

O BANCO CENTRAL ENTRE A AUTONOMIA REPUBLICANA E A APROPRIAÇÃO PATRIMONIAL

A PEC 65/2023, O SUBSTITUTIVO (EMENDA 27) E A EMENDA 26 DO GOVERNO

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Pedro Paulo Zahluth Bastos *

O Banco Central entre a autonomia republicana e a apropriação patrimonial: a PEC 65/2023, o substitutivo (Emenda 27) e a Emenda 26 do governo

(Nota nº 24). TRANSFORMA/UNICAMP.

Esta nota foi elaborada em parceria entre a Fundação Friedrich Ebert Stiftung e o Transforma.

* **Pedro Paulo Zahluth Bastos** - Professor titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp); pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) e do Transforma.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
O INEDITISMO INTERNACIONAL DO DESENHO PROPOSTO	12
A MAGNITUDE FISCAL EM DISPUTA: O “BOLSA RENTISTA” E A SENHORIAGEM	15
A “RECEITA PRÓPRIA” DO BANCO CENTRAL É A SENHORIAGEM	16
A ASSIMETRIA DE PRIORIDADES FISCAIS	17
O DISPOSITIVO INVISÍVEL: O § 7.º, II DO ART. 164, AS METAS FISCAIS E A DÍVIDA PÚBLICA	18
AS DUAS EMENDAS EM COTEJO: O CONTRAFACTUAL DA EMENDA 26	22
POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL: O CONFLITO DE INTERESSES CONSTITUÍDO	28
CAPTURE INSTITUCIONAL: A TRAMITAÇÃO DA PRÓPRIA PEC COMO SINTOMA	29
O QUE O ART. 4.º DO SUBSTITUTIVO NÃO DISCIPLINA SOBRE OS GASTOS DO BCB	30
A REFORMA NECESSÁRIA DO BANCO CENTRAL	31
ANEXO METODOLÓGICO	33
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	39

RESUMO EXECUTIVO

O essencial: A PEC 65/2023, na forma do substitutivo aprovado na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) do Senado em 10 de junho de 2026 (Emenda 27, de autoria do relator, senador Plínio Valério), entrega a uma única autarquia — o Banco Central do Brasil (BCB) — uma receita soberana da ordem de R\$ 23,3 bilhões por ano, a senhoriagem, quase cinco vezes o que o BCB hoje gasta para funcionar (R\$ 4,8 bilhões anuais). E o faz por um desenho jurídico que eleva a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB no horizonte de uma geração. Esse aumento de dívida não é o preço da autonomia do Banco Central: é o preço da forma jurídica escolhida pelo relator. A prova é a Emenda 26, do governo (de autoria do senador Jaques Wagner), rejeitada oralmente e sem exame escrito na mesma sessão, que persegue os mesmos objetivos declarados — autonomia orçamentária do BCB e proteção do Pix — e que eleva a dívida entre 1,4 e 3,0 pontos do PIB.

Ademais, na Emenda 26, a aprovação final do orçamento do BCB permanece no Congresso Nacional como um todo, e não em uma comissão temática do Senado; e, ao manter o BCB como autarquia, preserva o concurso público e a definição de salários por lei de carreira, limitando a porta giratória que o substitutivo escancararia. A melhor opção, sustenta a nota, continua sendo a via infraconstitucional — reserva técnica na Lei n.º 13.820/2019 sob aprovação anual da LOA e revisão de carreiras por lei ordinária —; a Emenda 26 é a segunda melhor; o substitutivo do relator (Emenda 27) é a pior.

A escolha em jogo não é entre autonomia e subordinação do Banco Central, mas entre autonomia republicana — sob a lei orçamentária e o controle do Congresso — e apropriação patrimonial de receita pública.

As novas estimativas: Sob o substitutivo do relator, a elevação da DBGG decompõe-se em duas frentes. A primeira é o salto contábil imediato da reclassificação institucional: ao sair do perímetro do governo geral, a PEC 65 faz os títulos do Tesouro da carteira livre do BCB — R\$ 1,87 trilhão, conforme as demonstrações financeiras auditadas de 2025 — passarem a contar como dívida pública, cerca de 14,7 pontos do PIB. A segunda é o efeito de “bola de neve” do fim do abatimento da dívida pública (DBGG) pela senhoriagem, que se acumula ao custo médio de carregamento (12,76% ao ano, contra crescimento nominal de 6%): 5,6% do PIB em vinte anos na leitura conservadora — que conta apenas o excedente de R\$ 18,6 bilhões anuais que hoje amortiza a dívida — e até 7,0% do PIB na leitura completa. Esta última é a mais consistente: como o custeio do BCB passaria a ser financiado por emissão, reaparece como dívida na forma de operações compromissadas que o próprio Banco precisa vender para sustentar a meta Selic — de modo que a senhoriagem integral (R\$ 23,3 bilhões/ano) termina onerando a dívida. Somadas as duas frentes, a DBGG sobe entre 20,3 e 21,7 pontos do PIB.

Sob a Emenda 26, o salto da reclassificação simplesmente não ocorre — o BCB permanece no governo geral — e a bola de neve incide apenas sobre a parcela do resultado financeiro destinada ao orçamento administrativo (R\$ 4,8 bilhões hoje; ou a estimativa de até R\$ 10 bilhões com recomposição salarial e de quadros).

Logo, a elevação da dívida fica entre 1,4 e 3,0 pontos do PIB (isto é, de 6% a 15% do impacto do substitutivo sobre a DBGG). Os fluxos anuais de juros adicionais ilustram a diferença: R\$ 252 a 316 bilhões no vigésimo ano sob o substitutivo (da leitura conservadora à completa), contra R\$ 65 a R\$ 135 bilhões sob a Emenda 26. O anexo metodológico detalha fórmulas, fontes e a sensibilidade ao diferencial juro-crescimento.

A apropriação e o conflito de interesses: O que a PEC converte em “receita própria” do BCB é apenas a senhoriagem. A renda dos demais ativos do BCB é, em larga medida, ilusória: a carteira de títulos é financiada por passivos remunerados (compromissadas, compulsórios, Conta Única) e a posição cambial comprada de R\$ 1,3 trilhão expõe o Banco a perdas – em 2025, o resultado líquido com juros foi negativo em R\$ 160,1 bilhões. O único componente que constitui recurso líquido, e que cresce de forma quase automática com a taxa de juros que o próprio Banco fixa, é a senhoriagem: cada ponto percentual de Selic lhe adiciona da ordem de R\$ 4 bilhões. Reside aí um conflito de interesses hoje inexistente: o orçamento do BCB passa a depender da senhoriagem retida, que cresce em proporção quase direta – correlação positiva e forte – com o patamar de juros definido pelo próprio Banco. E a assimetria é flagrante: a PEC libera o BCB de transferir resultados positivos ao Tesouro, mas não libera o Tesouro de cobrir seus prejuízos. O lucro fica com o Banco; o prejuízo vai para a União – como nos R\$ 714,8 bilhões aportados entre 2008 e 2018, ou os R\$ 114,2 bilhões em 2023 (dos quais R\$ 111,2 bilhões cobertos pelo Tesouro). A relevância do problema ganhou registro inesperado na divergência pública entre o ministro Dario Durigan e o presidente

do BCB, Gabriel Galípolo, em 25 e 26 de maio de 2026: a Fazenda apresentou desenho alternativo justamente para “resolver a questão orçamentária evitando uma alta da dívida”.

A assimetria de prioridades fiscais: A dívida pública brasileira cresce por força da política de juros, não do gasto primário e muito menos da despesa social. Os juros nominais do setor público em 2025 somaram R\$ 1.007,6 bilhões (7,91% do PIB) – em um único exercício, mais do que a soma das autorizações para Bolsa Família, SUS, educação, BPC e Novo PAC (R\$ 800 bilhões). Ainda assim, é previsível que o aumento de dívida provocado pela própria PEC seja invocado por representantes do mercado financeiro e economistas neoliberais para exigir nova contração do gasto social, além de taxas de juros mais elevadas para rolagem da dívida pública. O contraste tem face concreta: discute-se endurecer critérios de acesso de idosos pobres e pessoas com deficiência ao Benefício de Prestação Continuada (BPC) – que executou R\$ 129 bilhões em 2025 – enquanto se cogita constitucionalizar a apropriação, por uma única autarquia financeira, de receita soberana equivalente, no acumulado 2017-2025, a mais de treze anos do “estouro” do BPC.

O caráter antirrepublicano e os sintomas de captura: Além do impacto sobre a dívida, o substitutivo institui um mecanismo de invisibilização fiscal (§ 7.º, II, do novo art. 164), que retira as transferências e coberturas entre Tesouro e BCB das metas fiscais – elevando a dívida e, ao mesmo tempo, desligando o instrumento de seu monitoramento. A própria tramitação ofereceu sintomas dos riscos de captura: a Emenda 11 (“Master”), do senador Ciro Nogueira, que elevaria a garantia do FGC de R\$ 250 mil para R\$ 1 milhão – desenho que turbinaria a captação do

Banco Master, sob investigação; e a Emenda 14, do senador Sergio Moro, que dá ao BCB canal próprio de iniciativa legislativa junto à Presidência da República. Soma-se a isso a abertura da porta giratória entre regulador e regulados, pela possível celetização dos quadros e pelo fim da estabilidade que protege o servidor que multa ou veta operações de bancos. A comparação internacional reforça o diagnóstico: pelo novo índice de independência de bancos centrais do FMI (Adrian, Khan e Menand, 2024), o BCB já alcança grau alto (0,78), com lacunas apenas nas dimensões orçamentária e financeira – que, nos países de pontuação máxima, são preenchidas com remessa obrigatória do excedente ao Tesouro e controle público do orçamento, nunca com o pacote do substitutivo. Neste sentido, a Emenda 26, proposta pelo governo, é muito mais alinhada com a experiência internacional do que o substitutivo do relator (Emenda 27). Também deveríamos aumentar a quarentena de ex-dirigentes do BCB, hoje de apenas seis meses, o que contrasta com o prazo de um ano adotado nos Estados Unidos e na União Europeia.

A alternativa e suas fragilidades: A nota considera que a melhor solução dos problemas reais que acometem o BCB continua sendo a via infraconstitucional. Logo, embora a Emenda 26 seja muito melhor que o substitutivo do relator (Emenda 27), tampouco é a solução ideal. Ela também permite custear despesa não financeira com receita de natureza monetária – privilégio vedado ao resto da administração pública, sem discussão democrática de prioridades no uso da senhoriagem –, ainda que em escala muito menor; submete o orçamento do BCB ao crivo prévio do Conselho Monetário Nacional, colegiado restrito do Executivo sem voz do setor produtivo nem do trabalho, no qual o presidente do BCB, frequentemente oriundo do

mercado financeiro, ocupa um dos três assentos; e deixa ambiguidades sobre sua articulação com a lei orçamentária. Muitos dos riscos de condução antirrepublicana do BCB que permanecem podem, contudo, ser mitigados com aperfeiçoamentos da Emenda 26, o que é impossível na Emenda 27. Isso exigirá, porém, mais debates na imprensa, audiências públicas e estudos técnicos, o que contradiz a pressa que o relator Plínio Valério quer dar à matéria em sua tramitação no plenário do Senado Federal.

O Pix não é argumento: A proteção do Pix – patrimônio público e infraestrutura crítica – é votável de imediato e à parte da PEC, por projeto de lei ordinária e por proposta de emenda dedicada, ambos já protocolados. A ameaça tarifária do relatório do USTR de 1.º de junho de 2026 é matéria comercial, que nenhum dispositivo constitucional doméstico desarma. A própria Emenda 26 blinda o Pix por via oposta, dentro da lei orçamentária. A defesa do Pix, portanto, não deve ser usada como pretexto para aprovar a PEC 65.

Recomendações: O debate merece mais vagar do que o pretendido pelo relator. A blindagem do Pix pode ser votada desde já, por lei. As demandas reais do BCB – recomposição salarial, quadros, investimento em tecnologia – são solucionáveis na via infraconstitucional, no ciclo orçamentário anual. E, se o Senado insistir na via constitucional, a comparação entre as duas emendas demonstra que existe desenho que atende aos mesmos objetivos por fração do custo fiscal, preservando concurso público, carreira de Estado, monitoramento da dívida e, sobretudo, o controle democrático e republicano sobre o Banco Central.

1. INTRODUÇÃO

A tramitação da Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 65/2023 atingiu, em 10 de junho de 2026, um ponto que justifica uma nova síntese técnica. A Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) do Senado Federal aprovou o texto da PEC (dito “substitutivo”) do relator, senador Plínio Valério (PSDB/AM), remetendo a matéria ao Plenário. Pouco antes, o relator rejeitou oralmente as Emendas 24 a 26. A Emenda 26, do Senador Jaques Wagner (PT/BA), fora elaborada, segundo relato do próprio parlamentar registrado na sessão, com a cooperação da Fazenda e do Planejamento, expressando a posição do Poder Executivo na matéria; também blindava o Pix, mas concedia ao Banco Central do Brasil (BCB) autonomia orçamentária por uma forma jurídica inteiramente distinta da adotada pelo substitutivo.

O relator deu a entender, de modo extremamente vago, que as propostas da Emenda 26 poderiam ser conciliadas com o Substitutivo até a discussão da matéria no plenário do Senado Federal, conciliação que, mostrarei, é impossível nos dispositivos fiscalmente decisivos, porque as cláusulas em jogo são binárias e mutuamente excludentes. O Senador Jaques Wagner aceitou que ocorresse negociação para

esta conciliação entre os senadores, o ministro da Fazenda, o ministro do Planejamento e o presidente do Banco Central até a votação no Senado, com a alegação de que esses ministérios e o BCB já haviam cooperado para a redação da Emenda 26. Até a redação desta nota técnica, o presidente do Banco Central não deu declarações públicas para confirmar que defende as alterações promovidas pela Emenda 26, que teriam sido produzidas com sua cooperação. Ato contínuo, o relator da PEC, depois de concluídos os debates e a votação, protocolou a Emenda 27 com ajustes meramente redacionais em relação ao Substitutivo original apresentado em abril, sem incorporar ao texto quaisquer das preocupações levantadas pela Emenda 26.

O Substitutivo (Emenda 27) segue, agora, ao plenário do Senado, onde o conteúdo da Emenda 26 ainda pode ser retomado por emenda ou destaque – de modo que a escolha entre os dois desenhos permanece, na prática, aberta. Dias antes da reunião da CCJ em 10 de junho, um manifesto público contrário à PEC 65, assinado por alguns dos principais economistas do Brasil, deu visibilidade pública ao tema e às enormes fragilidades da PEC 65.[1]

[1] Trata-se do MANIFESTO contra a PEC da autonomia financeira do Banco Central, 3 jun. 2026. Disponível em: <https://c.org/62bLyPSDdw>. Em ordem de assinatura no site, estão Luiz Carlos Bresser-Pereira (FGV, ex-Ministro da Fazenda); Luiz Gonzaga Belluzzo (Unicamp, ex-Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda); Flávia Dantas (SUNY – Cortland); Pedro Paulo Zahluth Bastos (Unicamp); Éliada Graziane (FGV e Procuradora do Ministério Público de Contas do Estado de São Paulo); Paulo Nogueira Batista Jr. (Economista); Leda Paulani (USP); Ladislau Dowbor (PUC-SP); Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (UnB); Haroldo Silva (Presidente do Corecon-SP); Isabel Busato (UFRJ); André Modenesi (UFRJ); Lena Lavinias (UFRJ); Luiz Fernando de Paula (UFRJ); Vanessa Petrelli Corrêa (UFU); Carlos Aguiar de Medeiros (UFRJ); Rosa Maria Marques (PUC-SP); Carmen Feijó (UFRJ); Simone Deos (Unicamp); Antônio Prado (Vice-Presidente do Corecon-SP); Adriana Amado (UnB); Pedro Rossi (Unicamp); Gilberto Bercovici (USP); Larissa Naves de Deus Dornelas (UFPR); Marco Antônio Rocha (Unicamp); Juliane Furno (UFF). Posteriormente, assinaram mais de 2500 pessoas, entre as quais Guido Mantega (ex-Ministro da Fazenda), José Sergio Gabrielli de Azevedo (ex-presidente da Petrobras), Alfredo Saad-Filho (Queen’s University Belfast), Ceci Vieira Juruá (coordenadora do Centro Celso Furtado), Luis Nassif – jornalista (GGN), Evilásio Salvador (UnB), Ricardo Carneiro (Unicamp), Adriana Nunes Ferreira (Unicamp), Célio Hiratuka (Unicamp), Jennifer Hermann (UFRJ), Paulo Sérgio Fracalanza (Unicamp), Denise Lobato Gentil (UFRJ), Ricardo Bielschowsky (UFRJ), Cláudio Dedecca (Unicamp), José Celso Cardoso Jr. (Ipea), Frederico Mazzucchelli (Unicamp), José Luís Oreiro (UnB), Maria Lúcia Fattorelli – Auditoria Cidadã da Dívida, Carlos Ocké-Reis (Ipea), Ruth Helena Dweck (UFF), Marco Crocco – UFMG (Cedeplar), Adhemar Mineiro (Dieese), Paulo Kliass (carreira de Estado), David Deccache (economista), Kaio Pimentel (Cecon-Unicamp).

É importante que o tema seja discutido com mais vagar do que o pretendido pelo relator da matéria, senador Plínio Valério. Esta nota técnica pretende fomentar o debate paciente, e defende que a Emenda 26 não é ideal, mas é bem melhor do que a Emenda 27 (o texto substitutivo do relator), porque resolve as demandas de investimento e recomposição de cargos e salários do BCB sem repetir todas as fragilidades financeiras e institucionais da PEC proposta pelo relator.[2]

É essa a distinção que o título desta nota sintetiza: a autonomia republicana corresponde ao desenho da Emenda 26 — autonomia orçamentária exercida dentro da lei orçamentária e sob o controle do Congresso Nacional —, ao passo que a apropriação patrimonial nomeia o desenho da Emenda 27, que retira o Banco Central do orçamento público, das metas fiscais e do perímetro do governo geral. Dadas as alternativas realmente em disputa no Senado, a Emenda 26 é o desenho que, embora aperfeiçoável nos defeitos resolvíveis e ainda discutível em sua premissa de princípio, deve ser defendido na votação do plenário, por ser incomparavelmente menos danoso do que o substitutivo. Esta nota sustenta, porém, que a melhor opção é a via infraconstitucional — reserva técnica na Lei n.º 13.820/2019 sob aprovação anual da LOA e revisão das carreiras por lei ordinária —; a Emenda 26 é a segundo melhor; e a

Emenda 27, a pior das opções.

Ao rejeitarem a Emenda 26 sem exame escrito — e, ainda que apresentada na undécima hora, nada impedia o relator de examiná-la por escrito antes do Plenário —, os defensores da PEC enfraquecem o argumento de que estão interessados apenas em atender às demandas de investimento e recomposição de cargos e salários do BCB, e revelam-se dispostos a conviver com a ampliação da porta giratória entre o BCB e os bancos privados, com a elevação da dívida pública em entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB e com a diminuição do controle democrático do conjunto do Congresso Nacional sobre o BCB.

Ambas as Emendas flexibilizam — em graus muito distintos, como se verá — a fronteira entre os resultados financeiros da política monetária e cambial do BCB e o orçamento fiscal, fronteira que tem por base o art. 164 da Constituição Federal (CF). Traduzindo para o português claro, essa arquitetura barra o financiamento monetário do gasto público. A proposta da PEC autoriza o BCB a custear despesas com salários, custeio da máquina e investimentos com receitas financeiras que hoje abatem a dívida pública — o que equivale, economicamente, a emitir moeda para financiar gasto não-financeiro.[3]

[2] Senado Federal, Parecer (SF) n.º 47/2026, da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania, relator Senador Plínio Valério (PSDB/AM), aprovado em 10 de junho de 2026 na forma da Emenda n.º 27-CCJ (substitutivo); Emenda n.º 26 à PEC 65/2023, do Senador Jaques Wagner (PT/BA), apresentada em 10 de junho de 2026 e rejeitada oralmente pelo relator na mesma sessão, sem exame escrito. Esta nota técnica dá continuidade à Nota de Economia n.º 22 (Transforma/FES Brasil, maio de 2026), de autoria do mesmo autor (Bastos, 2026a). A análise comparativa internacional completa, o exame jurídico dos vícios de constitucionalidade e as referências bibliográficas, todos presentes na Nota 22, são aqui apenas sintetizados, mas novas questões são abordadas, como o contraste sistemático entre a Emenda 27 e a Emenda 26 como desenhos institucionais alternativos para o mesmo objetivo e seu impacto sobre a dívida pública.

[3]A rigor, hoje em dia é a conjugação do art. 164, §§ 1º e 2º, da CF, com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF, art. 39, §§ 2º e 4º) e com a Lei 13.820/2019 que estabelecem a fronteira entre os resultados financeiros das políticas monetária e cambial do BCB e o orçamento fiscal. O art. 164, §§ 1º e 2º, veda que o Banco Central financie o Tesouro, direta (empréstimo) ou indiretamente (aquisição de títulos no mercado primário). O § 2º da LRF só permite que o BC compre títulos do Tesouro diretamente para refinar a dívida mobiliária federal vincenda em sua própria carteira — fechando o mercado primário como via de financiamento. E o § 4º da LRF, no sentido inverso, dispõe que é vedado ao Tesouro Nacional adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central do Brasil, ainda que com cláusula de reversão, salvo para reduzir a dívida mobiliária. A Lei 13.820/2019 (art. 2º, § 2º) destina o resultado positivo do BCB, transferido à União, exclusivamente ao abatimento da Dívida Pública Mobiliária Federal. Ao transformar os resultados financeiros das operações monetárias e cambiais e a senhoriagem em "receita própria" do BCB, aplicável em despesa administrativa, a PEC permite que a emissão monetária passe a financiar gasto não-financeiro do próprio Banco — precisamente o que aquela arquitetura constitucional-legal impede. Em suma, a PEC desmonta o conjunto de salvaguardas — art. 164, §§ 1º/2º; LRF, arts. 34 e 39; Lei 13.820/2019 — que, articuladas, impedem que a senhoriagem financie despesa não-financeira, recriando, por dentro do BC, o equivalente funcional à conta movimento extinta em 1986, pela qual era realizado o financiamento monetário de déficits.

A PEC 65 confere a uma única autarquia do setor público, o Banco Central, o privilégio de usar o monopólio estatal de emissão de moeda para custear despesas. Nos arranjos constitucionais e teóricos de referência, o Estado soberano não transfere ao banco emissor o poder soberano de emitir em benefício próprio: alguns bancos centrais das economias relevantes custeiam-se com receitas operacionais, mas a remessa do excedente ao Tesouro é obrigação legal, o orçamento submete-se a controle público e nada é excluído das estatísticas fiscais (ver Seção 2). A delegação é feita em nome do Estado soberano, nunca em substituição ao Estado soberano (Wray, 2002).

Em tese, o Estado soberano também poderia determinar a emissão monetária para financiar outros gastos mais prioritários do que remunerações no Banco Central acima do teto salarial do serviço público, como o gasto social, o combate à pobreza ou a defesa nacional. Se não o faz, é porque o art. 164 da Constituição Federal autoimpõe uma limitação ao Estado soberano, o que normalmente se justifica com a alegação de que a emissão monetária para financiar gastos não-financeiros tem sempre impactos inflacionários. Como argumentou Abba Lerner (1943; 1944; 1951), o impacto inflacionário da emissão não é automático: depende de a demanda por ela financiada pressionar, ou não, uma capacidade escassa de oferta de bens e serviços. O argumento desta nota, contudo, não depende de aceitar ou rejeitar essa tese: o que se questiona é por que a exceção à autolimitação do art. 164 seria aberta unicamente em favor do custeio administrativo do próprio emissor, sem o debate democrático de prioridades exigido de todo o resto do gasto público.

É curioso que a maioria dos economistas e políticos representantes do mercado financeiro apoiem a PEC 65. Embora sempre tenham criticado a hipótese de emissão de moeda para financiar gasto público não-financeiro deficitário, ou seja, o gasto que não é financiado com reservas oriundas de receitas tributárias ou emissão de dívida nova, agora defendem essas emissões quando o gasto lhes é desejável. Olhando pelo ângulo de princípios republicanos e democráticos, o argumento de que remuneração salarial acima do teto do serviço público é necessária para que o Banco Central retenha talentos também deveria valer para outras carreiras de Estado tão ou mais importantes que a carreira do Banco Central. Olhando pelo ângulo dos bancos privados que contratam técnicos oriundos do BCB, perder talentos para o BCB não é, obviamente, seu desejo, mas ser capaz de indicar economistas para cargos de livre nomeação e altos salários no Banco Central talvez seja. O que protege a autonomia operacional dos servidores públicos do BCB é sua independência funcional como carreira de Estado, ameaçada pela porta giratória entre o banco público que regula e os bancos privados regulados que a PEC 65 escancara.

No Substitutivo do relator (Emenda 27), a soma de dois efeitos — o salto contábil da reclassificação institucional do BCB, que lança na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) os títulos públicos da carteira livre, e o fim do abatimento da dívida pelos resultados financeiros, que se tornam “receitas” do Banco Central para gasto corrente ou investimento — eleva a DBGG em entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB em uma geração. A Emenda 26 também permite emissões de moeda para financiar o gasto público não-financeiro, mas eleva a DBGG muito menos, ao mesmo tempo em que preserva o controle do Congresso Nacional como um todo sobre o orçamento do BCB, ao invés do controle limitado a uma Comissão do Senado Federal.

A Emenda 26 confere ao BCB maior autonomia do que hoje para ordenar estrutura de cargos e salários, mas não a autonomia completa desejada pelas camadas burocráticas superiores do BCB e por representantes do mercado financeiro.

Uma das contribuições que esta nota se propõe a oferecer é, antes de conjuntural, metodológica. A existência de duas emendas que perseguem o mesmo objetivo declarado — autonomia orçamentária do Banco Central e proteção do Pix — por desenhos jurídicos opostos constitui algo próximo de um experimento natural: permite isolar a variável forma jurídica e medir seu efeito fiscal mantendo constante o objetivo de política. Sob o substitutivo aprovado (Emenda 27), que converte o Banco Central em “entidade pública de natureza especial com orçamento de natureza não-fiscal”, fora dos arts. 165 a 169, e retira as transferências com o Tesouro do cômputo das metas fiscais, a elevação da Dívida Bruta do Governo Geral aproxima-se de vinte pontos percentuais do PIB no horizonte de uma geração — o salto imediato de cerca de 14,7 pontos pela reclassificação institucional do BCB somado ao efeito cumulativo do não-abatimento da senhoriagem sobre a DBGG. Sob a Emenda 26, que preserva o Banco Central como autarquia de direito público e mantém seu orçamento dentro da lei orçamentária anual, o salto da reclassificação simplesmente não ocorre, porque a instituição permanece no perímetro do governo geral; e o efeito cumulativo restringe-se à parcela do resultado financeiro que será destinada ao orçamento administrativo do BCB (as ditas “receitas próprias”). A elevação de dívida, nessa hipótese (Emenda 26), é uma pequena fração da que resulta do substitutivo (Emenda 27).

Daí decorre a tese que organiza esta nota: o impacto fiscal da PEC 65 não é custo inerente à concessão de autonomia orçamentária ao Banco Central, mas consequência da forma jurídica específica que o substitutivo lhe atribui. A comparação com a Emenda 26 demonstra que é possível conceder maior autonomia orçamentária e administrativa, e blindar o Pix, sem retirar o Banco Central do controle do Congresso Nacional que vota o orçamento público.

A nota não endossa a Emenda 26 como solução institucional ideal: ela também confere unicamente a uma autarquia, o Banco Central, o privilégio de usar o monopólio estatal de emissão de moeda para custear despesas. Ela também submete o orçamento da autarquia a crivo prévio do Conselho Monetário Nacional, um colegiado restrito composto hoje apenas pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo presidente do próprio Banco Central, antes do envio à lei orçamentária anual. Ou seja, nas duas Emendas a proposta orçamentária do Banco Central nasce no CMN — e não do processo usual de elaboração conduzido pelo Poder Executivo sob as diretrizes da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO); a Emenda 26, ademais, é silente sobre como a nova peça orçamentária se articularia com a LDO, ambiguidade que o debate legislativo precisaria sanar. Contudo, na Emenda 26, a aprovação final do orçamento do BCB permanece no Congresso Nacional como um todo, e não em uma comissão temática do Senado. Ademais, ao manter o Banco Central como autarquia, a Emenda 26 preserva o concurso público para as atividades-meio e a definição de salários por lei de carreira, limitando a porta giratória entre o BCB e os bancos regulados por ele, que a provável celetização, e a facilidade de exoneração e contratação na “entidade pública de natureza especial” aventada pelo substitutivo (Emenda 27) escancararia de vez.

O debate ganhou novo elemento conjuntural em 1.º de junho de 2026, quando o relatório do Representante de Comércio dos Estados Unidos recomendou tarifa adicional de 25% sobre mercadorias brasileiras e citou o Pix entre as práticas sob exame. Defensores da PEC passaram a sustentar que protegê-lo exigiria sua aprovação imediata. O argumento não procede: o Pix é patrimônio público e infraestrutura crítica que merece blindagem própria – votável de imediato e à parte da PEC. Justamente por ser infraestrutura crítica, o Pix demanda mais controle público, não menos. Atrelar sua defesa ao custeio dos investimentos do BCB é matéria orçamentária, resolvível na Lei Orçamentária anual; e a arma tarifária é comercial, que nenhum dispositivo constitucional doméstico desarma. O substitutivo, aliás, constitucionaliza o Pix – incluindo a gratuidade, gestão pelo BCB e proteção contra interferência externa –, mas deixa sua governança numa instituição que ele próprio afasta do controle orçamentário e parlamentar. A Emenda 26, registre-se, blindava o Pix por via oposta – dotações mínimas para seu funcionamento e modernização dentro da lei orçamentária (§ 23, III) –, o que evidencia que a proteção do arranjo não exige a forma jurídica para o BCB sugerida pelo substitutivo. Os problemas graves da PEC, examinados a seguir, nada têm a ver com o Pix. Logo, a defesa do Pix não deve ser usada como pretexto para aprovação da PEC 65.[4]

Esta nota técnica examina o desenho institucional proposto, suas implicações fiscais e os riscos para a integridade do monitoramento orçamentário e da regulação prudencial do sistema financeiro nacional. A análise se constrói sobre a Emenda 27-CCJ aprovada em 10 de junho e usa a Emenda 26, rejeitada oralmente na mesma sessão, como contrafactual de comparação.

A análise se organiza em nove pontos: o desenho da PEC não tem paralelo robusto entre economias capitalistas relevantes; a magnitude fiscal subjacente exige reexame das prioridades de uso da senhoriagem; a distinção entre senhoriagem e resultado financeiro do BCB identifica o que a PEC converte em “receita própria” da autarquia; o contraste com o tratamento orçamentário dispensado a despesas obrigatórias do regime de proteção social explicita a economia política da proposta; o § 7.º, II do novo art. 164 institui mecanismo técnico de invisibilização fiscal; o cotejo dispositivo a dispositivo com a Emenda 26 demonstra que o dano fiscal e a atenuação do monitoramento do BCB são escolhas de desenho do substitutivo, não custos inerentes à maior autonomia orçamentária; a sustentabilidade orçamentária do BCB passa a depender de variáveis monetárias e cambiais que o próprio BCB executa; o circuito pelo qual o regulado pode eventualmente buscar legislar pelo regulador encontrou expressão concreta na tramitação da PEC; e o art. 4.º – apresentado como salvaguarda – não enfrenta o problema central, que é o destino do excesso da senhoriagem retida sobre o gasto administrativo permitido. A estimativa fiscal detalhada, com as fórmulas e fontes do cálculo de impacto sobre a dívida nos dois cenários, consta no anexo metodológico ao final.

[4] Como sugerido em artigo do autor (BASTOS, 2026b), em 08 de junho, a proteção do Pix é matéria separável da reforma institucional do BCB e pode ser alcançada por instrumentos próprios, dispensando a PEC 65. A deputada Benedita da Silva protocolou, em 9 de junho de 2026, projeto de lei que declara o Pix infraestrutura estratégica nacional (DA SILVA, 2026); no dia seguinte, os deputados Pedro Uczai e Paulo Teixeira apresentaram Proposta de Emenda à Constituição, em via dedicada e apartada da PEC 65, acrescentando parágrafo único ao art. 192 da Constituição para assegurar a soberania nacional na instituição e operação dos sistemas de pagamento operados pelo Banco Central (UCZAI; TEIXEIRA, 2026). A multiplicidade de caminhos confirma que a inclusão do Pix no substitutivo não decorre de necessidade jurídica de albergá-lo na reforma, mas opera como dispositivo de agregação de apoios.

O INEDITISMO INTERNACIONAL DO DESENHO PROPOSTO

O argumento de “alinhamento internacional”, recorrente entre defensores da PEC, evapora-se à inspeção comparada. O substitutivo combina cinco características que, juntas, não encontram precedente entre as economias capitalistas relevantes: regime jurídico-institucional de “entidade pública de natureza especial” (formulação que substituiu “empresa pública de direito privado” após pressão da base governista, mas que preserva as características substantivas da proposta original); vínculo funcional dos servidores remetido a lei complementar futura, com possível substituição do Regime Jurídico Único pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT); autonomia orçamentária plena, com aprovação por comissão temática do Senado; retenção integral da senhoriagem como receita própria; e exclusão expressa das transferências Tesouro-BCB do cômputo das metas fiscais.

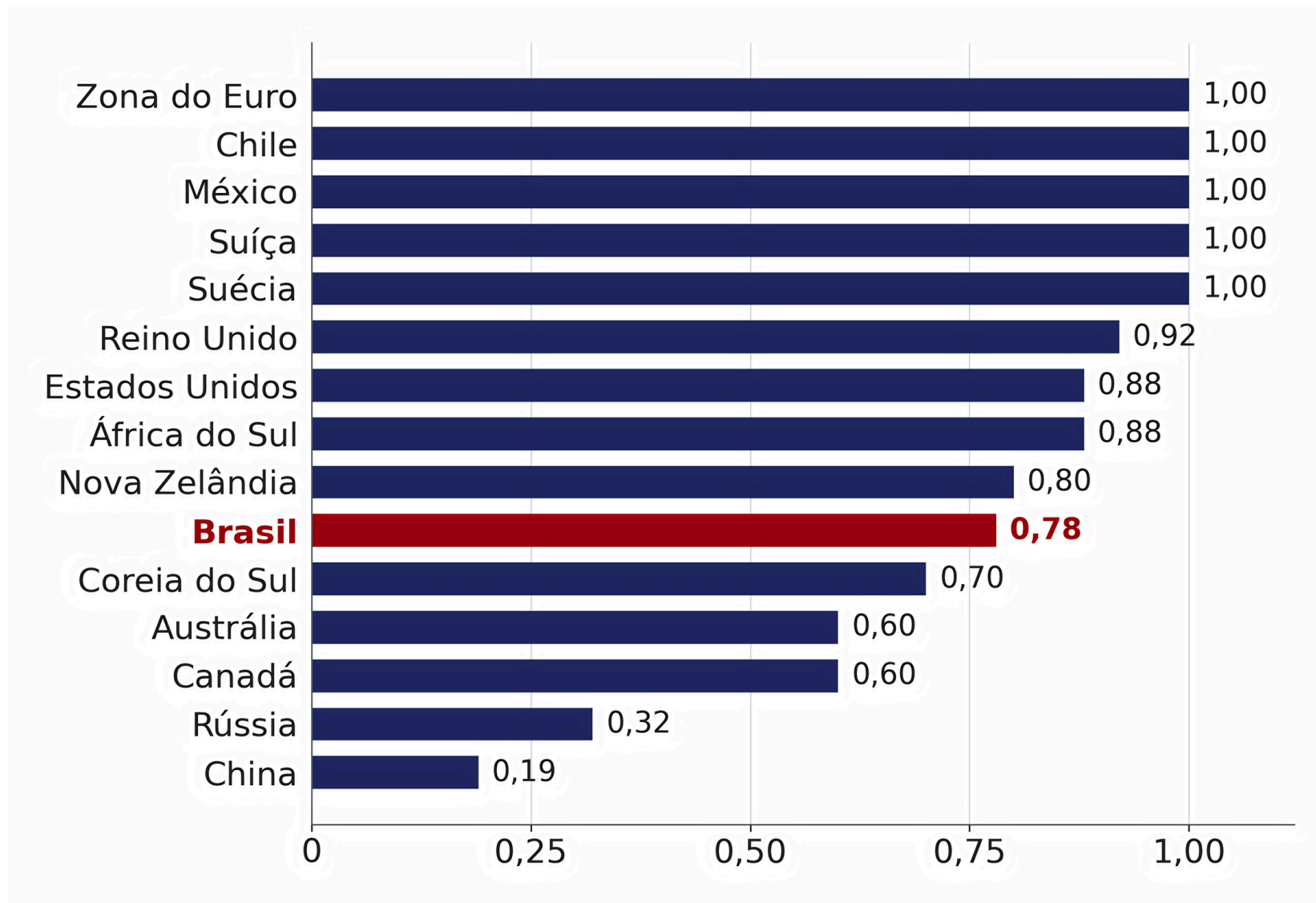
A Reserva Federal estadunidense, o Banco Central Europeu (European Central Bank, ECB), o Banco da Inglaterra (Bank of England, BoE), o Banco do Japão (Bank of Japan, BoJ), o Banco Nacional Suíço (Schweizerische Nationalbank, SNB) e os bancos centrais da Suécia, Noruega, Austrália e Canadá operam sob arranjos institucionais substantivamente distintos. Em nenhum deles se reúne o pacote completo proposto pela PEC 65. A novidade que o substitutivo

introduz é nossa, não dos demais. A análise comparativa detalhada encontra-se na Nota Técnica 22.[5]

A evidência comparada mais recente reforça o ponto — e antecipa o uso adversário que dela se poderia fazer. Pelo novo índice de independência de bancos centrais do FMI (Adrian, Khan e Menand, 2024), apresentado em perspectiva comparada por Penido de Freitas (2026), o BCB já alcança 0,78 em escala de zero a um — grau alto de independência, no mesmo grupo de Reino Unido (0,92) e Estados Unidos (0,88) —, pontuando zero apenas nas dimensões de independência orçamentária e financeira. Defensores da PEC poderiam invocar exatamente essas duas lacunas como justificativa do substitutivo. O argumento, porém, prova demais: nos países que alcançam pontuação máxima no índice, a independência orçamentária e financeira convive com regras claras de distribuição de lucros, remessa obrigatória do excedente ao Tesouro e disciplina de recapitalização em caso de prejuízo — nenhum deles a combina com a apropriação integral da senhoriagem, a saída da lei orçamentária e a exclusão das transferências do cômputo das metas fiscais que o substitutivo propõe. O que o índice registra como lacuna pode ser fechado pelo desenho da Emenda 26, ou por via infraconstitucional, sem o pacote inédito da Emenda 27.

[5] Sobre o ineditismo do arranjo, a Nota Técnica n.º 22 (Transforma/FES Brasil, maio de 2026) registra, em sua seção comparada, que “nenhum banco central de economia capitalista relevante reúne, simultaneamente, retenção integral da senhoriagem como receita própria, vínculo celetista de seus quadros e exclusão expressa das transferências com o Tesouro do cômputo das metas fiscais”, e que “a tendência histórica entre os países centrais foi de publicização do regime jurídico — Inglaterra (1946) e Bundesbank (1957) —, e não de aproximação ao direito privado”. Nos Estados Unidos, o excedente do Federal Reserve é remetido ao Tesouro por mecanismo legal automático; no Reino Unido, o Bank of England integra a Conta Única; no Japão, o lucro do Banco do Japão vai ao Tesouro após reservas definidas pelo Ministério das Finanças. Em todos, a remessa é obrigação legal, não escolha da autoridade.

Figura 1 – Índice de independência de bancos centrais do FMI (escala 0-1), países selecionados; o Brasil pontua 0,78.



Fonte: Adrian, Khan e Menand (FMI, 2024); elaboração de Penido de Freitas (2026).

A tese do “alinhamento internacional”, mobilizada pelos defensores da PEC, não se sustenta para a Emenda 27 (o substitutivo): como mostram a Nota 22 (Bastos, 2026a) e o índice de independência do FMI, nenhum banco central de economia relevante combina apropriação integral da senhoriagem, saída da lei orçamentária e exclusão das transferências das metas fiscais. A Emenda 26, ao contrário, é muito mais alinhada à experiência internacional no que tange ao uso da senhoriagem para custear o orçamento do Banco Central: permite que o BCB utilize parte do resultado financeiro para financiar seus gastos correntes, mas mantém a transferência do excedente ao Tesouro (art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019, não revogado), onde abate a dívida pública, e não provoca a reclassificação, como dívida pública, dos títulos da carteira livre. É exatamente o arranjo dos bancos centrais de nota máxima no índice do FMI: receitas próprias com remessa obrigatória do excedente ao Tesouro e disciplina de recapitalização.

Já a Emenda 27 abre espaço para configuração sem paralelo direto. Ao reter integralmente o resultado financeiro fora do orçamento fiscal e sem teto remuneratório expresso, o substitutivo não veda que o Banco Central, em anos de resultado elevado, destine recursos a usos típicos de banco privado — por exemplo, um programa de bônus por desempenho a dirigentes e servidores —, hipótese completamente desalinhada da experiência internacional, em que o excedente é remetido ao Tesouro.

A MAGNITUDE FISCAL EM DISPUTA: O “BOLSA RENTISTA” E A SENHORIAGEM

A senhoriagem é receita pública derivada do monopólio estatal de emissão monetária — poder soberano cujo exercício é confiado operacionalmente ao Banco Central, mas cujo titular permanece sendo o Estado brasileiro. Sob o regime jurídico vigente, definido pelo art. 6.º da Lei n.º 13.820, de 3 de maio de 2019, e reafirmado pela Lei Complementar n.º 179/2021, os recursos do resultado positivo do BCB transferidos pela União são destinados ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna em mercado, com prioridade para títulos em poder do próprio BCB. Sob a PEC, o fluxo passaria a financiar despesa corrente da própria autarquia — com aumento líquido equivalente da Dívida Bruta do Governo Geral, em país onde essa rubrica já supera os 75% do PIB.

Convém fixar as ordens de grandeza. No acumulado de 2017 a 2025, em valores constantes de dezembro de 2025, a senhoriagem somou aproximadamente R\$ 210 bilhões — em média R\$ 23,3 bilhões por ano. A despesa do BCB no Orçamento Geral da União é de R\$ 4,8 bilhões anuais: a receita que a PEC entrega à autarquia é, portanto, quase cinco vezes o que ela hoje gasta para funcionar. Causa perplexidade o contraste entre a frouxidão fiscal que a PEC confere ao BCB e o rigor exigido dos gastos sociais pelo próprio mercado financeiro e pelo presidente do BCB sob pretexto de controlar a inflação e o crescimento da dívida pública. Sobre esse fluxo, a PEC age por dois canais que adiante se detalham: ao deixar de abater a Dívida Pública Mobiliária Federal interna, o excedente de senhoriagem sobre o custeio do BCB — da ordem de R\$ 18,6 bilhões ao ano, 0,15% do PIB — passa a acumular-se ao custo de carregamento da dívida; e a reclassificação institucional do BCB lança de imediato, na Dívida Bruta do Governo Geral, os títulos do Tesouro hoje em sua carteira.[6]

[6] Estimativa do autor a partir das séries de base monetária e taxa Selic (BCB, séries temporais) e do custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (Tesouro Nacional, jan. 2026), em valores constantes de dezembro de 2025. A senhoriagem aqui considerada é o fluxo equivalente à aplicação da taxa nominal de juros sobre a base monetária, exatamente como propõe a PEC 65. O resultado de longo prazo é sensível ao diferencial entre juro nominal e crescimento do PIB nominal e deve ser lido como ordem de grandeza, não como projeção exata. O excedente de senhoriagem sobre o custeio do BCB referido no texto é esse fluxo deduzido do custo de funcionamento da autarquia (R\$ 4,8 bilhões anuais), pois a PEC 65 “economizará” esses recursos do orçamento da União ao passar a financiar o orçamento do BCB com recursos da senhoriagem. De todo modo, como veremos adiante, sequer esses R\$ 4,8 bilhões anuais, ou o valor superior a isso que o BCB passará a ter depois da PEC 65, não vão representar redução da dívida pública mesmo que não sejam ocupados por outras rubricas orçamentárias que hoje, tanto quanto o orçamento do BCB, estão comprimidas por conta do novo arcabouço fiscal. A dívida pública aumentará no montante do futuro gasto orçamentário do BCB, pois este gasto orçamentário financiado com base na senhoriagem representará injeção de liquidez que não foi financiada por “dreno” correspondente de tributos ou receitas de venda de títulos públicos. O próprio BCB precisará enxugar a liquidez excedente para assegurar a meta de juros SELIC, lançando dívida pública por meio de operações compromissadas (Bastos, 2024).

A discussão pública sobre a PEC 65 ganha sentido pleno no contexto fiscal mais amplo da economia brasileira. Os juros nominais do setor público consolidado pagos em 2025 somaram R\$ 1.007,6 bilhões — 7,91% do produto interno bruto (PIB) —, conforme Nota para Imprensa do BCB de 30 de janeiro de 2026 (Estatísticas Fiscais). Em um único exercício, essa rubrica supera a soma das autorizações da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2025 para Bolsa Família (R\$ 158 bilhões), Sistema Único de Saúde (R\$ 245 bilhões), educação (R\$ 226 bilhões), Benefício de Prestação Continuada (BPC, R\$ 113,6 bilhões) e Novo Programa de Aceleração do Crescimento (Novo PAC, R\$ 57,6 bilhões), que totalizam R\$ 800 bilhões. No acumulado de 2017 a 2025, em valores constantes de dezembro de 2025, os juros nominais pagos pelo Estado brasileiro ao mercado financeiro alcançaram R\$ 6,1 trilhões.

Há aqui uma consequência política que deve ser destacada. A dívida pública brasileira cresce por força da política de juros, não da despesa social; ainda assim, é previsível que o aumento de dívida provocado pela própria PEC — adiante estimado em entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB em uma geração — seja invocado para exigir nova contração do gasto social, como se a causa estivesse nas vinculações constitucionais à saúde, à educação e à previdência. Pior: ao elevar a Dívida Bruta do Governo Geral, a PEC tende a pressionar para cima o prêmio exigido pelo mercado para rolar essa dívida, encarecendo seu carregamento e realimentando o estoque. O remédio anunciado como alívio fiscal opera, no agregado, como agravante — enquanto os representantes do mercado financeiro que defendem a PEC tenderão a cobrar a conta de quem não a originou, e que mais precisa da redistribuição de recursos públicos para uma tentativa de reprodução social digna.

A “RECEITA PRÓPRIA” DO BANCO CENTRAL É A SENHORIAGEM

Antes de medir o impacto sobre a dívida pública, convém fixar o que a PEC 65 efetivamente converte em “receita própria” do Banco Central — e por que essa receita não se confunde com o resultado financeiro da autoridade monetária. A distinção é a base conceitual de toda a estimativa que se segue: o efeito de bola de neve adiante calculado incide sobre a senhoriagem retida, e não sobre o resultado contábil do BCB, volátil e por vezes negativo. É também o que delimita o canal — a senhoriagem — por onde se constituirá o conflito de interesses na gestão da política monetária do BCB e que será examinado adiante.

É preciso entender que a base de financiamento do orçamento do BCB que a PEC 65 institui opera por um canal específico — a senhoriagem —, e não pela via dos títulos públicos que o Banco Central mantém em carteira nem pela renda das reservas cambiais internacionais. A distinção importa porque o substitutivo funda a autonomia financeira na faculdade de o Banco Central “utilizar as receitas próprias, geradas pelos seus ativos”, incluindo “as rendas de seus ativos financeiros” (art. 164, § 10, IV). Interpretada literalmente, essa base de financiamento é, todavia, em larga medida ilusória[7]: a renda bruta dos ativos é compensada pelo custo dos passivos remunerados que a financiam.

[7] A confusão entre a senhoriagem e os juros que o Banco Central auferes sobre os títulos públicos de sua carteira é apontada por Oreiro, que observa não se confundir a receita de senhoriagem com tais juros (OREIRO, José Luis. Não à PEC 65/2023: o Banco Central é uma instituição típica de Estado, não uma empresa. Florianópolis: NECAT/UFSC, 2024).

As demonstrações financeiras auditadas de 2025 tornam o ponto preciso. Embora a carteira de títulos públicos (R\$ 2,86 trilhões) seja quase três vezes o passivo de compromissadas (R\$ 989,7 bilhões), ela é contabilizada a custo amortizado — de modo que prefixados e indexados ao IPCA, cerca de 69% do total, não respondem à Selic enquanto não vencem. Ademais, as compromissadas não são o único passivo remunerado: somam-se os depósitos voluntários (R\$ 205,2 bilhões), os recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo (R\$ 506,2 bilhões) e a remuneração da Conta Única do Tesouro (R\$ 2,07 trilhões). O conjunto dos passivos domésticos remunerados (R\$ 3,94 trilhões) excede a carteira inteira em cerca de R\$ 1 trilhão — diferença que financia, em reais, o estoque de reservas cambiais internacionais. A renda da carteira não é, portanto, recurso líquido disponível para o orçamento: em 2025 o resultado líquido com juros do Banco Central foi negativo em R\$ 160,1 bilhões, e uma elevação de 1 ponto percentual na Selic o deteriora em cerca de R\$ 15 bilhões adicionais no primeiro ano. A renda das reservas tampouco o é: o Banco Central mantém posição cambial líquida comprada da ordem de R\$ 1,3 trilhão, de sorte que uma apreciação de 1% do real — movimento que a própria alta de juros tende a induzir — reduz seu resultado em torno de R\$ 13 bilhões.[8]

O único componente da renda dos ativos que constitui recurso líquido que passaria a ser “receita própria” do BCB, não anulado pelo custo dos passivos, é a senhoriagem: o produto da taxa de juros nominal sobre a base monetária não remunerada — o meio circulante de R\$ 368,6 bilhões e o compulsório à vista de R\$ 50,6 bilhões, isento de remuneração.

A ASSIMETRIA DE PRIORIDADES FISCAIS

O contraste entre a discussão sobre a PEC 65 e o tratamento orçamentário dispensado a despesas obrigatórias do regime de proteção social merece formulação direta. O BPC, pago a idosos pobres e pessoas com deficiência em situação de miséria — por mandamento constitucional, no valor de um salário mínimo mensal —, executou, em 2025, R\$ 129 bilhões, R\$ 15,4 bilhões acima do autorizado pela LOA, com alta real de 9,1% sobre 2024 (Relatório Resumido da Execução Orçamentária em Foco de dezembro de 2025, Tesouro Nacional). É despesa obrigatória, judicializada, em crescimento. Conter esse estouro virou prioridade declarada do Ministério da Fazenda, que discute endurecer critérios de elegibilidade para conter a pressão fiscal. No mesmo período legislativo, o Senado discute, na PEC 65, constitucionalizar a apropriação pela autarquia financeira da União de receita soberana equivalente, no acumulado 2017-2025 e em valores constantes, a mais de treze anos do estouro registrado pelo BPC em 2025. As duas decisões fiscais correm no mesmo orçamento, sob o mesmo arcabouço fiscal. É legítimo perguntar por que se discute endurecer critérios para idosos pobres e pessoas com deficiência enquanto se cogita constitucionalizar a apropriação da senhoriagem por uma única autarquia.

[8] Os valores e as sensibilidades deste parágrafo baseiam-se nas Demonstrações Financeiras de 2025 (auditadas) do Banco Central do Brasil — Balanço Patrimonial e Notas Explicativas; a sensibilidade do resultado a 1 ponto percentual de Selic e a 1% de variação cambial é cálculo do autor.

O DISPOSITIVO INVISÍVEL: O § 7.º, II DO ART. 164, AS METAS FISCAIS E A DÍVIDA PÚBLICA

Convém fixar, desde já, a tipologia que organiza toda a estimativa fiscal desta nota e que o anexo desenvolve. O impacto da PEC 65 sobre a Dívida Bruta do Governo Geral decompõe-se em quatro camadas: a camada 1 é o alívio inicial no resultado primário, decorrente da saída do BCB do Orçamento da União; a camada 2 é o fluxo anual de juros adicionais sobre a parcela de senhoriagem que deixa de abater a dívida; a camada 3 é o salto contábil imediato na Dívida Bruta, provocado pela reclassificação institucional do BCB; e a camada 4 é o efeito cumulativo de “bola de neve” desse mesmo não-abatimento ao longo do tempo. As camadas 2 e 4 são o mesmo mecanismo — visto, respectivamente, como fluxo e como estoque —, de modo que, no horizonte de uma geração, somam-se apenas as camadas 3 e 4. É a essa decomposição que recorrem tanto a análise a seguir quanto o cotejo das duas emendas mais adiante.

O § 7.º, II do novo art. 164 da Constituição, criado pelo Substitutivo (Emenda 27) estabelece que as transferências de recursos entre a União e o Banco Central, bem como as emissões e resgates de títulos previstos na legislação correlata, “não serão contabilizados para fins de apuração das metas fiscais de resultado primário do setor público e não integrarão a base de cálculo do montante global das despesas primárias” referentes ao regime fiscal vigente.

Convém precisar o alcance do dispositivo, para não lhe atribuir efeito que ele não tem. O § 7.º, II não esconde o salto da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) decorrente da reclassificação institucional do Banco Central — esse salto aparece nas estatísticas de dívida e decorre do perímetro e da metodologia de consolidação, não do dispositivo. Tampouco esconde a piora do resultado nominal pelo efeito de bola de neve do não-abatimento da senhoriagem sobre a DBGG, que igualmente aparece nas estatísticas. O que o § 7.º, II faz é manter as coberturas de resultado do BCB e as transferências com o Tesouro fora das metas fiscais de resultado primário e da base de cálculo do teto de despesas primárias — e, com elas, fora do contingenciamento —, ainda que a dívida suba. O problema é, portanto, de assimetria e de porosidade da fronteira quase-fiscal (Archer e Moser-Boehm, 2013): o custo das políticas monetária e cambial escapa às regras fiscais que disciplinam todo o restante do gasto público.[9]

Defensores da PEC argumentam que a operação aliviaria o resultado primário do Tesouro — argumento repetido desde a presidência de Roberto Campos Neto, ainda no BCB. O alívio é contabilmente correto, mas pequeno frente aos efeitos sobre a dívida pública, que se dão em planos contábeis distintos. No resultado primário, há alívio: a despesa do BCB no Orçamento Geral da União sai do orçamento — ganho da ordem de R\$ 4,8 bilhões anuais em valores constantes médios 2017-2025.

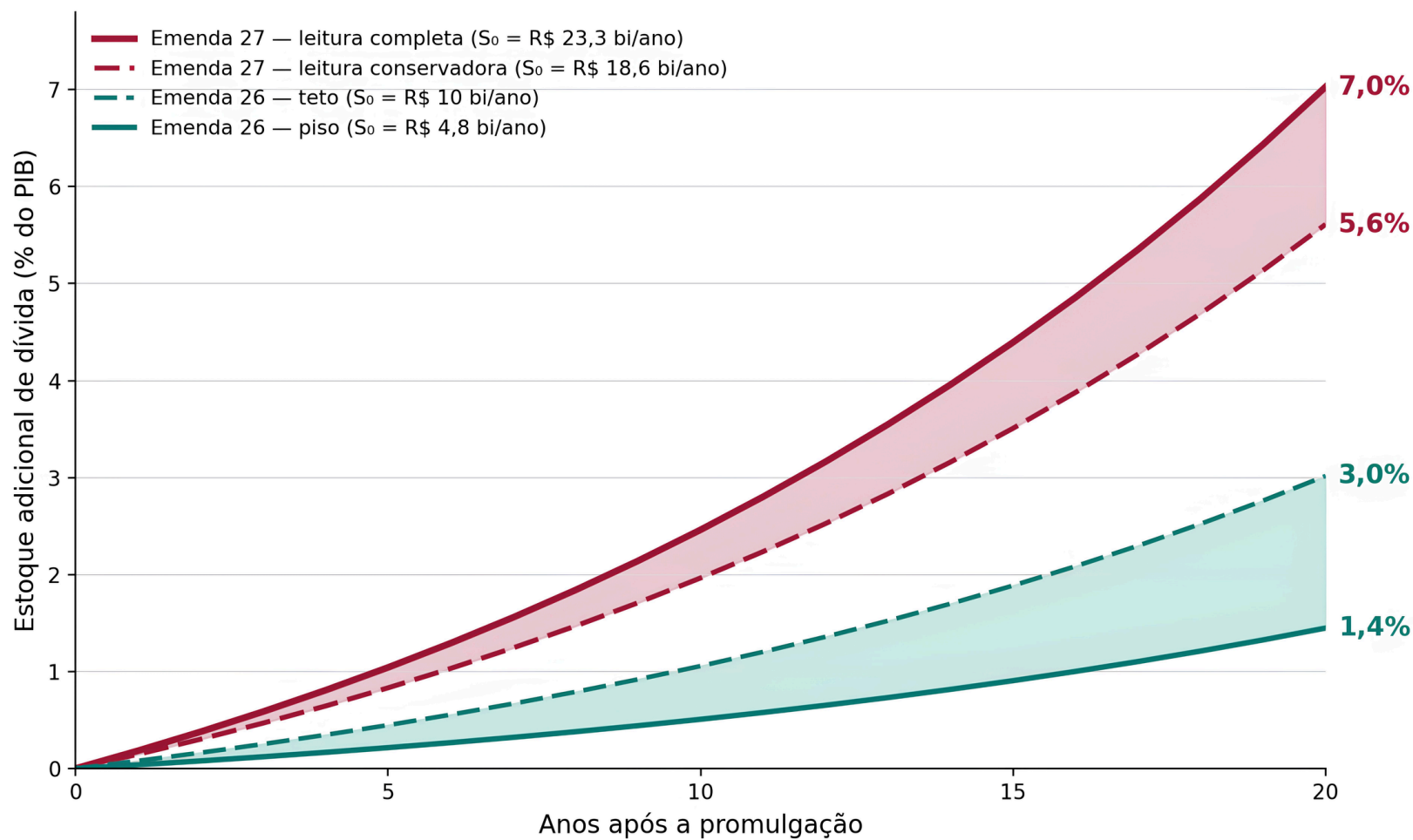
[9] A assimetria estrutural entre o regime fiscal severo a que se submete o Tesouro — Lei de Responsabilidade Fiscal (LC n.º 101/2000), arcabouço fiscal (LC n.º 200/2023) e contingenciamento — e o regime permissivo reservado às políticas monetária, cambial e creditícia é demonstrada por Pinto (PINTO, Élica Graziane. PEC 65/23: independência orçamentária para quem? JOTA, Opinião e Análise, 12 maio 2026).

Convém explicitar o cálculo do impacto da PEC sobre a dívida pública. O efeito de “bola de neve” sobre a dívida é governado por três grandezas: o estoque que deixa de abater a dívida a cada ano (S_0), o custo de carregamento da dívida (i , o custo médio da DPMFi, 12,76% ao ano em janeiro de 2026) e o crescimento nominal do PIB (g , tomado em 6% ao ano). A cada ano, a dívida adicional é o que se acumulou no ano anterior, capitalizado pelo diferencial $(1+i)/(1+g)$, somado ao novo excedente de senhoriagem que deixou de abater a dívida naquele ano; é essa capitalização recorrente do não-abatido que produz o crescimento em bola de neve. Sob o substitutivo (Emenda 27), S_0 é o excedente integral da senhoriagem sobre o custeio do BCB – R\$ 18,6 bilhões ao ano –, e o estoque adicional da DBGG alcança cerca de 5,6% do PIB em vinte anos se desconsiderarmos as operações compromissadas subsequentes, e cerca de 7% do PIB se considerarmos. Sob a Emenda 26, S_0 é apenas a parcela do resultado que passa a custear o orçamento administrativo, e o efeito é fração disso. Importa enxergar a identidade por trás do número: esse aumento da dívida pública é o outro lado, exato, do aumento da receita “própria” do Banco Central – o que a autarquia retém para gastar é precisamente o que deixa de abater a dívida; na Emenda 26, alívio primário e nova base da bola de neve são a mesma grandeza vista de dois ângulos.

No resultado nominal, há piora, por conta da despesa de juros sobre a dívida pública: sob o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019, a senhoriagem transferida pelo BC ao Tesouro abate a Dívida Pública Mobiliária Federal interna; sob a PEC, esse abatimento cessa, e o estoque cresce em “bola de neve”, ao custo médio da DPMFi (12,76% ao ano em janeiro de 2026, Tesouro Nacional). Isso implica fluxo de juros adicionais de R\$ 11,5 bilhões/ano no quinto ano, R\$ 36,2 bilhões no décimo e R\$ 163,6 bilhões no vigésimo. Assim, o não-abatimento dos ganhos de senhoriagem tem

efeito cumulativo sobre a Dívida Bruta do Governo Geral: estoque adicional da ordem de 5,6 a 7 pontos percentuais do PIB em horizonte de 20 anos, sob a hipótese de a senhoriagem crescer com o PIB nominal – magnitude sensível ao diferencial entre juro nominal e crescimento do PIB.

Figura 2 – Efeito de bola de neve do não-abatimento da senhoriagem sobre a DBGG (% do PIB, vinte anos): Emenda 27 – leituras conservadora ($S_0 = R\$ 18,6$ bi/ano) e completa ($S_0 = R\$ 23,3$ bi/ano) e Emenda 26 (faixa, S_0 entre $R\$ 4,8$ e $R\$ 10$ bi/ano). Parâmetros: $i = 12,76\%$ a.a. (custo médio da DPMFi); $g = 6\%$ a.a. (PIB nominal).



Fonte: elaboração do autor.

Convém explicitar por que o custeio do BCB não apenas deixa de abater a dívida, mas se converte em seguida em dívida pública por meio de operações compromissadas — e por que isso decorre do modo de financiamento do BCB por meio da senhoriagem, não do gasto em si. Quando a despesa do BCB é financiada pelo Orçamento Geral da União, como hoje, os recursos são antes retirados de circulação — por tributos ou pela venda de títulos, que enxugam liquidez para a Conta Única do Tesouro —, de sorte que o gasto subsequente é, no líquido, neutro do ponto de vista monetário. Quando, ao contrário, o BCB financia seu orçamento com emissão monetária correspondente ao valor da senhoriagem, sem trânsito pela Conta Única, a despesa injeta liquidez nova; para sustentar a meta Selic, o Banco precisa esterilizar o excesso vendendo operações compromissadas — que é um passivo remunerado à Selic e integrante da DBGG (Bastos, 2024). O custeio, portanto, reaparece como dívida compromissada, que se soma ao não-abatimento do excedente da senhoriagem sobre o custeio, levando a um impacto total final sobre a DBGG que é igual ao valor completo da senhoriagem.

Daí ser útil apresentar duas estimativas do efeito cumulativo (camada 4) sob o substitutivo (Emenda 27). Na leitura conservadora, conta-se apenas o excedente retido que deixa de abater a dívida ($S_0 = R\$ 18,6$ bilhões/ano): a camada 4 alcança cerca de 5,6% do PIB e a soma das camadas 3 e 4, cerca de 20,3 pontos do PIB em vinte anos.

Na leitura que conta o valor completo da senhoriagem, soma-se o custeio convertido em compromissada, de modo que a senhoriagem integral passa a onerar a dívida ($S_0 = R\$ 23,3$ bilhões/ano): a camada 4 sobe para cerca de 7,0% do PIB e o total, para cerca de 21,7 pontos.

A leitura completa é, a rigor, a mais consistente, por tratar o custeio do mesmo modo nos dois desenhos — inclusive na Emenda 26, cujo orçamento administrativo custeado por receitas próprias (S_0^w entre R\$ 4,8 e R\$ 10 bilhões) já entra na conta exatamente por esse canal. A leitura completa vale na medida em que o espaço primário liberado não é usado para reduzir dívida, hipótese que a própria camada 1 adota.[10]

Há, por fim, crescimento imediato da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) pela reclassificação institucional do BCB como entidade pública de natureza especial integrante do setor público financeiro. Aqui é preciso distinguir a contabilidade dos títulos do Tesouro conforme sua função na carteira do BCB. Em 31 de dezembro de 2025, o BCB detinha R\$ 2,86 trilhões em títulos do Tesouro para operar a política monetária. Parte deles já lastreia operações compromissadas — vendas com compromisso de recompra usadas para conduzir a taxa interbancária à meta Selic —, e essa parcela, da ordem de R\$ 989,7 bilhões, já é hoje contabilizada na DBGG. A parcela restante, mantida na chamada carteira livre, é classificada como operação intra-setor e fica fora da DBGG. Com a reclassificação do BCB, esses títulos da carteira livre passam a contar como dívida pública: o salto imediato aproxima-se de R\$ 1,87 trilhão — cerca de 14,7 pontos percentuais do PIB. A própria equipe econômica do governo estimou efeito da mesma ordem, de até 15 pontos do PIB, em cálculo divulgado em 26 de maio de 2026.

Somando o salto imediato da reclassificação ao acúmulo do não-abatimento, a elevação da Dívida Bruta alcança entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB em uma geração. O alívio no resultado primário — R\$ 4,8 bilhões anuais — é de outra ordem de grandeza e não compensa esse aumento. A PEC 65 não reduz a DBGG: eleva-a.

[10] Como veremos adiante, no caso da Emenda 26 há redução da dívida pública no montante do orçamento do BCB apenas se o espaço deixado para outras rubricas orçamentárias pela saída do BCB do orçamento da União não for usado, o que contradiria a própria justificativa da PEC de promover um “alívio” na pressão sobre o resultado primário.

AS DUAS EMENDAS EM COTEJO: O CONTRAFACTUAL DA EMENDA 26

A Emenda 26, apresentada pelo Senador Jaques Wagner em 10 de junho de 2026 e rejeitada oralmente pelo relator na mesma sessão, sem exame escrito, perseguia os dois objetivos declarados da PEC – autonomia orçamentária do Banco Central e proteção do Pix – por desenho jurídico oposto ao do substitutivo. Mantinha o BCB como “autarquia federal de natureza especial, organizada sob a forma de pessoa jurídica de direito público, dotada de orçamento próprio custeado com suas receitas financeiras, conforme previsão na lei orçamentária anual” (novo § 4.º do art. 164) e criava, no § 5.º do art. 165, um inciso IV – uma quarta peça orçamentária dentro da LOA, aprovada pelo Congresso Nacional, com proposta previamente aprovada pelo Conselho Monetário Nacional e sujeita a limites anuais de despesa total e de pessoal por ele definidos (§ 23)[11]. Rejeitada sem registro escrito das razões, a emenda permanece útil à análise precisamente por isso: constitui o contrafactual concreto que permite medir quanto do impacto fiscal estimado na seção anterior decorre da autonomia orçamentária em si e quanto decorre da forma jurídica específica que o substitutivo escolheu.

O quadro comparativo dispositivo a dispositivo

O Quadro 1 evidencia que as cláusulas fiscalmente decisivas do substitutivo – a saída da legislação orçamentária (§ 10, II) e a exclusão das transferências do cômputo das metas fiscais (§ 7.º, II) – não têm correspondente na Emenda 26, que é silente quanto às transferências e, portanto, deixa intacto o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019. As camadas fiscalmente relevantes estimadas na Seção 5 decorrem da forma jurídica que o substitutivo confere ao BCB, e não da autonomia orçamentária em si. É por isso que a conciliação aventada pelo relator entre a Emenda 26 proposta por Jaques Wagner e o texto que propõe para a PEC (Emenda 27) é impossível nos pontos fiscalmente decisivos: o orçamento do BCB estará dentro da lei orçamentária ou fora dela; as transferências com o Tesouro permanecerão nas metas fiscais ou sairão delas; o BCB permanecerá no perímetro do governo geral ou o deixará. Entre cláusulas binárias não há meio-termo – apenas a escolha de uma ou de outra.

[11] Emenda n.º 26 à PEC 65/2023, Senador Jaques Wagner (PT/BA), 10 de junho de 2026 (SF/26743.96337-48). A emenda acrescenta ainda: a exceção dos limites do art. 169 da Constituição para as despesas de pessoal do BCB, remetidas aos limites definidos pelo CMN (§ 8.º novo do art. 169); a sujeição exclusiva das despesas e atos administrativos correlatos aos limites do CMN (art. 2.º); a não-subordinação aos sistemas estruturantes da administração pública federal, cabendo ao CMN disciplinar a matéria, e a abertura de crédito suplementar por ato do BCB mediante aprovação do CMN (art. 3.º); e a remissão a lei complementar (art. 4.º). Parecer (SF) n.º 47/2026, CCJ, relator Senador Plínio Valério, aprovado em 10 de junho de 2026 na forma da Emenda n.º 27-CCJ; as Emendas 24 a 26 foram rejeitadas oralmente, sem exame escrito.

Quadro 1 – As duas emendas dispositivo a dispositivo. Fontes: Parecer (SF) n.º 47/2026 e Emenda 27-CCJ; Emenda n.º 26 (Sen. Jaques Wagner, 10/06/2026).

Aspecto	Emenda 27-CCJ (Valério, aprovada)	Emenda 26 (Wagner, rejeitada oralmente em 10/06)
Forma jurídica	“Entidade pública de natureza especial” — categoria <i>sui generis</i> nova (§ 4.º)	“Autarquia federal de natureza especial, pessoa jurídica de direito público” — mantém a forma atual (§ 4.º)
Posição na LOA	Fora: § 10, II — orçamento “não tem natureza fiscal e não integra a legislação orçamentária” dos arts. 165 a 169	Dentro: novo inciso IV do § 5.º do art. 165 — quarta peça orçamentária, aprovada pelo Congresso na LOA
Aprovação do orçamento	Apreciação prévia do CMN e deliberação conclusiva de comissão temática do Senado	Aprovação prévia do CMN (Fazenda, Planejamento e presidente do BC) e aprovação na LOA pelo Congresso (§ 23)
Transferências Tesouro-BCB	§ 7.º, II retira transferências, coberturas e emissões das metas fiscais (invisibilização)	Silente; sem exceção às metas fiscais; o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019 permanece e o excedente segue abatendo a DPMFi
Regime de pessoal	Vínculo remetido a lei complementar futura; possível CLT; fim da estabilidade do art. 41 (porta giratória)	Mantém a autarquia: concurso para atividades-meio; salários por lei de carreira; gestão de pessoal regulada publicamente
Pix	Art. 8.º: veda concessão e transferência	§ 23, III: dotações mínimas para funcionamento e modernização do Pix
Escopo	Forma jurídica, pessoal, separação monetária/administrativa, Pix e competência judicial	Puramente orçamentária; não trata de indicação de diretoria nem da separação monetária/administrativa
Perímetro do governo geral	BCB sai do governo geral: reclassificação (origem do salto de 14,7 p.p.)	BCB permanece no governo geral: sem reclassificação

Fonte: elaboração do autor a partir das demonstrações financeiras auditadas do BCB (2025) e do modelo do anexo metodológico.

As quatro camadas reestimadas: cenário Valério × cenário Wagner

Neste item, resume-se o anexo metodológico que conclui a nota. Ele decompõe o impacto da PEC sobre a Dívida Bruta do Governo Geral em quatro camadas: o alívio primário (camada 1), o fluxo de juros adicionais (camada 2), o salto contábil imediato da reclassificação (camada 3) e o efeito cumulativo de bola de neve do não-abatimento (camada 4) — somando-se, no horizonte de uma geração, apenas as camadas 3 e 4. A mesma decomposição, aplicada à Emenda 26, não altera nenhuma fórmula; altera dois insumos: o salto da camada 3 e o parâmetro S_0 da camada 4.[12]

Na camada 3, a diferença é categórica. Sob o substitutivo, a reclassificação do BCB para fora do governo geral lança na DBGG os títulos da carteira livre: R\$ 1.870,2 bilhões, 14,7% do PIB. Sob a Emenda 26, esse salto simplesmente não ocorre — e a razão é metodológica antes de jurídica. O Manual de Estatísticas Fiscais do BCB inclui “as autarquias e fundações nas respectivas categorias de governos a que pertencem”, de modo que autarquia federal de direito público consolida no governo federal e, portanto, no governo geral; e, no caso do Banco Central, a DBGG inclui “apenas as operações compromissadas realizadas com títulos públicos”, permanecendo a carteira livre fora do indicador.

Mais importante: o próprio Manual justifica o tratamento estatístico hoje dispensado ao BCB por dois fundamentos — “a sistemática de transferência do resultado da Autoridade Monetária para o Tesouro Nacional e a inclusão de suas despesas com custeio administrativo e pessoal na lei orçamentária da União, conforme estabelece a Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 5.º, § 6.º)”. Sob a Emenda 27, ambos os fundamentos desaparecem: o orçamento sai dos arts. 165 a 169 e as transferências saem das metas fiscais. Sob a Emenda 26, ambos sobrevivem no essencial: o orçamento permanece na LOA — ainda que custeado por receitas próprias, o que modifica parcialmente a âncora do art. 5.º, § 6.º da LRF — e a transferência do excedente ao Tesouro persiste. A camada 3 sob a Emenda 26 é, assim, aproximadamente zero; e é essa parcela que responde pela diferença numérica decisiva, de cerca de 14,7 pontos do PIB.[13]

Na camada 1, o alívio primário sob a Emenda 26 é o mesmo da Emenda 27 (Substitutivo): a despesa do BCB no Orçamento Geral da União sai do orçamento — ganho da ordem de R\$ 4,8 bilhões anuais em valores constantes médios 2017-2025. A despesa administrativa do BCB, contudo, passa a ser custeada por receitas financeiras que hoje são transferidas ao Tesouro e abatem a dívida. No caso da Emenda 26, há redução da dívida pública no montante do orçamento do BCB apenas se o espaço deixado para outras rubricas orçamentárias não for usado, o que seria o contrário da própria justificativa usada pelos defensores da PEC (o “alívio” no resultado primário), nas condições concretas de limite ao gasto público determinado pelo Regime Fiscal Sustentável (Bastos, 2023).

[12] O modelo completo será apresentado no anexo metodológico, assim como a premissa das estimativas, mas antecipamos aqui a notação usada e a equação do efeito bola de neve: $d(t) = d(t-1) \cdot (1+i)/(1+g) + s$, em que d é o estoque adicional de dívida (em proporção do PIB); $i = 12,76\%$ a.a. é o custo médio de carregamento da DPMFI; $g = 6\%$ a.a. é o crescimento do PIB nominal; e $s = S_0/\text{PIB}$, sendo S_0 a senhoriagem que deixa de abater a dívida — R\$ 18,6 bilhões/ano na leitura conservadora e R\$ 23,3 bilhões/ano na completa.

[13] Banco Central do Brasil, Manual de Estatísticas Fiscais, março de 2018, p. 9 (consolidação das autarquias e fundações nas respectivas categorias de governos; fundamentos do tratamento estatístico do BCB) e p. 24 (definição da DBGG e inclusão exclusiva das operações compromissadas do BCB). Ver a nota de perímetro da DBGG na seção 8 do anexo metodológico, inclusive quanto à ressalva sobre a modificação parcial da âncora do art. 5.º, § 6.º, da LRF sob a Emenda 26.

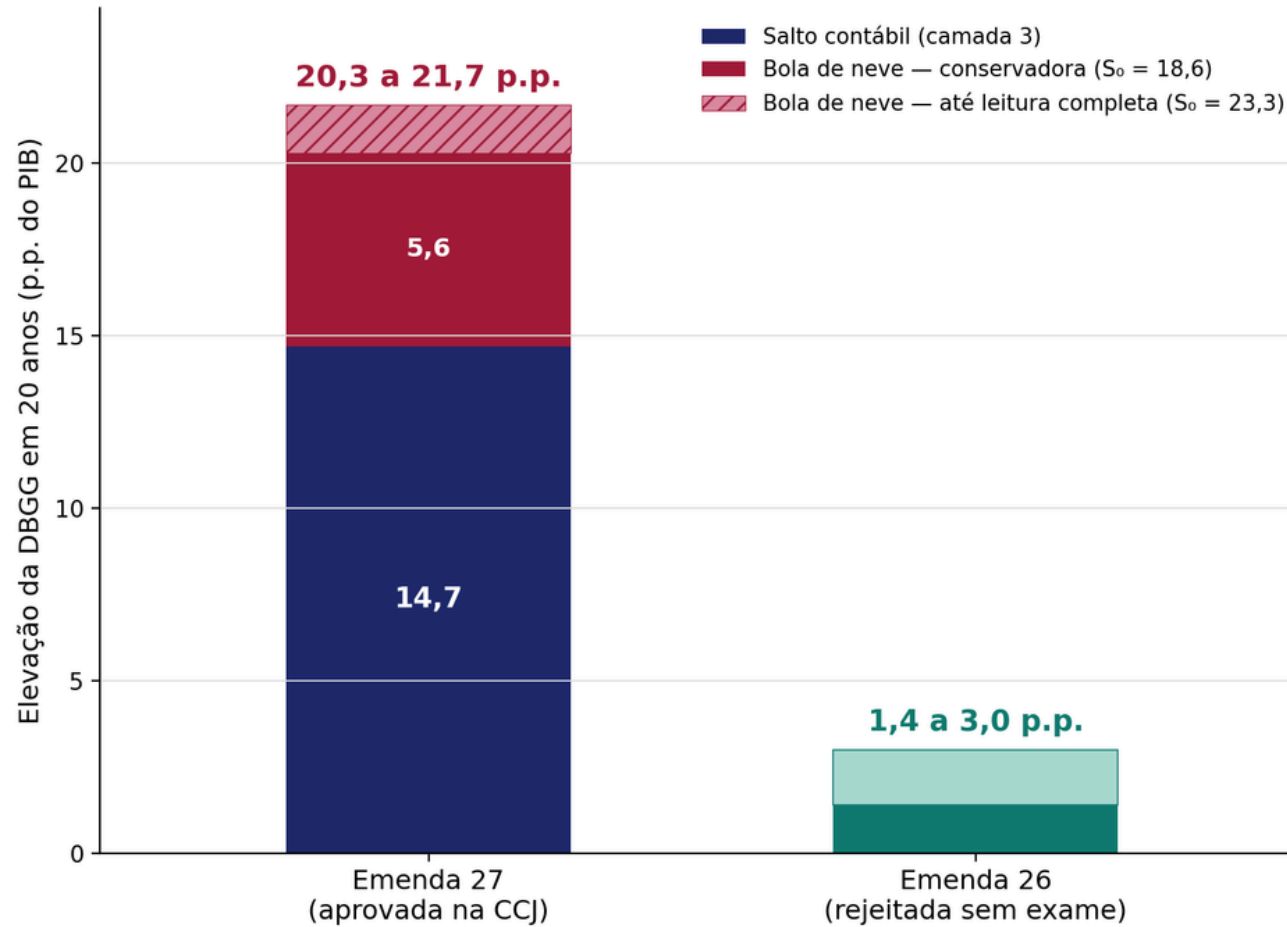
Ocorrendo o “alívio” da pressão para redução de outras rubricas de gasto no montante do orçamento do BCB, não há, portanto, redução de dívida: a desocupação do espaço orçamentário tenderia a ser preenchida por outras rubricas de gasto que sofrem hoje a pressão de corte derivada do arcabouço fiscal. Na camada 4, a diferença entre os cenários é de parâmetro. Sob o substitutivo, cessa todo o abatimento da DPMFi e o excedente integral da senhoriagem sobre o custeio ($S_0 = \text{R\$ } 18,6 \text{ bilhões/ano}$) acumula-se em bola de neve, alcançando cerca de 5,6% do PIB em vinte anos, ou cerca de 7,0% na leitura completa, $S_0 = \text{R\$ } 23,3 \text{ bilhões}$. Sob a Emenda 26, o que deixa de abater a dívida é apenas a parcela do resultado financeiro que passa a custear o orçamento administrativo — nem o excedente integral, nem zero. O parâmetro relevante é, portanto, $S_0^w \approx \text{R\$ } 4,8 \text{ bilhões}$ (o tamanho atual do orçamento administrativo na LOA), um piso que se eleva para um valor plausível da ordem de R\$ 10 bilhões (que assumirei como teto) caso a recomposição salarial e de quadros venha a aproximadamente dobrá-lo.

Como o modelo é linear em S_0 , a camada 4 sob a Emenda 26 corresponde à fração ($S_0^w/18,6$) da camada 4 do substitutivo. Rodando o mesmo modelo com os mesmos parâmetros ($i = 12,76\%$ ao ano; $g = 6\%$ ao ano; horizonte de vinte anos), o estoque adicional fica entre 1,4% do PIB ($S_0^w = \text{R\$ } 4,8 \text{ bilhões}$) e 3,0% do PIB ($S_0^w = \text{R\$ } 10 \text{ bilhões}$).

Somadas as camadas 3 e 4, a elevação total da DBGG sob a Emenda 26 (Wagner) fica entre 1,4 e 3,0 pontos percentuais do PIB em vinte anos — contra 20,3 a 21,7 pontos sob a Emenda 27 (Valério).

Ou seja, o impacto sobre a DBGG da Emenda 26 fica entre 6% e 15% do dano fiscal do substitutivo, para os mesmos objetivos declarados. Os fluxos anuais de juros adicionais correspondentes são da ordem de R\$ 12 bilhões no décimo ano e R\$ 65 bilhões no vigésimo, no piso da faixa, e de R\$ 25 bilhões e R\$ 135 bilhões no teto — contra R\$ 47 a 59 bilhões e R\$ 252 a 316 bilhões sob o substitutivo (Emenda 27), conforme a leitura seja conservadora ($S_0 = \text{R\$ } 18,6 \text{ bi}$) ou completa ($S_0 = \text{R\$ } 23,3 \text{ bi}$). A tabela de sensibilidade do anexo varia o crescimento nominal entre 5% e 7% e S_0^w ao longo da faixa; a conclusão qualitativa não se altera.

**Figura 3 – Mesmos objetivos, desenhos opostos: elevação da DBGG em vinte anos (pontos percentuais do PIB).
Emenda 27 = 20,3 a 21,7 p.p. (14,7 de salto contábil + 5,6 a 7,0 de bola de neve); Emenda 26 = 1,4 a 3,0 p.p.**



Fonte: elaboração do autor a partir das demonstrações financeiras auditadas do BCB (2025) e do modelo do anexo metodológico.

As fragilidades da Emenda 26 são menores que as da Emenda 27

O contraste não converte a Emenda 26 em solução institucional ideal. Primeiro, assim como a Emenda 27, ela faz o Banco Central custear despesa não-financeira com emissões de moeda, um privilégio que é vedado ao resto da administração pública, independentemente de debates democráticos sobre a prioridade dos tipos de gasto público. Contudo, a diferença entre as duas emendas, como vimos, é muito grande em grau.

Ademais, a Emenda 26 limita a autonomia antirrepublicana típica da Emenda 27 porque submete o orçamento da autarquia a crivo prévio do Conselho Monetário Nacional antes do envio à lei orçamentária. Também atribui ao mesmo colegiado a definição dos limites anuais de despesa total e de pessoal (§ 23, II), a autorização para contratação de pessoal (art. 2.º) e a disciplina da não-subordinação do orçamento do BCB aos sistemas estruturantes da administração federal (art. 3.º), além de excepcionar as despesas de pessoal do BCB dos limites do art. 169 (§ 8.º novo), concessões que ficam aquém da autonomia antirrepublicana proposta pela Emenda 27 (Substitutivo). E na Emenda 26 a aprovação final permanece no Congresso Nacional, ao contrário da Emenda 27.[14]

Terceiro, por ser emenda puramente orçamentária, a Emenda 26 não trata da indicação da diretoria — silêncio que compartilha com o substitutivo — nem constitucionaliza a separação entre as funções monetária, creditícia e cambial e os gastos administrativos, separação que o texto que o relator propõe para a PEC (Emenda 27), ao contrário, contempla em seu escopo (ver Quadro 1). Ela deixa ambiguidades operacionais relevantes que demandariam mais debate e estudos — como os resultados do BCB passariam, na prática, a ser incorporados à LOA e ao PPA, e que controles acompanhariam a abertura de crédito suplementar por ato do próprio Banco Central, mediante aprovação

do CMN (art. 3.º, parágrafo único)? Tudo isso exige mais tempo para reflexão coletiva, pesquisa e elaboração legislativa do que a pressa que o relator Plínio Valério quer dar à matéria.

O que a Emenda 26 preserva e o substitutivo desliga

Duas preservações merecem, ainda assim, destaque. A primeira é o monitoramento fiscal: a Emenda 26 não contém dispositivo análogo ao § 7.º, II do novo art. 164 criado pela Emenda 27 — as transferências entre Tesouro e BCB e as coberturas de resultado permaneceriam visíveis nas metas fiscais. Como a emenda tampouco revoga o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019, o excedente do resultado sobre o orçamento administrativo continuaria sendo transferido ao Tesouro e abatendo a DPMFi.

A segunda é a carreira de Estado: mantido o BCB como autarquia de direito público, o concurso público permanece obrigatório para as atividades-meio, os salários seguem definidos por lei de carreira e a gestão de pessoal permanece no perímetro da regulação pública. Tudo isso limita a porta giratória que a provável celetização, e a facilidade de exoneração e contratação por cargo comissionado, na “entidade pública de natureza especial” aventada pelo substitutivo abriria — sem eliminar de vez a porta giratória entre o BCB e os bancos privados, pois a diretoria de livre nomeação fica fora desse filtro. Se a autonomia orçamentária pode ser concedida preservando concurso, carreira e monitoramento fiscal, a opção do substitutivo por desligá-los não é exigência técnica da autonomia: é escolha política de desenho — e deve ser debatida como tal.

[14] Registre-se que o CMN é colegiado restrito do Executivo, sem voz do setor produtivo nem do trabalho, e que a ampliação de sua representatividade pode ser discutida.

POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL: O CONFLITO DE INTERESSES CONSTITUÍDO

Estabelecido que a única receita própria líquida do Banco Central é a senhoriagem — o produto da taxa nominal de juros sobre a base monetária não remunerada — e medido o seu impacto sobre a dívida pública, resta o problema institucional de incentivos que essa receita cria sobre a condução da política monetária e cambial.

É essa parcela que, sob a PEC, financiaria o orçamento da entidade, e é ela que cresce de forma praticamente automática com a taxa que o próprio Banco Central fixa: cada ponto percentual de Selic adiciona da ordem de R\$ 4 bilhões a esse fluxo. Reside aqui o conflito de interesse na gestão da política monetária, ou seja, na vinculação do custeio de uma entidade autônoma, fora da LOA, a uma métrica que se eleva com a sua própria decisão de política monetária. O substitutivo agrava o desenho ao excluir das metas fiscais, pelo § 7.º, II, as coberturas de resultados e as emissões de títulos correspondentes. Cabe notar que o sinal negativo do resultado consolidado em ambiente de juros altos não desfaz esse incentivo: sob a PEC, o Banco reteria a senhoriagem — que cresce com a Selic —, ao passo que o ônus de eventual prejuízo recairia sobre o Tesouro, como se detalha a seguir. É o que torna o incentivo assimétrico, e não meramente contábil.

Sob o regime jurídico vigente, o resultado financeiro positivo do BCB é transferido ao Tesouro Nacional. Sob a PEC 65, passaria a financiar diretamente a estrutura material do regulador — configuração institucionalmente problemática: a sustentabilidade orçamentária e o crescimento das receitas do BCB passam a depender de juros nominais e de operações cambiais que o próprio BCB executa.

Há, ademais, uma assimetria injustificável. A PEC libera o BCB de transferir resultados positivos ao Tesouro, mas não libera o Tesouro de cobrir os prejuízos do BCB: o art. 2.º da Lei n.º 13.820/2019, que disciplina a transferência de ganhos, deixaria de operar, enquanto o art. 7.º, que trata da cobertura de prejuízos, permaneceria pertinente — e o novo § 7.º, II retira ambos os fluxos do monitoramento fiscal. O lucro fica com o Banco; o prejuízo vai para a União. A experiência recente dá concretude ao ponto: o prejuízo de aproximadamente R\$ 120 bilhões de 2025 foi absorvido pela reversão da reserva constituída no resultado de 2024, mas o prejuízo de R\$ 114,2 bilhões apurado em 2023 — dos quais R\$ 111,2 bilhões recaíram sobre a União, esgotada a Reserva de Resultados; e, no regime anterior à lei, entre 2008 e 2018, os aportes da União em títulos para essa cobertura somaram R\$ 714,8 bilhões!

Em sistemas institucionais bem desenhados, o agente responsável por executar política não deve ser beneficiário direto de seu produto financeiro. O cálculo da senhoriagem é simétrico ao produto da base monetária pela taxa nominal de juros: em ambiente de juros nominais elevados, a receita cresce; em ambiente de desinflação, diminui ou pode tornar-se negativa. Com a PEC, a sustentabilidade financeira da autoridade monetária passa a depender, em parte, do patamar da taxa que ela mesma define em sua diretoria colegiada — o Comitê de Política Monetária (Copom). É, na margem, um conflito de interesses hoje inexistente, ainda que a Selic também eleve as despesas do BCB com compromissadas e compulsórias.

A relevância empírica desse problema encontrou registro inesperado em 25 e 26 de maio de 2026, com a divergência pública entre o Ministro da Fazenda, Dario Durigan, e o Presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, em torno da autoria e do conteúdo do texto em tramitação na CCJ. Conforme reportagem d'O Globo de 26 de maio (Barcellos & Graner, 2026), o Ministério da Fazenda apresentou versão alternativa, distinta da que avança no Senado, justamente para — palavras do ministro — “resolver a questão orçamentária evitando uma alta da dívida”, em razão precisamente do salto contábil estimado em até 15 pontos percentuais do PIB. Galípolo, em coletiva do Relatório de Estabilidade Financeira, reconheceu publicamente que “o Banco Central do Brasil não tem grande impacto com a operação da política monetária, porque fazemos com título público. A maior parte é do câmbio” — e ofereceu, como concessão de superação, a fórmula segundo a qual o BCB “absorve integralmente o resultado das variações contábeis”. Isso é pouco provável: a não ser que o Banco Central passe a emitir moeda ou títulos de dívida próprios para cobrir seus prejuízos operacionais, é o Tesouro quem continuará cobrindo prejuízos operacionais do BCB.

CAPTURA INSTITUCIONAL: A TRAMITAÇÃO DA PRÓPRIA PEC COMO SINTOMA

Os riscos institucionais que a literatura de economia política associa ao desenho proposto pela PEC encontram expressão concreta na tramitação da própria emenda. A Emenda n.º 11 (“Master”), de autoria do Senador Ciro Nogueira (PP/PI), pretendia elevar a garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) de R\$ 250 mil para R\$ 1 milhão por depositante — desenho que turbinaria a captação do Banco Master, instituição em situação de insolvência sob investigação. Em 7 de maio de 2026, a Operação Compliance Zero da Polícia Federal incluiu o Senador Ciro Nogueira entre seus alvos investigados, em apuração que envolve as relações entre o Banco Master e parlamentares e investiga se o texto teria sido redigido pela própria instituição.

A Emenda n.º 14, do Senador Sergio Moro (UNIÃO/PR), opera em direção complementar. Em seu item (b), acolhido pelo relator desde o parecer de 3 de setembro de 2024 e mantido no substitutivo aprovado, o BCB passa a deter “a prerrogativa de submeter, por ato próprio, proposições legislativas ao Presidente da República, em assuntos de seu interesse institucional”. Trata-se de via institucional inédita pela qual o regulado pelo governo e pelo TCU (o BCB) pode eventualmente buscar legislar pelo regulador. Por sua vez, a autarquia reguladora do sistema financeiro ganha canal próprio para propor diretamente ao Presidente da República matéria de seu interesse — canal que, sob hipótese de captura do regulador (o BCB) pelo regulado (o sistema financeiro privado), alinha a iniciativa legislativa em matéria financeira aos interesses do setor regulado.

É neste ponto que a remessa do vínculo dos servidores à lei complementar futura — com possível troca do regime estatutário pela CLT — deixa de ser detalhe técnico. A jurisprudência é clara: empregado de entidade equiparada à empresa pública não detém a estabilidade do art. 41 da Constituição. Sem essa estabilidade, o servidor que aplica multa de R\$ 1 bilhão ou veta a operação de um banco investigado torna-se passível de exoneração caso não ceda a pressões. Servidores “demandados” pelo mercado financeiro, por sua vez, poderiam pedir exoneração, passar um tempo levando competências e informações sensíveis para bancos privados e, posteriormente, ser readmitidos no Banco Central em cargos comissionados de livre nomeação, ampliando a porta giratória.

A perda de independência funcional dos quadros do BCB associada à eliminação de uma carreira de Estado em troca de salários maiores abre, assim, três flancos que se reforçam: a pressão política direta sobre decisões de supervisão; a nomeação política de servidores por parlamentares ligados ao setor financeiro, em níveis administrativos que deixariam de exigir concurso público; e a porta giratória entre o Banco Central e os bancos privados que ele regula. Numa autoridade que regula, supervisiona e sanciona instituições financeiras, é a carreira de Estado que protege o regulador da captura pelo regulado.[15]

A comparação internacional agrava o quadro. A quarentena exigida de ex-dirigentes do BCB pela LC n.º 179/2021 é de apenas seis meses, remunerados — o que contrasta com o prazo de um ano adotado nos Estados Unidos e na União Europeia (18 U.S.C. § 207; Código de Conduta para altos funcionários do BCE, 2022). Em vez de alongar a quarentena na saída pelo

topo, o substitutivo escancara a porta giratória por baixo, ao remeter o vínculo dos quadros à possível celetização e multiplicar os cargos de livre nomeação.

O QUE O ART. 4.º DO SUBSTITUTIVO NÃO DISCIPLINA SOBRE OS GASTOS DO BCB

Defensores da PEC apontam o art. 4.º do substitutivo como salvaguarda fiscal contra a liberdade de gastar receitas financeiras do BCB. O dispositivo, em sua redação atualizada pela Emenda n.º 15 do Senador Hamilton Mourão e acolhida pelo relator no parecer de 16 de abril, limita o crescimento da despesa de pessoal e encargos sociais do Banco Central a IPCA mais 2,5% ao ano — parâmetro equivalente ao do Novo Arcabouço Fiscal (LC n.º 200/2023). O caput condiciona a fixação do limite à conclusão prévia da “recomposição do quadro de pessoal” pela lei complementar reservada, e o § 1.º permite superá-lo mediante “autorização expressa da comissão temática pertinente do Senado Federal”.

Isso cria alguns problemas. Primeiro, a salvaguarda só passa a valer depois de concluída a “recomposição do quadro de pessoal”, com menor controle público sobre organograma e remuneração. Como a folha salarial não respeitará o teto do funcionalismo — o salário de Ministro do STF —, o art. 4.º só limita a variação anual, mas não o nível do qual ela partirá, com o argumento explícito de que o BCB não deve perder servidores para os bancos privados e, implicitamente, de que deve absorver mais empregados do setor financeiro privado, em porta giratória sem controle pré-definido.

[15] Sobre a indispensável proteção da carreira de Estado, a Nota Técnica n.º 22 (Bastos, 2026a) observa que a jurisprudência é explícita — Súmula 390 do Tribunal Superior do Trabalho e Recurso Extraordinário 589.998 (Tema 131) do Supremo Tribunal Federal — ao reconhecer que o empregado público de entidade equiparada à empresa pública não detém a estabilidade do art. 41 da Constituição, ficando “passível de exoneração caso não ceda a pressões para evitar multar ou vetar operações de instituições financeiras, e de readmissão como cargo comissionado” — a porta giratória entre regulado e regulador.

Segundo, a “autorização expressa da comissão temática pertinente do Senado Federal” transfere o controle do conjunto do poder legislativo para um grupo limitado de senadores, que ganhariam poder de barganha e influência para, por exemplo, negociar nomeações para cargos no BCB — que não exigiriam, em vários níveis administrativos, concurso público — ou exigir, direta ou indiretamente, relaxamento da fiscalização de instituições financeiras, por meio dos agentes nomeados sob sua influência.

Terceiro, o art. 4.º regula o uso direto de receitas pelo gasto administrativo do BCB — não o destino do excesso da senhoriagem retida sobre esse gasto. A senhoriagem média anual no período 2017-2025 foi de R\$ 23,3 bilhões em valores constantes; a despesa do BCB no Orçamento Geral da União, R\$ 4,8 bilhões. Razão de quase cinco para um. Mesmo que a recomposição de salários e quadro funcional venha a dobrar a despesa administrativa permitida, o excesso permanecerá com a autarquia — sem destinação constitucional definida pela PEC, e sem obrigação de abater dívida do Tesouro como manda hoje o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019. Esse excesso terá ao menos cinco vias possíveis: capitalização do regime previdenciário próprio dos servidores do BCB, criado pelo art. 5.º novo; acumulação de reservas patrimoniais sem limite constitucional; investimentos financeiros pela própria autarquia; operações com entidades e fundos que atuem em mercado secundário de títulos do Tesouro, autorizadas pelo § 8.º acrescentado pela Emenda 17 do Senador Rogério Carvalho (PT/SE); e outros usos a serem definidos pela lei complementar reservada no § 5.º. É essa cesta de janelas abertas, e não o teto de pessoal, que o substitutivo efetivamente cria.

É no mínimo questionável que a senhoriagem deva ser apropriada por uma única autarquia com controle parlamentar limitado. O contraste com a Emenda 26 reforça o ponto: ali, o uso de receitas financeiras limita-se ao

tamanho do orçamento administrativo aprovado na LOA, e o excedente segue abatendo a dívida pública.

A REFORMA NECESSÁRIA DO BANCO CENTRAL

A Nota de Economia n.º 22 do Transforma/FES (Bastos, 2026a), a qual este texto complementa e sintetiza, não defende a manutenção do status quo. A defasagem salarial de servidores do BCB em relação a profissionais comparáveis do setor financeiro privado é real; o subdimensionamento parcial do quadro técnico é real; a necessidade de investimento em tecnologia de combate ao crime organizado no sistema financeiro nacional — inclusive na infraestrutura do Pix — é real. Todos esses problemas, contudo, são solucionáveis pela via infraconstitucional, no ciclo orçamentário anual, com discussão pública das prioridades — sem recurso à ruptura constitucional proposta pela PEC 65/2023, que aponta na direção oposta.

A reforma necessária do arranjo institucional do BCB passa por aprofundamento dos mecanismos de controle democrático sobre a autoridade monetária e de proteção da carreira de Estado dos seus servidores. Mecanismos infraconstitucionais existem: alteração da Lei n.º 13.820/2019 para incluir reserva técnica contábil de uso vinculado a despesas discricionárias do BCB, sob aprovação anual pela LOA; revisão das carreiras pela via ordinária; criação de canais formais de participação do setor produtivo e do setor financeiro (empresários e trabalhadores) no Conselho Monetário Nacional.

A agenda comparada oferece instrumentos adicionais na mesma direção: abertura do comitê de política monetária a membros externos sem vínculo com o sistema financeiro, como praticam Austrália, Noruega, Reino Unido, Israel e Coreia do Sul; consulta de expectativas de inflação e desemprego não só com representantes do mercado financeiro, como no boletim FOCUS brasileiro, mas também com representantes do setor produtivo; registro e publicação das reuniões de diretores com representantes de instituições reguladas; e extensão da quarentena de ex-dirigentes, dos atuais seis meses para dois a três anos (Penido de Freitas, 2026).

A própria tramitação demonstrou, ademais, que desenhos alternativos existiam mesmo no plano constitucional — e foram descartados sem exame escrito. A Emenda 26 concede autonomia orçamentária e blindo o Pix com elevação da Dívida Bruta entre 1,4 e 3,0 pontos percentuais do PIB em vinte anos — fração do custo do substitutivo —, preservando concurso público, carreira de Estado e monitoramento fiscal. O dano fiscal da PEC 65 não é o preço da autonomia: é o preço da forma jurídica escolhida pelo substitutivo.

Caso a Emenda 26 seja retomada no plenário — por emenda ou destaque —, dois conjuntos de aperfeiçoamentos a tornariam consideravelmente melhor. O primeiro resolve defeitos resolvíveis, na linha do discutido acima: definir a recomposição das carreiras do BCB pela via da lei ordinária, e não por delegação ao Conselho Monetário Nacional; fixar quarentena de dois a três anos para ex-dirigentes, acima do prazo de um ano adotado nos Estados Unidos e na União Europeia; impor o registro e a publicação das agendas e das reuniões de diretores com representantes de instituições reguladas; e tratar a proteção do Pix por projeto de lei e por proposta de emenda constitucional dedicadas, já protocoladas, sem fazê-la carregar a reforma do Banco Central.

O segundo conjunto apenas atenua defeitos inerentes à apropriação da senhoriação por uma única autarquia: abrir o Conselho Monetário Nacional e o Comitê de Política Monetária à participação de representantes do setor produtivo e do setor financeiro — empresários e trabalhadores —, de modo a equilibrar a presença hoje quase exclusiva do setor financeiro nas decisões de política monetária (por meio da “porta giratória” de presidentes e diretores do BCB com o mercado financeiro, alternando cargos nos setores público e privado). O primeiro conjunto corrige; o segundo mitiga, sem eliminar, a objeção de princípio de que a senhoriação não deveria ser apropriada por uma única autarquia nem o orçamento do Banco Central nascer no CMN.

Cabe, por fim, situar a PEC 65 no debate fiscal corrente do Senado. O efeito do substitutivo (Emenda 27) sobre a Dívida Bruta do Governo Geral — entre 20 e 22 pontos percentuais do PIB em uma geração, com salto imediato de 14,7 pontos — é a maior adição isolada à dívida pública hoje em tramitação no Senado, e deveria integrar, por direito próprio, a discussão sobre a “pauta-bomba” fiscal. A ressalva é indispensável, e não enfraquece o argumento: trata-se de uma bomba sobre a dívida (DBGG), e não sobre o resultado primário — que, ao contrário, até melhora em cerca de R\$ 4,8 bilhões ao ano. É justamente isso que a torna mais perigosa, e não menos: o dano é vendido como “alívio fiscal” e escapa ao radar de quem monitora apenas o resultado primário, ainda que eleve a dívida pública que o próprio mercado financeiro alega querer conter.

Resta a pergunta política central, em torno da qual deveria se organizar o debate público: por que esta prioridade no uso dos lucros da senhoriação que elevará substancialmente a dívida pública nos termos da Emenda 27 (o substitutivo de Valério)? Num ambiente de severo arcabouço fiscal aplicado aos gastos públicos — a ponto de ameaçar as vinculações constitucionais à saúde, à educação e à previdência social —, por que constitucionalizar a

apropriação de receita soberana que, hoje, abate a dívida pública, em favor de uma única autarquia financeira da União, em prejuízo do controle republicano sobre ela, da independência funcional de seus servidores, do abate da dívida pública e das demandas mais urgentes da sociedade brasileira?

Distinguem-se duas grandezas frequentemente confundidas: o salto contábil imediato sobre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), decorrente da reclassificação institucional do BCB (camada 3), e o acúmulo gradual do não-abatimento ao longo do tempo (camada 4). São somáveis entre si; a camada 2 (o fluxo anual de juros adicionais) é apenas a mesma camada 4 vista como fluxo, e não se soma a ela.

ANEXO METODOLÓGICO

Caixa de cálculo – efeito da retenção da senhoriagem sobre a dívida nos dois cenários (PEC 65/2023)

1. Mecanismo

Sob o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019, a senhoriagem transferida ao Tesouro Nacional abate a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). A PEC 65/2023, na forma da Emenda 27-CCJ, faz cessar esse abatimento: o excedente de senhoriagem sobre o custeio do BCB, retido pelo Banco Central do Brasil (BCB), deixa de reduzir a dívida e, a cada ano, equivale a uma emissão adicional que se acumula ao custo de carregamento da dívida. O efeito sobre a razão dívida/PIB é, assim, um problema clássico de bola de neve (snowball), governado pelo diferencial entre o custo de carregamento (i) e a taxa de crescimento nominal do PIB (g). Sob a Emenda 26, o abatimento cessa apenas para a parcela do resultado financeiro equivalente ao orçamento administrativo do BCB, que passa a ser custeado por receitas próprias; o excedente sobre esse orçamento continua sendo transferido ao Tesouro e abatendo a DPMFi.

2. Parâmetros e fontes

Parâmetro	Valor	Fonte
Excedente de senhoriagem sobre o custeio do BCB (S_0 , cenário V)	R\$ 18,6 bi ($\approx 0,15\%$ do PIB)	Relatórios de senhoriagem do BCB, 2017–2025; cálculo do autor
Orçamento administrativo do BCB (S_0^W , cenário W)	R\$ 4,8 bi (faixa até \approx R\$ 10 bi)	LOA (despesa administrativa do BCB, valores constantes médios 2017–2025); hipótese de recomposição salarial e de quadros
Custo de carregamento (i)	12,76% a.a.	Custo médio da DPMFi — Tesouro Nacional, jan/2026
PIB nominal (Y_0)	R\$ 12,7 tri (2025)	IBGE, Contas Nacionais
Crescimento nominal do PIB (g)	6% a.a. (faixa 5%–7%)	Hipótese (≈ 2 –3% real + IPCA na meta)
Salto imediato — camada 3, cenário V	R\$ 1.870,2 bi = 14,7% do PIB	DF BCB 2025: Nota 8 (R\$ 2.859.939 mi) – Nota 6.2 (R\$ 989.728 mi)
Salto imediato — camada 3, cenário W	≈ 0	BCB permanece no governo geral; ver nota de perímetro (seção 7 deste anexo)

Nota terminológica. Reserva-se “senhoriagem” (bruta) para o fluxo equivalente à aplicação da taxa nominal de juros sobre a base monetária (\approx R\$ 23,3 bi/ano, médias 2017–2025). O parâmetro S_0 do snowball no cenário V é o excedente de senhoriagem sobre o custeio do BCB — isto é, o resultado que hoje é transferido ao Tesouro e abate a DPMFi (R\$ 18,6 bi/ano, \approx 0,15% do PIB) —, e não a senhoriagem em termos reais[16]. No cenário W, o parâmetro S_0^W é o tamanho do orçamento administrativo do BCB que passa a ser custeado por receitas financeiras (R\$ 4,8 bi hoje; até \approx R\$ 10 bi com recomposição) — nem o excedente integral, nem zero. É a grandeza que cessa de amortizar a dívida em cada cenário, e somente ela, que alimenta a respectiva bola de neve.

3. Salto contábil imediato (camada 3)

Pela reclassificação do BCB como entidade integrante do setor público financeiro, os títulos do Tesouro em sua carteira passariam a contar como dívida pública: R\$ 2.859.939 milhões em 31/12/2025 (Nota 8.2 das demonstrações financeiras auditadas do BCB). Desse total subtrai-se o passivo de operações compromissadas — R\$ 989.728 milhões (Nota 6.2 e Balanço Patrimonial) —, que já integra a DBGG e dela sairia quando o BCB deixasse o conceito de governo geral. O salto líquido é de R\$ 1.870.211 milhões, equivalente a 14,7% do PIB.

Atenção: o valor a subtrair é o passivo de recompra (R\$ 989,7 bi), e não o lastro dado em garantia (R\$ 1.013,8 bi), que é parte do ativo.

A diferença de R\$ 24,0 bi é a sobrecolateralização (“Posição líquida”, Nota 29.2). Os dois caminhos convergem: $2.859.939 - 989.728 = 1.870.211$; ou, decompondo, títulos livres (1.689.159) + garantias de swap (156.675) + empréstimo (330) + posição líquida (24.047) = 1.870.211.

No cenário W, o salto não ocorre: o BCB permanece autarquia de direito público, dentro da LOA, e a carteira livre segue classificada como operação intra-setor, fora da DBGG. A camada 3 é aproximadamente zero, condicionada à manutenção do tratamento metodológico vigente (ver seção 7 deste anexo).

4. Efeito cumulativo do não-abatimento (camada 4)

Variante A — senhoriagem constante em termos nominais (cenário V). O estoque adicional segue $E(t) = E(t-1) \cdot (1+i) + S_0$, com $E(0) = 0$. Os juros adicionais pagos no ano t são $i \cdot E(t-1)$: R\$ 36,2 bi no ano 10 e R\$ 163,6 bi no ano 20. O estoque nominal ao fim de 20 anos é de R\$ 1.464 bi — 11,5% do PIB de hoje, mas apenas 3,6% do PIB do ano 20 caso este cresça a 6% ao ano em termos nominais.

Variante B — senhoriagem cresce com o PIB nominal (caso central, cenário V). Em proporção do PIB, a razão estoque/PIB segue $d(t) = d(t-1) \cdot (1+i)/(1+g) + s$, com $s = S_0/Y_0 \approx 0,15\%$. Com $i = 12,76\%$ e $g = 6\%$ (diferencial $i-g \approx 6,8$ p.p.), o estoque adicional alcança cerca de 5,6% do PIB em vinte anos. Os fluxos anuais correspondentes de juros adicionais são da ordem de R\$ 47 bi no ano 10 e R\$ 252 bi no ano 20.

[16] A senhoriagem aqui medida — juros nominais sobre a base — é a senhoriagem de custo de oportunidade, ou “receita do banco central”, na taxonomia de Buitier (Seigniorage, NBER WP 12.919, 2007) e de Klein e Neumann (Seigniorage: what is it and who gets it?, Review of World Economics, v. 126, 1990); por isso é maior que a senhoriagem “estrita”, ou de bem-estar, da tradição do imposto inflacionário (Cagan, 1956; Friedman, 1971; no Brasil, Cysne, Revista de Economia Política, v. 24, 2004), que capta apenas a erosão real da base monetária. Adota-se a primeira por ser a medida pertinente ao problema fiscal — é o fluxo que hoje é transferido ao Tesouro e abate a DPMFi nominal —, com a ressalva de que somente a base não remunerada o gera, pois os passivos remunerados (compromissadas, compulsórios a prazo) corroem a senhoriagem líquida (Reis, 2013; Bell et al., BIS Bulletin 68, 2023).

Cenário W (Variante B com S_0^W). O modelo é linear em S_0 : a camada 4 do cenário W corresponde à fração ($S_0^W/18,6$) da camada 4 do cenário V, o que a rodada direta do modelo confirma. Com $i = 12,76\%$ e $g = 6\%$, o estoque adicional em vinte anos é de 1,4% do PIB para $S_0^W = R\$ 4,8$ bi e de 3,0% do PIB para $S_0^W = R\$ 10$ bi. Os fluxos anuais de juros adicionais são da ordem de R\$ 12 bi no ano 10 e R\$ 65 bi no ano 20 no piso da faixa, e de R\$ 25 bi e R\$ 135 bi no teto. Como a camada 3 do cenário W é aproximadamente zero, a soma das camadas 3 e 4 coincide com a camada 4: entre 1,4 e 3,0 pontos percentuais do PIB, contra 20,3 a 21,7 pontos no cenário V.

5. Sensibilidade ao diferencial juro-crescimento e à faixa de S_0^W

A magnitude da camada 4 é governada pelo diferencial $i-g$; no cenário W, também pelo tamanho do orçamento administrativo. Mantido $i = 12,76\%$, o quadro abaixo varia o crescimento nominal g entre 5% e 7% e S_0^W ao longo da faixa R\$ 4,8-10 bi (colunas W, identificadas pelo valor de S_0^W em R\$ bilhões). No cenário V, somam-se as camadas 3 (14,7 p.p.) e 4; no cenário W, a soma coincide com a camada 4. A coluna "V: 3+4 ($S_0 = 23,3$)" acrescenta a leitura completa do cenário V, que soma ao excedente retido o custeio convertido em dívida compromissada.

g	i-g	V: camada 4	V: 3+4 (p.p.)	V: 3+4 ($S_0 = 23,3$)	W: 4,8	W: 6	W: 8	W: 10
5%	7,76 p.p.	6,30%	21	22,6	1,60%	2,00%	2,70%	3,40%
6% (central)	6,76 p.p.	5,60%	20,3	21,7	1,40%	1,80%	2,40%	3,00%
7%	5,76 p.p.	5,00%	19,7	21	1,30%	1,60%	2,20%	2,70%

Adota-se como referência, no cenário V, $\approx 5,6\%$ do PIB para a camada 4 e ≈ 20 a 22 pontos do PIB para a soma das camadas 3 e 4 no horizonte de uma geração; no cenário W, a faixa de 1,4% a 3,0% do PIB, com o tamanho do orçamento administrativo como variável-chave. A planilha que acompanha esta nota detalha as duas colunas de cenário.

Leitura completa (cenário V com a senhoriagem integral). Somando ao excedente retido o custeio convertido em compromissada – que, sob a PEC, é financiado por emissão e não pelo Orçamento Geral da União –, o parâmetro relevante passa a $S_0 = R\$ 23,3$ bilhões/ano. Como o modelo é linear em S_0 , a camada 4 sobe para $\approx 7,0\%$ do PIB e a soma das camadas 3 e 4 para $\approx 21,7$ pontos em vinte anos; os fluxos de juros adicionais escalam na mesma proporção, para $\approx R\$ 59$ bilhões no décimo ano e $\approx R\$ 316$ bilhões no vigésimo. Reportam-se, assim, as duas leituras – conservadora ($S_0 = 18,6$) e completa ($S_0 = 23,3$) – como faixa do efeito.

6. Ressalvas metodológicas

(a) Camadas 2 e 4 são o mesmo mecanismo. A camada 2 (fluxo anual de juros adicionais) e a camada 4 (estoque acumulado) descrevem o mesmo

não-abatimento; somam-se apenas as camadas 3 e 4, nunca a 2 com a 4. A regra vale nos dois cenários.

(b) Referência temporal. A camada 3 (14,7%, cenário V) é medida contra o PIB de hoje; a camada 4 acumula-se ao longo de vinte anos, expressa como proporção do PIB contemporâneo do respectivo ano.

(c) Custo de carregamento. Usa-se o custo médio da DPMFi (12,76%, Tesouro), pertinente ao custo de dívida adicional do Tesouro, e não o rendimento da carteira do BCB (11,59% em 2025, Nota 37.4). Os dois números respondem a perguntas distintas.

(d) Condicionalidade do cenário W. A camada 3 ≈ 0 e a camada 4 reduzida do cenário W estão condicionadas a duas verificações: a manutenção do tratamento do BCB no perímetro estatístico do governo geral (seção 7 abaixo) e a quantificação do orçamento administrativo custeado por receitas próprias (S_0^W), reportada como faixa precisamente por depender da recomposição salarial e de quadros que a lei de carreira vier a definir. Ambas as grandezas devem ser lidas como ordens de magnitude, não como projeções exatas.

7. Nota de perímetro da Dívida Bruta do Governo Geral

O fundamento metodológico da camada 3 ≈ 0 no cenário W é a sistemática de consolidação do Manual de Estatísticas Fiscais do BCB (março de 2018). O Manual inclui “as autarquias e fundações nas respectivas categorias de governos a que pertencem” (p. 9), de modo que uma autarquia federal de direito público consolida no governo federal e, portanto, no governo geral; e estabelece que a DBGG “abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais”, sendo que, “no caso do Banco Central, são incluídas apenas as operações compromissadas realizadas com títulos públicos” (p. 24) – a carteira livre permanece fora do indicador. O próprio Manual justifica o tratamento estatístico do BCB por dois fundamentos: “a sistemática de transferência do resultado da Autoridade Monetária para o Tesouro Nacional e a inclusão de suas despesas com custeio administrativo e pessoal na lei orçamentária da União, conforme estabelece a Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 5.º, § 6.º)” (p. 9). Sob a Emenda 27-CCJ, ambos os fundamentos desaparecem (orçamento fora dos arts. 165 a 169; transferências fora das metas fiscais; entidade fora do regime de direito público). Sob a Emenda 26, o orçamento permanece na LOA (novo inciso IV do § 5.º do art. 165) e a transferência do excedente persiste (art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019, não revogado) – com a ressalva de que o custeio por receitas próprias modifica parcialmente a âncora do art. 5.º, § 6.º da LRF, o que recomenda registrar a camada 3 do cenário W como aproximadamente zero, condicionada à manutenção do tratamento metodológico pela autoridade estatística, e não como zero por definição.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADRIAN, Tobias; KHAN, Ashraf; MENAND, Lev. “A New Measure of Central Bank Independence”. IMF Working Paper WP/24/35. Washington, D.C.: International Monetary Fund, fev. 2024.

AKLIN, Michaël; KERN, Andreas; NEGRE, Mario. “Does Central Bank Independence Increase Inequality?” Policy Research Working Paper n.º 9522. Washington, D.C.: World Bank, jan. 2021.

ANAFE; SinTBacen; SINAL. “Nota Técnica Conjunta à PEC 65/2023.” Brasília: ANAFE, SinTBacen, SINAL, 29 maio 2024.

ARCHER, David; MOSER-BOEHM, Paul. “Central bank finances.” BIS Papers n.º 71. Basel: Bank for International Settlements, 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2024.” Brasília: BCB, fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Relatórios Integrados (RIG) 2020 a 2025.” Brasília: BCB, 2021–2026.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Voto 50/2025-CMN: Proposta de Orçamento de Receitas e Encargos das Operações de Autoridade Monetária para 2026.” Brasília: BCB, 28 ago. 2025.

BANCO CENTRAL EUROPEU. “Código de Conduta para altos funcionários do Banco Central Europeu (Single Code of Conduct).” Jornal Oficial da União Europeia, série C, n.º 478, 16 dez. 2022.

BARCELLOS, Thais; GRANER, Fabio. “Divergência sobre PEC da autonomia orçamentária do BC amplia desgaste entre Galípolo e Fazenda”. O Globo, Brasília, 26 maio 2026. Economia. Disponível em: [<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2026/05/26/divergencia-sobre-pec-da-autonomia-orcamentaria-do-bc-amplia-desgaste-entre-galipolo-e-fazenda.ghtml>]. Acesso em: 11 jun. 2026.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. “Quatro tetos e um funeral: o novo arcabouço/regra fiscal e o projeto social-liberal do ministro Haddad”. Nota do CECON, n. 21, 2023.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. “A PEC 65: independência ou patrimonialismo no Banco Central?” A Terra é Redonda, São Paulo, 17 jun. 2024

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. “Autonomia financeira do Banco Central: o que propõe a PEC 65/2023 e por que ela ameaça a regulação prudencial e a dívida pública da União.” Nota Técnica n.º 22. TRANSFORMA/Fundação Friedrich Ebert (FES Brasil).

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. “Autonomia financeira do Banco Central e os riscos da PEC 65.” Folha de S. Paulo, 08/06/2026. [<https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2026/06/autonomia-financeira-do-banco-central-e-os-riscos-da-pec-65.shtml>]

BELL, Sarah; CHUI, Michael; GOMES, Tamara; MOSER-BOEHM, Paul; PIERRES TEJADA, Albert. “Why are central banks reporting losses? Does it matter?” BIS Bulletin n.º 68. Basel: Bank for International Settlements, 7 fev. 2023.

BERCOVICI, Gilberto. “Sobre o Banco Central “independente”.” Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico, ano 11, n.º 21, mar./ago. 2022, p. 149- 154.

BHOLAT, David; GUTIERREZ, Karla. “The ownership of central banks. Bank Underground, 18 out. 2019.”

BRASIL. “Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, e cria o Conselho Monetário Nacional.” Brasília: 31 dez, 1964.

BRASIL. “Lei n.º 11.803, de 5 de novembro de 2008. Dispõe sobre a utilização do resultado do BCB.” Brasília: 5 nov, 2008.

BRASIL. “Lei n.º 13.820, de 3 de maio de 2019. Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil.” Brasília: 3 maio, 2019.

BRASIL. “Lei Complementar n.º 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia.” Brasília: 24 fev, 2021.

BRASIL. “Secretaria do Tesouro Nacional. Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.” Brasília: STN, 2019.

BRASIL. Senado Federal. “Proposta de Emenda à Constituição n.º 65, de 2023.” Brasília: Senado, 27 nov. 2023.

BRASIL. Senado Federal. “Pareceres do Relator Sen. Plínio Valério à PEC 65/2023.” Brasília: Senado, série de 5 jun. 2024 a 10 jun. 2026.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. “Ação Direta de Inconstitucionalidade n.º 6.696/DF.” Relator Min. Ricardo Lewandowski; redator do acórdão Min. Luís Roberto Barroso. Julgada em 2023.

BUITER, Willem H. “Seigniorage.” Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2007. (NBER Working Paper, n. 12.919).

BUNEA, Daniela; KARAKITSOS, Polychronis; MERRIMAN, Niall; STUDENER, Werner. “Profit distribution and loss coverage rules for central banks.” ECB Occasional Paper n.º 169. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2016.

CAGAN, Phillip. “The monetary dynamics of hyperinflation.” In: FRIEDMAN, Milton (org.). Studies in the quantity theory of money. Chicago: University of Chicago Press, 1956. p. 25-117.

CARDONI, Edison Lobão. “A “emenda Master” na PEC 65/2026.” CONDSEF/Brasil de Fato, 8 e 11 maio 2026. Disponível em: <https://www.brasildefato.com.br/colunista/2026/05/11/a-emenda-master-na-pec-652026-e-o-risco-do-regulado-legislar-pelo-regulador/>.

CIDADE SCHMORANTZ ADVOGADOS ASSOCIADOS. “Nota Técnica / PEC 65/2023 – análise do substitutivo do relator publicado em 16/04/2026.” Brasília, 20 abr. 2026.”

CYSNE, Rubens Penha. “Imposto inflacionário e transferências inflacionárias no Brasil: 1947-2003.” Revista de Economia Política, v. 24, n. 4, p. 620-624, 2004.

DA SILVA, Benedita. “Projeto de Lei n.º 2.929, de 2026. Declara o Sistema de Pagamentos Instantâneos (Pix) e a infraestrutura pública operada pelo Banco Central do Brasil como infraestrutura estratégica nacional e dá outras providências.” Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 9 jun. 2026.

DORNELAS, Larissa Naves de Deus. “A conveniente miopia sobre a relação Banco Central – Tesouro Nacional.” *Le Monde Diplomatique Brasil*, 7 maio 2024.

DORNELAS, Larissa Naves de Deus. “PEC 65/2023 e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional.” *Brazilian Keynesian Review*, v. 10, n. 2, 2024.

ESTADOS UNIDOS. United States Code, Título 18, § 207: restrições ao exercício de atividades por ex-agentes do Poder Executivo e Legislativo (período de um ano para altos dirigentes, § 207(c)). Washington, D.C.

FRIEDMAN, Milton. “Government revenue from inflation.” *Journal of Political Economy*, v. 79, n. 4, p. 846-856, 1971.

KLEIN, Martin; NEUMANN, Manfred J. M. “Seigniorage: what is it and who gets it?” *Weltwirtschaftliches Archiv (Review of World Economics)*, v. 126, n. 2, p. 205-221, 1990.

LERNER, Abba P. “Functional finance and the federal debt.” *Social Research*, New York, v. 10, n. 1, p. 38-51, 1943.

LERNER, Abba P. “The economics of control: principles of welfare economics.” New York: Macmillan, 1944.

LERNER, Abba P. “The economics of employment.” New York: McGraw-Hill, 1951.

CHANGE. Manifesto contra a PEC da autonomia financeira do Banco Central.” [S. l.], 3 jun. 2026. Disponível em: <https://c.org/62bLyPSDdw>. Acesso em: 11 jun. 2026.

OREIRO, José Luis. “Não à PEC 65/2023: o Banco Central é uma instituição típica de Estado, não uma empresa.” Florianópolis: NECAT/UFSC, 2024.

PENIDO DE FREITAS, Maria Cristina. “Arcabouço institucional dos bancos centrais em perspectiva comparada.” Apresentação no Seminário Corecon-SP/ABED – Autonomia do Banco Central. São Paulo, 25 maio 2026.

PINTO, Élide Graziane. “PEC 65/23: independência orçamentária para quem?” *JOTA, Opinião e Análise*, 12 maio 2026.

REIS, Ricardo. “The mystique surrounding the central bank’s balance sheet, applied to the European crisis.” *American Economic Review*, v. 103, n. 3, p. 135-140, 2013.

RONCAGLIA, André. “A busca de Campos Neto por um almoço grátis.” *Folha de S. Paulo*, 9 maio 2024.

STRECK, Lenio. “Nota Técnica sobre a (in)constitucionalidade da PEC n.º 65/2023.” Porto Alegre: Streck & Trindade Advogados, 17 abr. 2026.

UCZAI, Pedro; TEIXEIRA, Paulo. "Proposta de Emenda à Constituição apresentada em 10 de junho de 2026 (aguardando numeração na Câmara dos Deputados). Acrescenta parágrafo único ao art. 192 da Constituição Federal para assegurar a soberania nacional na instituição e operação dos sistemas de pagamento e vedar restrições impostas por governo estrangeiro ou decorrentes de tratados, acordos ou negociações internacionais lesivas à soberania ou aos interesses nacionais." Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 10 jun. 2026.

WRAY, L. Randall. "Senhoriagem ou soberania?" *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, p. 137-146, 2002.

