOR, Antônio Costa d'Ávila. BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 153-191.
- CARVALHO JUNIOR, Antônio Costa d'Ávila. “**Operação de equalização cambial” e o financiamento do Banco Central ao Tesouro Nacional.** Consultoria da Câmara dos Deputados. Estudo Técnico n. 04/2018. Brasília: Câmara dos Deputados, 2018. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/estudos/2018/201804OperaodeEqualizaoCambioeoFinanciamentodoBCaoTesouroNacional.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2024.
- CHAUDHURI, Ranajoy Ray. **Central bank independence, regulations & monetary policy: from Germany and Greece to China and the United States.** London: Palgrave MacMillan, 2018.
- CONTI, José Maurício. Banco Central e Tesouro: relações íntimas, mas que precisam ser públicas e transparentes. **Coluna Fiscal da Revista Eletrônica JOTA,** 27.06.2019. (2019b). Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-fiscal/banco-central-e-tesouro-relacoes-intimas-mas-que-precisam-ser-publicas-e-transparentes-27062019>. Acesso em: 20 jul. 2024.
- CONTI-BROWN, Peter. **The power and the independence of the Federal Reserve.** Princeton: Princeton University Press, 2016.
- FERNANDES, Felipe Tâmega. Bancos Centrais e Tesouros sob políticas monetárias experimentais. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 525-548.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. **A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central.** Mimeografado. 2016b. Disponível em: [http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/160307\\_CapKawallfinal-1.pdf](http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/160307_CapKawallfinal-1.pdf). Acesso em: 20 jul. 2024.

IRWIN, Neil. **Os grandes alquimistas financeiros:** as histórias secretas dos presidentes dos três principais bancos centrais do mundo em uma economia em chamas. Traduzido por Sabine Alexander Holle. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2014.

LEISTER, Maurício Dias; MEDEIROS, Otávio Ladeira de. Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 119-151.

LOYOLA, Gustavo. As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil: diagnóstico e propostas. In: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças públicas:** da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade. São Paulo: Record, 2016. p. 219-254.

MENDES, Marcos. A Lei 11.830/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central. In: BACHA, Edmar (Org.). **A crise fiscal e monetária brasileira.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 205-239.

MCMILLAN, Jonathan. **O fim dos bancos:** moeda, crédito e a revolução digital. Traduzido por Afonso Celso da Cunha Serra. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2018.

MITCHELL, William; WATTS, Martin; WRAY, L. Randall. **Macroeconomics.** London: MacMillan International/Red Globe Press, 2019.

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. A Relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional em Perspectiva Jurídica: da conta-movimento e do orçamento monetário ao regime de autonomia. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central.** v. 17, n. 01 (2023). Brasília: Banco Central, 2023a. p. 126-149. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/view/38/209>. Acesso em: 20 jul. 2024.

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. O Tesouro Nacional como cliente bancário: definição, justificativa e fundamentos jurídicos do regime de conta única. **Revista de Informação Legislativa.** Brasília, DF, v. 60, n. 237, p. 73-98, jan./mar. 2023. Brasília: Senado Federal, 2023b. Disponível em: [https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/60/237/ril\\_v60\\_n237\\_p73](https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/60/237/ril_v60_n237_p73). Acesso em: 20 jul. 2024.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do BC. **Estudo Especial IFI n. 03/2017.** Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2017a. Disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo\\_OpCompromissadas.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf). Acesso em: 20 jul. 2024.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. A relação entre Tesouro e Banco Central. **Nota Técnica IFI n. 25/2018.** Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado, 2018. Disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/551109/NT25\\_relacao\\_Tesouro\\_BACEN.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/551109/NT25_relacao_Tesouro_BACEN.pdf). Acesso em: 20 jul. 2024.

SILVA, Antônio Carlos Machado e. O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos bancos centrais. **Texto para Discussão 2.224/2016.** Brasília: Instituto de Planejamento Econômico e Social Ipea, 2016. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6947/1/td\\_2224.PDF](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6947/1/td_2224.PDF). Acesso em: 20 jul. 2024.

STELLA, Peter. Do central banks need capital? **IMF Working paper n. 97/83.** International Monetary Fund. Washington DC: IMF, 1997. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9783.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2024.

VIANA, Murilo Ferreira. **A Lei 11.803, de 2008, e a relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional:** o caso brasileiro à luz das experiências internacionais. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade de Campinas. Instituto de Economia. Campinas, 2018. Disponível em: [http://taurus.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/333416/1/Viana\\_MuriloFerreira\\_M.pdf](http://taurus.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/333416/1/Viana_MuriloFerreira_M.pdf). Acesso em: 20 jul. 2024.