

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

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Pedro Paulo Zahluth Bastos*

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 nº 22). 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 Unicamp; Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) e do Transforma.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
O QUE PROPÕE A PEC 65/2023: TRAJETÓRIA, JUSTIFICATIVAS E ESTADO ATUAL	8
O ARCABOUÇO ATUAL: FINANCIAMENTO DO BCB E REGIME JURÍDICO DOS SERVIDORES	11
O ARGUMENTO DO “ALINHAMENTO INTERNACIONAL”	12
O CUSTO FISCAL DA APROPRIAÇÃO DA SENHORIAGEM	14
O RISCO INSTITUCIONAL: COMO A MUDANÇA DE ESTATUTO E A AUTONOMIA FINANCEIRA AMEAÇAM A AUTONOMIA OPERACIONAL JÁ VIGENTE	20
CONCLUSÃO	27
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	29

RESUMO EXECUTIVO

- A Proposta de Emenda à Constituição (PEC) n.º 65, de 2023, retorna à pauta da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado Federal em maio de 2026, agora sob substitutivo do Senador Plínio Valério apresentado em 16 de abril. O texto pretende conferir autonomia orçamentária e financeira ao Banco Central do Brasil (BCB), permitindo que a autarquia financie suas despesas correntes com receitas próprias derivadas da senhoriagem, fora do orçamento aprovado pelo Congresso. A substituição da fórmula original “empresa pública” pela mais branda “entidade pública de natureza especial” tem sido apresentada como concessão substantiva às críticas acumuladas desde 2024; esta nota técnica argumenta o contrário: a alteração é predominantemente cosmética. Os elementos que motivaram as críticas — apropriação da senhoriagem pelo BCB, fragilização do regime do servidor concursado, exclusão das transferências e coberturas do cômputo do resultado fiscal — permanecem inteiros no substitutivo.

- A tese da nota se decompõe em três proposições articuladas.
Primeira: ao contrário do que apregoa o argumento do “alinhamento internacional”, a combinação institucional proposta pela PEC — entidade pública especial, com regime laboral incerto, financiada por senhoriagem retida, sem aprovação orçamentária ex ante pelo Legislativo e com prerrogativa de submeter proposições legislativas ao Presidente da República — não tem paralelo robusto no mundo capitalista relevante. A trajetória histórica internacional foi de publicização dos bancos centrais (Banco da Inglaterra, Bundesbank, Banco da França, Banco do Japão), não de privatização do regime jurídico; nenhum banco central de país comparável exclui o lucro de senhoriagem do cômputo do resultado fiscal da União, como faz o § 7.º, II do substitutivo. **Segunda:** longe de reforçar a autonomia operacional já consagrada pela Lei Complementar n.º 179/2021, a mudança do estatuto jurídico tende a fragilizá-la, ao multiplicar os vetores de interferência política, lobística e mercantil sobre a nomeação de diretores e o quadro funcional do BCB. O caso da Emenda 11 (“Master”), do Senador Ciro Nogueira — investigado pela Operação Compliance Zero deflagrada pela Polícia Federal em 7 de maio de 2026 — exemplifica o mecanismo pelo qual o regulado pode eventualmente tentar legislar pelo regulador, o que é autorizado pela Emenda 14, do Senador Sergio Moro. **Terceira:** a senhoriagem é receita pública decorrente do exercício de poder soberano; sua retenção pelo BCB representa apropriação indébita de recursos do Tesouro em favor de uma única rubrica orçamentária. Sob a Lei n.º 13.820/2019, a senhoriagem positiva é hoje destinada ao abate da dívida pública mobiliária federal; sob a PEC, passaria a financiar despesa do BCB, com aumento líquido da dívida bruta do governo geral.

- Os defensores da PEC mobilizam um argumento aparentemente atrativo: a proposta produziria “alívio fiscal” para o Tesouro, da ordem de R\$ 4 bilhões por ano, na medida em que a despesa administrativa do BCB deixaria de figurar como despesa primária do governo central. A afirmação é contabilmente correta, mas oculta a face decisiva da operação. A senhoriagem hoje não compõe o resultado primário do Tesouro — é receita financeira destinada exclusivamente ao abate da dívida pública mobiliária federal. Sua retenção pelo BCB, portanto, não implica perda direta de receita primária; o que produz é efeito sobre a dívida bruta do governo geral. A engrenagem é direta: a senhoriagem positiva, hoje destinada ao abate da dívida, passaria a ser despendida pela autarquia em folha salarial, custeio e investimento; o excesso de moeda decorrente seria esterilizado pelo próprio BCB via operações compromissadas — que são dívida pública. O efeito líquido é a conversão de receita que abateria dívida em despesa cujo financiamento gera dívida. Em magnitude: no período 2017-2025, o saldo líquido positivo da senhoriagem, descontada a despesa administrativa do BCB no Orçamento Geral da União, foi de R\$ 167,2 bilhões em valores constantes de dezembro de 2025 — equivalente, em valores acumulados, a aproximadamente 1,5% do PIB anual médio do período — ou, em termos de impacto anual médio, cerca de 0,17% do PIB ao ano. É essa magnitude que mede o impacto verdadeiro da apropriação proposta, não o alívio contábil de R\$ 4 bilhões por ano no resultado primário.
- A esse efeito direto soma-se um agravamento: o § 7.º, II do substitutivo determina que “as transferências e coberturas de resultados e as emissões e resgates de títulos previstos na legislação não serão contabilizados nas metas fiscais para receitas, despesas ou resultado do setor público”. O dispositivo invisibiliza, no sistema de metas fiscais, tanto a senhoriagem hoje destinada ao Tesouro quanto a cobertura de prejuízos do BCB pela União via emissão de títulos — mecanismo que entre 2008 e 2018 mobilizou R\$ 714,8 bilhões em aportes ao BCB para cobertura de resultados negativos. Sob o regime atual, esse efeito sobre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é visível no balanço; sob a PEC, permaneceria existindo na realidade econômica, mas seria retirado do radar institucional. A PEC não elimina o problema fiscal — apenas remove o instrumento de monitoramento que hoje permite avaliá-lo.

- O desenho institucional cria, ainda, incentivos perversos sobre a condução das políticas monetária e cambial. Sob o regime atual, o BCB executa essas políticas sem interesse institucional direto na magnitude da receita gerada: o resultado, qualquer que seja, vai para a União. A PEC rompe esse encadeamento ao transferir parte dessa receita para o próprio BCB. 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, a receita diminui ou se torna negativa. Contudo, com a PEC, a sustentabilidade financeira da estrutura material e burocrática do BCB passa a depender, sob o novo regime, de um cenário macroeconômico em que a inflação e a taxa nominal de juros sejam suficientemente altas. Na política cambial, ocorre o mesmo conflito de interesses: o BCB passaria a se beneficiar diretamente do estoque de reservas internacionais (R\$ 2,19 trilhões em 2024, aproximadamente 45% do ativo total da instituição) e dos resultados patrimoniais de operações com derivativos cambiais (posição passiva nocional em swap cambial de R\$ 769 bilhões no encerramento de 2024). Em sistemas institucionais bem desenhados, o agente responsável por executar uma política não deve ser beneficiário direto do produto financeiro dessa política — princípio elementar de boa governança que a PEC viola.
- Resta a pergunta política central, em torno da qual deveria se organizar o debate público: por que esta prioridade no uso dos lucros da senhoriagem? 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 alocar recursos da ordem de dezenas de bilhões de reais para custear despesas de uma única autarquia? Por que reduzir a autonomia burocrática dos servidores concursados, expô-los à ameaça de exoneração, e ampliar a possibilidade de captura do regulador pelo regulado? Por que criar um regime em que aumentos da despesa de pessoal acima do parâmetro do Novo Arcabouço Fiscal (IPCA mais 2,5% ao ano) dependem de autorização expressa do Senado Federal, abrindo canal permanente de barganha entre a diretoria do BCB autonomizado e parlamentares específicos? E, sobretudo: por que deixar em aberto, no texto constitucional, o destino do excesso da senhoriagem retida sobre o gasto administrativo permitido, sabendo que esse excesso supera em quase cinco vezes a despesa atual do BCB no Orçamento Geral da União?
- A nota técnica não defende a manutenção do *status quo*. Defende, sim, que o caminho de reforma do arranjo institucional do BCB passe por aprofundamento — não retrocesso — dos mecanismos de controle democrático e de proteção da carreira de Estado. A defasagem salarial dos servidores, o subdimensionamento parcial do quadro técnico e a necessidade de investimento em tecnologia de combate ao crime organizado no sistema financeiro são problemas reais, mas 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.

1. INTRODUÇÃO

A Proposta de Emenda à Constituição n.º 65, de 2023, retorna à pauta da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) do Senado Federal em maio de 2026 envolvendo de novo intensa atenção pública. O texto propõe a autonomia orçamentária e financeira e a mudança do estatuto jurídico-institucional do Banco Central do Brasil (BCB). Depois de muitas críticas, a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) chega à CCJ modificada pelo substitutivo apresentado pelo Senador Plínio Valério em 16 de abril de 2026, que se distancia retoricamente da redação original — outorgada por quarenta e dois senadores e protocolada em 27 de novembro de 2023[1] — ao substituir a expressão “organizada sob a forma de empresa pública” pela fórmula mais branda “entidade pública de natureza especial”. Compreensivelmente, a mudança de redação tem sido apresentada como concessão substantiva às críticas acumuladas desde 2024. Esta nota técnica argumenta, ao contrário, que a alteração é predominantemente cosmética: os elementos que motivaram a crítica permanecem inteiros no substitutivo.

Cabe demarcar o escopo desta nota com precisão. Não se discute aqui a Lei Complementar (LC) n.º 179, de 24 de fevereiro de 2021[2], que consagrou a autonomia técnica, operacional e administrativa do BCB, com mandatos fixos para os dirigentes. Tampouco se discute se a remuneração dos servidores do BCB merece recomposição após a

defasagem acumulada desde a Emenda Constitucional do Teto de Gastos. O objeto da avaliação técnica é específico: a **autonomia orçamentária e financeira** e a mudança do **estatuto jurídico-institucional** pretendidas pela PEC 65/2023 — sobretudo o financiamento das despesas correntes do BCB por receitas próprias derivadas da senhoriagem, fora do orçamento da União aprovado pelo Congresso.

A tese central da nota se decompõe em três proposições articuladas. **Primeira:** ao contrário do que apregoa o argumento do “alinhamento internacional”, a combinação institucional proposta pela PEC — entidade pública especial, com regime laboral incerto, financiada por senhoriagem retida, sem aprovação orçamentária ex ante pelo Legislativo e com prerrogativa de submeter proposições legislativas ao Presidente da República — não tem paralelo robusto no mundo capitalista relevante. **Segunda:** longe de reforçar a autonomia operacional já vigente, a mudança do estatuto jurídico tende a fragilizá-la, ao ampliar a porta de entrada para a interferência política, lobística e mercantil sobre a nomeação de diretores e o quadro funcional do BCB. O caso da Emenda 11 (“Master”), do Senador Ciro Nogueira, e da Emenda 14 do Senador Sergio Moro, conjugado com a Operação Compliance Zero deflagrada pela Polícia Federal em 7 de maio de 2026, fornece ilustração empírica recente do mecanismo de captura sob discussão.

[1]BRASIL. Senado Federal. Proposta de Emenda à Constituição n.º 65, de 2023. Primeiro signatário: Senador Vanderlan Cardoso (PSD/GO). Brasília, 27 de novembro de 2023. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/161116>.

[2]BRASIL. Lei Complementar n.º 179, de 24 de fevereiro de 2021. Diário Oficial da União, Brasília, 25 fev. 2021. Estabelece autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira do Banco Central do Brasil; mandatos não coincidentes com o do Presidente da República para o presidente e os diretores da autarquia; e fixa a estabilidade de preços, com observância das demais funções de política econômica, como objetivos do BCB.

Terceira: a senhoriagem é receita pública que decorre do exercício de poder soberano e hoje abate dívida do Tesouro Nacional; sua retenção pelo BCB, somada à exclusão das transferências e coberturas do cômputo do resultado fiscal — dispositivo expresso no § 7º, II do substitutivo de 16 de abril —, representa apropriação indébita de recursos do Tesouro em favor de uma única rubrica orçamentária que não é considerada prioritária pela população brasileira em momento de revolta contra salários que desrespeitam o teto salarial do serviço público. Como mostraremos na seção 5, o argumento de “alívio fiscal” no resultado primário, repetidamente mobilizado pelos defensores da PEC, é contabilmente correto, mas oculta o efeito agregado adverso: a senhoriagem, hoje destinada ao abate da dívida pública mobiliária federal, passaria a financiar despesa corrente do BCB, com aumento líquido da dívida bruta do governo geral. Além disso, esse arranjo cria incentivos institucionais perversos sobre a condução da própria política monetária.

A nota está organizada em seis seções, além desta introdução. A seção 2 reconstitui o conteúdo da PEC e o argumento dos seus defensores na versão mais forte. A seção 3 descreve o arcabouço de financiamento e o regime jurídico de pessoal hoje vigentes. A seção 4 confronta a tese do “alinhamento internacional” com a experiência comparada de bancos centrais relevantes. A seção 5 quantifica o custo fiscal da apropriação da senhoriagem, com série atualizada para dezembro de 2025, e desfaz a confusão entre “alívio primário” e efeito sobre a dívida bruta. A seção 6, núcleo argumentativo, articula os vetores de risco institucional aberto pela mudança de estatuto jurídico. A seção 7 apresenta as conclusões.

2. O QUE PROPÕE A PEC 65/2023: TRAJETÓRIA, JUSTIFICATIVAS E ESTADO ATUAL

2.1. Da proposta original ao substitutivo de 16 de abril de 2026

A PEC 65/2023 foi protocolada em 27 de novembro de 2023, tendo como primeiro signatário o Senador Vanderlan Cardoso (PSD/GO) e como signatários — entre outros — os Senadores Davi Alcolumbre, Ciro Nogueira, Rogério Marinho, Sergio Moro, Hamilton Mourão e Flávio Bolsonaro[3]. O texto original alterava o art. 164 da Constituição para definir o Banco Central como “instituição de natureza especial, com autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira, organizada sob a forma de empresa pública e dotada de poder de polícia”, com imunidade tributária extensiva, autonomia de gestão patrimonial e remissão a lei complementar para a organização interna e o regime de pessoal.

Após vinte e nove meses de tramitação, 21 emendas e oito versões de parecer, o substitutivo encaminhado à pauta da 7.^a Reunião Extraordinária da CCJ — originalmente marcada para 6 de maio de 2026 e adiada na véspera — reformula o art. 164 da Constituição nos seguintes termos centrais[4]:

[3]Os 42 signatários originais incluem nomes ligados a diferentes legendas. Após a tramitação inicial, a relatoria foi entregue ao Senador Plínio Valério (PSDB/AM). A discussão na CCJ produziu oito versões sucessivas de parecer, de 5 de junho de 2024 a 16 de abril de 2026, todas disponíveis no portal do Senado Federal.

[4]BRASIL. Senado Federal. Parecer do Relator Senador Plínio Valério à PEC 65/2023, com complementação de voto incorporando até a Emenda n.º 21. Brasília, 16 de abril de 2026, DOCSF26905985692820260416, pp. 26-29.

§ 4.º O Banco Central é entidade pública de natureza especial com autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira, integrante do setor público financeiro e dotada de poder de polícia, incluindo poderes de regulação, supervisão e resolução, na forma da lei, e submetido ao previsto no art. 50 desta Constituição.

§ 5.º Lei complementar disporá sobre os objetivos, a estrutura e a organização do Banco Central, asseguradas: I – a autonomia de gestão administrativa, contábil, orçamentária, financeira, operacional e patrimonial; II – a ausência de vinculação a Ministério ou a qualquer órgão ou sistema da Administração Pública e de tutela ou subordinação hierárquica; III – a sujeição a regime jurídico próprio de autoridade monetária, compatível com a manutenção e funcionamento de estrutura organizacional apropriada para a intervenção na ordem econômica e financeira; e IV – a prerrogativa de submeter, por ato próprio, proposições legislativas ao Presidente da República, em assuntos de seu interesse institucional, sem prejuízo da assinatura conjunta do Ministro de Estado competente para a matéria.

§ 7.º A lei disporá sobre o relacionamento financeiro entre o Banco Central e a União, observado que: I – o balanço do Banco Central contemplará a constituição de reservas de resultado orientadas, no mínimo, à preservação da integridade de seu patrimônio institucional e à cobertura de perdas e contingências; e II – as transferências e coberturas de resultados e as emissões e resgates de títulos previstos na legislação de que trata o caput deste parágrafo não serão contabilizados nas metas fiscais para receitas, despesas ou resultado do setor público.

Cinco pontos da redação merecem destaque. Primeiro, a substituição de “empresa pública” por “entidade pública de natureza especial” atende a uma das críticas mais corrosivas formuladas pela área técnica do BCB e por sindicatos — a perda do regime de direito público —, mas mantém intactas as características substantivas: autonomia orçamentária e financeira; ausência de subordinação a Ministério; lei complementar reservada para organização interna, carreiras e remuneração; prerrogativa de submeter proposições legislativas diretamente ao Presidente. Segundo, o §7.º, II, introduz norma fiscal de altíssima relevância prática: as transferências entre BCB e Tesouro, bem como as emissões e resgates de títulos para cobertura de prejuízos, deixam de compor as metas fiscais. Esse dispositivo não estava no texto original e foi acrescentado no substitutivo entre o final de 2024 e o início de 2026. Terceiro, o §8.º (não reproduzido acima) autoriza o BCB a realizar “negócios jurídicos com entidades e fundos que atuem no mercado secundário de títulos de emissão do Tesouro Nacional” — perímetro regulatório ampliado por dispositivo da Emenda 17 (Senador Rogério Carvalho, PT/SE), incorporada integralmente pelo relator. Quarto, o art. 5.º novo, não constante da proposta original, autoriza o BCB a “processar, gerir e pagar” as aposentadorias e pensões de seus próprios servidores, separando essa atividade da estrutura previdenciária da União. Quinto, a salvaguarda explícita sobre despesas administrativas no art. 4.º do substitutivo opera em duas camadas. O caput condiciona à conclusão prévia da “recomposição do quadro de pessoal” a fixação do limite geral pela lei complementar — fase inicial sem teto definido na própria emenda constitucional, vulnerabilidade já apontada por nota técnica do escritório Cidade Schmorantz. O § 1.º permite que o limite das despesas

administrativas seja superado mediante “autorização expressa da comissão temática pertinente do Senado Federal”. O § 2.º estabelece, especificamente para a despesa de pessoal e encargos sociais, o limite anual de IPCA mais 2,5% – parâmetro equivalente ao crescimento máximo permitido pelo Novo Arcabouço Fiscal (LC n.º 200/2023) aos demais órgãos da União, com uma distinção decisiva: aumentos acima desse teto dependem apenas de autorização do Senado Federal, não de projeto de lei aprovado pelas duas Casas. Ponto decisivo, contudo, é que a salvaguarda do art. 4.º recai sobre o uso direto de receitas pelo gasto administrativo, não sobre o destino do excesso da senhoriagem retida sobre esse gasto – e é nesse excesso que reside o problema central da proposta. A senhoriagem média anual no período 2017-2025 foi de R\$ 23,4 bilhões em valores constantes de dezembro de 2025, enquanto a despesa do BCB no Orçamento Geral da União foi de R\$ 4,8 bilhões: razão de quase cinco para um. Mesmo que a despesa administrativa do BCB venha a dobrar após a recomposição prevista no caput do art. 4.º, o excesso da senhoriagem sobre o gasto permanecerá com a autarquia, sem destinação constitucional definida pela PEC e sem obrigação de abater dívida do Tesouro – regra hoje vigente sob o art. 6.º da Lei n.º 13.820/2019. O destino desse excesso, deixado em aberto pelo substitutivo, terá pelo menos cinco vias possíveis: capitalização do regime previdenciário próprio dos servidores do BCB, instituído pelo art. 5.º novo; acumulação de reservas patrimoniais do BCB sem limite constitucional; investimentos financeiros pelo próprio BCB; programas de garantia e operações em mercado secundário de títulos do Tesouro, autorizados pelo § 8.º acrescentado pela Emenda 17 do Senador Rogério Carvalho; e outros usos a serem definidos pela lei complementar reservada. É essa cesta de usos potenciais, e não o teto de pessoal, que a PEC efetivamente cria.

2.2 Os argumentos dos defensores em sua versão mais forte

Em sua versão mais forte, o argumento dos defensores articula quatro proposições. A primeira sustenta que a PEC opera apenas o desdobramento orçamentário-financeiro da autonomia administrativa e operacional já assegurada pela LC 179/2021, que dependeria da via constitucional para se materializar. A segunda invoca o “alinhamento internacional”: bancos centrais relevantes – Reserva Federal, BCE, Banco da Inglaterra, Bancos do Canadá, da Austrália, da Suécia e da Noruega – utilizariam senhoriagem como fonte de financiamento operacional[5].

A terceira mobiliza um argumento de capacidade institucional: o BCB conta hoje com cerca de 3.400 servidores efetivos para um total de aproximadamente 6.470 cargos previstos em lei, enquanto a Reserva Federal teria 23 mil e o *Reserve Bank of India*, 13 mil; sem orçamento próprio, o BCB não conseguiria recompor seu quadro técnico nem investir em tecnologia de combate ao crime organizado no sistema financeiro. A quarta alega que a Lei 13.820, de 2019, já regulamenta a transferência de resultados ao Tesouro, e que essa sistemática “não deve sofrer alteração” – a autonomia financeira do BCB não comprometeria, portanto, a contribuição fiscal do Banco Central.

Sob a presidência de Roberto Campos Neto (2020-2024), o BCB defendeu publicamente a PEC; sob a presidência de Gabriel Galípolo, indicado pelo governo Lula em 2024, depois de hesitação inicial, a defesa foi não apenas mantida como intensificada. Em audiências públicas no Senado em novembro de 2025 e abril de 2026, Galípolo mobilizou o argumento do subdimensionamento de pessoal e – em movimento

[5] VALÉRIO, Plínio. Parecer à PEC 65/2023, versão de 12 de junho de 2024, p. 3. Brasília: Senado Federal, 2024. DOCSF24033867167020240612. A definição reproduzida no parecer é: “senhoriagem é o custo de oportunidade do setor privado em deter moeda comparativamente a outros ativos que rendem juros, sendo a apuração realizada aplicando-se uma medida de taxa de juros nominal da economia sobre o valor da base monetária”.

retórico que merece análise atenta — passou a invocar o caso do Banco Master como evidência de que o BCB “precisa de instrumentos”, sustentando que a aprovação da PEC seria necessária para evitar novos casos[6]. Note-se a inversão lógica: a Emenda 11 (“Master”), do Senador Ciro Nogueira, propunha esvaziar a competência regulatória do BCB precisamente em favor de instituição que apresentava risco sistêmico. O fato de a tentativa ter sido objeto de busca e apreensão pela Polícia Federal, na Operação Compliance Zero de 7 de maio de 2026, demonstrando intervenção de lobistas e políticos em nome de um banco regulado pelo BCB, deveria aumentar a blindagem do BCB em relação a nomeações de servidores sem concurso público e potencialmente influenciados por organizações privadas reguladas pelo BCB. Contudo, a PEC faz o contrário. Sobre isso, voltaremos na seção 6.

Ainda na versão forte do argumento, defensores apontam que o substitutivo de 16 de abril incorpora salvaguardas relevantes: aprovação do orçamento anual de custeio e investimento pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e por comissão temática do Senado; limite para a despesa de pessoal e encargos sociais corrigido pelo IPCA mais 2,5% ao ano, superável por autorização expressa do Senado; manutenção, por ora, do Regime Jurídico Único dos servidores efetivos; e tratamento sucessivo em lei complementar. Como veremos, contudo, essas salvaguardas operam sobre o uso direto de receitas pelo gasto administrativo do BCB, e não sobre o destino do excesso da senhoriagem retida sobre esse gasto — que é a magnitude efetivamente em disputa na proposta. Nas seções seguintes, examinamos cada uma dessas teses em confronto com a evidência.

3. O ARCABOUÇO ATUAL: FINANCIAMENTO DO BCB E REGIME JURÍDICO DOS SERVIDORES

O Banco Central do Brasil é, desde 1964, autarquia federal — pessoa jurídica de direito público regida pelas Leis n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e Complementar n.º 179, de 24 de fevereiro de 2021[7]. A natureza autárquica garante imunidade tributária recíproca (art. 150, VI, “a”, da Constituição), regime jurídico-administrativo único para os servidores, prerrogativas processuais de Fazenda Pública e submissão ao controle do Tribunal de Contas da União. A LC 179/2021 conferiu ao BCB a chamada “natureza especial”, com mandatos fixos para os dirigentes e veto de exoneração ad nutum pelo Presidente da República.

O financiamento operacional do BCB segue arquitetura consolidada e — vale enfatizar — funcional. A Lei n.º 13.820, de 2019, organiza a relação financeira entre BCB e Tesouro a partir de quatro princípios[8]: (i) os resultados positivos são transferidos ao Tesouro Nacional para abate da dívida pública mobiliária federal, com prioridade àquela em poder do BCB; (ii) os resultados negativos são cobertos pela União por meio de emissão direta de títulos, sem contrapartida financeira; (iii) a equalização cambial é segregada em reserva específica de resultado, para absorver perdas decorrentes da variação do valor das reservas internacionais; (iv) o patrimônio líquido do BCB não pode ficar abaixo de 1,5% do ativo total (art. 7.º da Lei 13.820/2019). A Lei Complementar n.º 101, de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), por sua vez,

[6] Cf. Audiência Pública da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal de 25 de novembro de 2025 (Senado Federal, Atividade Legislativa, Comissões, eventos 25/11/2025; disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/comissoes/-/comissao/cae>); Audiência Pública da CAE de 8 de abril de 2026 (mesma fonte, evento de 08/04/2026); registros da reunião do Presidente do BCB Gabriel Galípolo com o Presidente da CCJ em 9 de abril de 2026 (cobertura por Agência Senado em 09/04/2026). A defesa pública da PEC pelo BCB, antes feita por Roberto Campos Neto, foi assumida e intensificada por Galípolo a partir do segundo semestre de 2025.

[7] BRASIL. Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Diário Oficial da União, Brasília, 31 dez. 1964. Recepcionada pela Constituição Federal de 1988 e sucessivamente reformada. A Lei Complementar n.º 179/2021 acrescentou a natureza especial ao regime de autarquia federal e estabeleceu mandatos fixos para o presidente e os diretores do BCB.

[8] BRASIL. Lei n.º 13.820, de 3 de maio de 2019, art. 7.º. Diário Oficial da União, Brasília, 6 maio 2019. Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil; consolida, em particular, a sistemática de equalização cambial, a constituição de reserva de resultado e o procedimento de cobertura de prejuízos cambiais por emissão de títulos do Tesouro Nacional sem contrapartida financeira. O dispositivo limita o aporte de títulos à preservação de patrimônio líquido mínimo equivalente a 1,5% do ativo total do

integra o orçamento administrativo do BCB ao Orçamento Geral da União (OGU): “as despesas do Banco Central do Brasil relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo, inclusive os destinados a benefícios e assistência aos servidores, e a investimentos integrarão as despesas da União”.

Há, portanto, dois conceitos distintos de orçamento que circulam no debate da PEC e que importa não confundir. O Orçamento de Receitas e Encargos de Autoridade Monetária (OAM), definido pela Resolução CMN n.º 5.090/2023, totaliza cerca de R\$ 1 trilhão por ano e cobre os fluxos financeiros das operações de política monetária e cambial — juros sobre reservas internacionais, custo de operações compromissadas, swaps cambiais, remuneração da Conta Única do Tesouro. Esses fluxos não constituem despesa orçamentária da União em sentido estrito e seguem regime contábil distinto. Já a despesa do BCB no Orçamento Geral da União (OGU) — pessoal e encargos sociais, custeio administrativo e investimento — soma cerca de R\$ 4 bilhões por ano e é aprovada pelo Congresso na Lei Orçamentária Anual, ano a ano. É esta última que a PEC pretende submeter ao financiamento por receitas próprias do BCB, fora da Lei Orçamentária Anual (LOA). A senhoriagem *stricto sensu* — aplicação da taxa de juros nominal sobre a base monetária — gera, em média, um valor cinco vezes maior do que a despesa administrativa do BCB no OGU entre 2017 e 2025, que a seção 5 quantifica, em termos absolutos, em R\$ 210,2 bilhões em valores constantes de dezembro de 2025, ou R\$ 167,2 bilhões em excesso da despesa do BCB no Orçamento Geral da União.

No que tange ao regime de pessoal, o BCB é hoje composto por servidores estatutários, submetidos ao Regime Jurídico Único (RJU, Lei n.º 8.112/1990), com estabilidade após estágio probatório

(art. 41 da Constituição), aposentadoria com paridade em parte dos casos e regime previdenciário próprio dos servidores públicos da União. Pesquisa de Dornelas (2024) demonstra que, entre 2016 e 2023, o quadro do BCB perdeu 911 servidores — sendo 615 por aposentadoria ou falecimento e 296 a pedido (ou seja, evasão para outras carreiras ou para o setor privado)[9]. O dado refuta empiricamente, em boa medida, a tese do “derretimento” do quadro técnico do BCB por evasão para bancos privados: a evasão a pedido representou cerca de 1% do quadro por ano, indicador típico de uma carreira de Estado bem estabelecida. A defasagem salarial, real, é problema orçamentário-administrativo — solucionável dentro do regime atual, pela LOA, sem recurso à autonomia financeira constitucional pretendida pela PEC.

4. O ARGUMENTO DO “ALINHAMENTO INTERNACIONAL”

Os defensores da PEC invocam, sistematicamente, a tese de que o modelo proposto colocaria o Brasil em sintonia com as “melhores práticas internacionais”. O argumento, em sua versão fraca, é correto: a maior parte dos bancos centrais relevantes dispõe de alguma forma de autonomia orçamentária — utiliza, em alguma medida, receitas de senhoriagem para custear suas operações, e dispõe de mecanismos de governança orçamentária distintos do tratamento aplicado a outros órgãos do Executivo. Em sua versão forte, contudo, o argumento é **factualmente incorreto**: a combinação institucional pretendida pela PEC 65/2023 — particularmente em sua redação substitutiva atual — **não encontra equivalente em nenhum banco central de país capitalista relevante**. Vejamos os elementos críticos dessa combinação.

[9]DORNELAS, Leonardo Niero de Oliveira. PEC 65/2023 e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional. *Brazilian Keynesian Review*, v. 10, n. 2, 2024. O estudo apresenta dados oficiais sobre evasão e renovação do quadro funcional do BCB entre 2016 e 2023.

4.1. Forma jurídica: a tendência é de publicização, não de privatização

A trajetória histórica internacional, ao longo dos séculos XIX e XX, foi de publicização dos bancos centrais, com nacionalização do capital, conquista do monopólio de emissão e atribuição do regime jurídico de direito público. O Banco da Inglaterra (BoE), nacionalizado em 1946; o Bundesbank alemão (1957); o Banco da França, com capital integralmente público desde a Lei n.º 93-980, mas classificado pela jurisprudência como “*personne publique sui generis*” em regime de direito administrativo[10]; o Banco do Japão, regido pelo Bank of Japan Act (1997), pessoa jurídica de direito público — todos os exemplos relevantes apontam na direção contrária à da PEC.

A Nota Técnica conjunta da Associação Nacional dos Advogados Públicos Federais (ANAFE), Sindicato Nacional dos Técnicos do Banco Central do Brasil (SinTBacen) e o Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central (SINAL)[11] registra, com correção, que “não é usual que as constituições disponham sobre a natureza formal dos bancos centrais, nem sobre o regime jurídico a ser aplicado”: o normal é que o legislador infraconstitucional defina a forma jurídica. Constitucionalizar o estatuto de “entidade pública de natureza especial” não é desdobramento natural da experiência internacional — é, ao contrário, anomalia institucional brasileira.

Esses arranjos vêm, em regra, acompanhados de elementos de governança que o desenho proposto pela PEC brasileira não replica integralmente — embora a comparação ponto a ponto escape ao escopo limitado dessa nota técnica.

Entre as salvaguardas usuais nos países desenvolvidos figuram: limites legais sobre o ritmo de crescimento das despesas de pessoal e administrativas, definidos em lei ordinária ou regulamento detalhado; submissão integral ao controle do tribunal de contas equivalente ou auditoria externa independente vinculante; aprovação *ex ante* do orçamento por comissão parlamentar competente; restrições explícitas à mobilidade de quadros para o setor regulado, com períodos de quarentena; e — sobretudo — manutenção do servidor de banco central como servidor público estatutário ou em vínculo equivalente, com proteção contra exoneração imotivada. O substitutivo brasileiro contempla o primeiro item (limite anual de IPCA mais 2,5% para a despesa de pessoal e encargos sociais, superável por autorização do Senado) e mantém formalmente o segundo (Tribunal de Contas da União); silencia, contudo, sobre os demais — em particular, sobre quarentena e sobre o regime do vínculo funcional dos novos servidores.

4.2. Senhoriagem e financiamento: o que efetivamente é prática internacional

Os estudos do Banco de Compensações Internacionais (em inglês, *Bank for International Settlements – BIS*)[12] e do Banco Central Europeu,[13] descrevem uma variedade considerável de arranjos. O elemento comum não é a privatização do regime do banco central, mas o equilíbrio entre autonomia financeira operacional e disciplina orçamentária. O Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (em inglês, *Federal Reserve System – FED*) opera com receitas próprias decorrentes da carteira de títulos do Tesouro Estadunidense (*Treasury*, em inglês), mas suas despesas são auditadas pelo

[10]Banque de France: Article L141-1 do Code Monétaire et Financier; cf. TIFINE, P. La Banque de France, *personne publique sui generis*. Revue Générale du Droit, jurisprudência do Tribunal des Conflits (1.º/12/1947) reconhece o BdF como “*personne publique sui generis*” no exercício de serviço público administrativo.

[11]ANAFE; SinTBacen; SINAL. Nota Técnica Conjunta à PEC 65/2023. Brasília, 29 maio 2024, parágrafos 62-65 e bibliografia anexa. Disponível ao Senado Federal e em circulação pública.

[12]ARCHER, David; MOSER-BOEHM, Paul. Central bank finances. BIS Papers n.º 71. Basel: Bank for International Settlements, 2013. Trata-se de análise comparativa do regime financeiro de 35 bancos centrais.

[13]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. O estudo cobre os regimes financeiros dos bancos centrais dos países que compõem o Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Escritório de Responsabilização Governamental (Government Accountability Office, GAO) — órgão equivalente, em parte de suas funções, ao Tribunal de Contas da União. O excedente da receita sobre as despesas operacionais é integralmente transferido ao Tesouro Estadunidense por mecanismo legal automático, sem discricionariedade da diretoria do Fed quanto à retenção desses recursos para uso próprio. O Banco da Inglaterra integra a Conta Única do Tesouro (Treasury Single Account, em inglês) — arranjo pelo qual receitas e despesas do banco central transitam pela contabilidade do Tesouro britânico, com aprovação parlamentar do orçamento administrativo, modelo que combina autonomia operacional com sujeição plena ao ciclo orçamentário. O Banco do Japão transfere ao Tesouro o lucro líquido após dedução de reservas legais definidas pelo Ministério das Finanças. Nenhum desses bancos centrais elimina seu lucro de senhoriagem do cômputo do resultado fiscal da União, como faz o §7.º, II da PEC 65 em sua redação substitutiva.

4.3. O argumento do subdimensionamento

A comparação de Galípolo entre os 3,4 mil servidores efetivos do BCB e os 23 mil da Reserva Federal dos Estados Unidos (ou os 13 mil do Banco da Reserva da Índia) requer desagregação antes de se converter em argumento. O Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos é uma estrutura federativa composta pelo Conselho de Governadores (*Board of Governors*, em inglês) em Washington e por 12 Bancos regionais/distritais da Reserva Federal, com funções extensivas de operação direta nos sistemas de pagamento, compensação de cheques, manejo de caixa e atendimento direto a milhares de bancos comerciais — operações que, no Brasil, são em grande medida prestadas por empresas privadas. O Banco de Reserva da Índia atua como banco do governo, recebendo e gerindo a maior parte das contas correntes da União Indiana, com escala que o BCB

não replica. A comparação relevante seria com bancos centrais de países de porte e arquitetura institucional similares — Banco do Canadá (cerca de 2,2 mil servidores), Banco do México (cerca de 3,9 mil), Banco da Austrália (cerca de 1,5 mil) —, em que o BCB se posiciona aproximadamente na mediana, sem subdimensionamento absoluto.

Isso não significa negar a defasagem do quadro técnico do BCB, real, nem a necessidade de recomposição salarial após uma década de teto de gastos. Significa apenas que o problema é solucionável dentro do regime atual, por concursos públicos regulares e atualização salarial via LOA — sem recurso ao expediente constitucional da autonomia financeira, com todos os riscos institucionais que tal expediente carrega.

5. O CUSTO FISCAL DA APROPRIAÇÃO DA SENHORIAGEM

5.1. A medida do que se quer apropriar

A senhoriagem é, juridicamente, lucro do Estado derivado do privilégio soberano de emissão de moeda. Sob a Lei n.º 13.820/2019, esse lucro é hoje transferido ao Tesouro Nacional para abater dívida pública mobiliária federal — com prioridade àquela detida pelo próprio BCB. A PEC 65/2023, em seu núcleo material, pretende redirecionar parte desse lucro para o custeio das despesas correntes do BCB. A Tabela 1 apresenta a série anual de senhoriagem *stricto sensu* (SNR), tal como apurada nos Relatórios Integrados (RIG) do BCB e empregada na justificação da própria PEC, ao lado da despesa anual do BCB no Orçamento Geral da União — pessoal, custeio administrativo e investimento —, de 2017 a 2025, e da diferença entre ambas em valores constantes de dezembro de 2025.

Tabela 1 – Senhoriagem (SNR) e Despesa do BCB no Orçamento Geral da União (OGU), 2017–2025

Valores em R\$ milhões. Senhoriagem stricto sensu (taxa de juros nominal × base monetária)

Ano	SNR (R\$ correntes)	Fator IPCA → dez/2025	SNR (R\$ dez/2025)	Despesa BCB no OGU (R\$ correntes)	Despesa BCB no OGU (R\$ dez/2025)	Diferença SNR – OGU (R\$ dez/2025)
2017	24.915	1,5175	37.808	3.376	5.123	32.685
2018	4.314	1,4626	6.310	3.580	5.237	1.073
2019	13.084	1,4022	18.346	3.750	5.259	13.087
2020	109.012	1,3416	146.247	3.795	5.092	141.155
2021	(21.195)	1,2189	(25.835)	3.833	4.673	(30.508)
2022	8.998	1,1522	10.368	3.815	4.395	5.973
2023	540	1,1013	595	3.985	4.389	(3.794)
2024	23.572	1,0506	24.765	4.021	4.224	20.541
2025	(8.406)	1	(8.406)	4.611	4.611	(13.017)
Σ 2017–2025	154.834	—	210.197	34.768	43.003	167.194
Média anual	17.204	—	23.355	3.863	4.778	18.577

Fonte: Relatórios da Administração e Relatórios Integrados (RIG) do BCB

Cabe registrar que esta nota utiliza deliberadamente o conceito estrito de senhoriagem — o mesmo conceito utilizado na justificção da PEC e nos próprios documentos do BCB, e não o resultado contábil do exercício segundo o padrão das Normas Internacionais de Relatório Financeiro (em inglês, International Financial Reporting Standards – IFRS), que incorpora a equalização cambial e a volatilidade dos derivativos sobre reservas internacionais.[14] Os números da Tabela 1 são, portanto, comparáveis aos do artigo deste autor publicado em A Terra é Redonda em junho de 2024 (que apurava SNR de R\$ 113 bilhões para o período 2017-2023, valor patrimonial líquido após desconto da despesa do BCB no OGU)[15], agora estendidos para 2024-2025 e atualizados monetariamente pelo IPCA até dezembro de 2025.

5.2. Dimensão do que se transfere e dimensão do que se gasta

Três leituras da Tabela 1 são analiticamente importantes.

Primeiro, a **escala**: no acumulado 2017-2025, a senhoriagem *stricto sensu* somou R\$ 210,2 bilhões em valores constantes de dezembro de 2025. A média anual, no mesmo período, atinge R\$ 23,4 bilhões — cerca de cinco vezes a despesa administrativa do BCB no OGU no mesmo período (R\$ 4,78 bi/ano em valores constantes de dez/2025).

Em outros termos: a senhoriagem é receita pública largamente superior ao que o BCB precisa para custear sua estrutura, e seu redirecionamento integral ao próprio BCB representaria, sob qualquer hipótese razoável de despesa, sobra estrutural disponível para a discricionariedade da diretoria do Banco — sobra essa que, por construção institucional, ficaria fora do controle orçamentário direto do Congresso, e fora do regime de metas fiscais (§ 7.º, II).

Segundo, a **volatilidade**: o SNR variou entre R\$ 146,2 bilhões positivos (em 2020, em valores de 2025) e R\$ 25,8 bilhões negativos (em 2021, mesma base). Em três dos nove anos da amostra (2021, 2023 e 2025), o resultado de senhoriagem foi negativo ou próximo de zero. Financiar despesa corrente recorrente — folha de pessoal, custeio administrativo, investimento — por receita altamente volátil é tecnicamente arriscado e exige, em qualquer hipótese, manutenção de reserva de equalização robusta. A PEC 65/2023 dá tratamento elíptico a esse problema, remetendo à “constituição de reservas de resultado orientadas, no mínimo, à preservação da integridade de seu patrimônio institucional” — mas é exatamente nessa elipse que reside o problema fiscal sistêmico abordado a seguir.

Terceiro, a **destinação alternativa**: no regime atual da Lei 13.820/2019, a senhoriagem positiva é destinada ao abate da dívida pública mobiliária federal.

[14]A nota utiliza o conceito de senhoriagem *stricto sensu* (juros nominais sobre a base monetária) tal como adotado na justificção da PEC 65/2023 e nos Relatórios da Administração e Relatórios Integrados (RIG) do BCB. Esse conceito é distinto do “resultado do exercício” apurado nas Demonstrações Financeiras do BCB segundo padrão IFRS — o qual incorpora a equalização cambial e foi positivo em R\$ 270,9 bilhões em 2024 e negativo em R\$ 119,9 bilhões em 2025 — e da transferência efetiva ao Tesouro Nacional sob a Lei 13.820/2019, que foi de R\$ 28,2 bilhões em 2024 e zero em 2023 e 2025 (sob cobertura por reversão de Reserva de Resultados ou cobertura pela União). Fonte: BCB. Demonstrações Financeiras 2024 e Comunicado CMN de 26/02/2026.

[15]Fontes: SNR 2017-2023, Relatórios da Administração e Relatórios Integrados (RIG) do BCB, conforme tabulados em BASTOS, P. P. Z. A PEC 65: independência ou patrimonialismo no Banco Central? A Terra é Redonda, 17 jun. 2024. SNR 2024-2025, RIG 2024 e 2025 do BCB, dados atualizados pelo autor. Despesa do BCB no OGU: 2017-2018, Boletins de Execução Orçamentária dezembro do BCB; 2019, RIG 2020 (valor consolidado, p. 64); 2020-2025, RIG do próprio ano (RIG 2020 p. 63; RIG 2021 p. 115; RIG 2022 p. 47; RIG 2023 p. 52; RIG 2024 p. 54; RIG 2025 p. 53). IPCA: IBGE, série dezembro-dezembro: 2,95% (2017); 3,75% (2018); 4,31% (2019); 4,52% (2020); 10,06% (2021); 5,79% (2022); 4,62% (2023); 4,83% (2024); 5,06% (2025).

Entre 2017 e 2025, o saldo líquido positivo da senhoriagem, descontada pela despesa administrativa do BCB, foi de R\$ 167,2 bilhões em valores de dezembro de 2025 (como se verifica na última coluna da Tabela 1). Esse valor — o saldo líquido positivo da apropriação proposta pela PEC — equivale, para fins de ordem de grandeza, equivalente, em valores acumulados, a aproximadamente 1,5% do PIB anual médio do período — ou, em termos de impacto anual médio, cerca de 0,17% do PIB ao ano. É renúncia patrimonial substantiva do Tesouro, com efeito direto sobre a trajetória da dívida pública, conforme detalhado na subseção seguinte.

5.3. O efeito fiscal correto: “alívio primário” contábil e aumento da dívida bruta

Os defensores da PEC, com destaque para o ex-presidente Roberto Campos Neto e para o relator no Senado, têm mobilizado um argumento aparentemente atrativo: a PEC produziria “alívio fiscal” para o Tesouro, da ordem de R\$ 4 bilhões por ano, na medida em que a despesa administrativa do BCB deixaria de figurar como despesa primária do governo central[16]. A afirmação é contabilmente correta: como a transferência atual de senhoriagem do BCB ao Tesouro tem destinação exclusiva ao abate da dívida pública mobiliária federal (Leis 11.803/2008 e 13.820/2019), ela é receita financeira do Tesouro, e não receita primária. Sua eventual retenção pelo BCB, portanto, não implica perda direta de receita primária. Reciprocamente, a despesa administrativa do BCB hoje incluída no OGU saída da rubrica primária produz, por construção contábil, alívio de R\$ 4 bilhões/ano nessa rubrica.

O argumento, contudo, oculta a face decisiva da operação. Como demonstra Bastos (2024)[17], o efeito agregado da PEC sobre as contas públicas não passa pelo resultado primário, mas pela dívida bruta do governo geral. A engrenagem é direta: a senhoriagem positiva, hoje destinada ao abate da dívida pública mobiliária federal — com prioridade àquela em poder do próprio BCB —, passaria, sob a PEC, a ser despendida pela autarquia em folha salarial, custeio e investimento. O efeito monetário dessa despesa (injeção de moeda no sistema) precisaria, tudo o mais constante, ser esterilizado pelo próprio BCB via operações compromissadas, para sustentar a meta de taxa Selic. Mas as operações compromissadas são dívida pública. O efeito líquido é, portanto, conversão de receita que abateria dívida em despesa cujo financiamento gera dívida — aumento, na margem, da dívida bruta do governo geral.

Em termos de ordem de grandeza, a Tabela 1 mostra que esse efeito acumularia, na janela 2017-2025 retroativa, R\$ 167,2 bilhões em valores de dezembro de 2025 — saldo líquido positivo da senhoriagem após desconto da despesa administrativa do BCB. É essa magnitude que mede o impacto verdadeiro da apropriação proposta, não o alívio contábil de R\$ 4 bi/ano no resultado primário. Como se sabe, o aumento da dívida pública é usado por economistas do mercado financeiro, por dirigentes do Banco Central, por políticos e jornalistas, para pressionar por cortes do gasto público e por elevação das taxas de juros, com efeitos prejudiciais sobre a população brasileira, para o serviço público e seus servidores.

[16] BRASIL. Senado Federal. Parecer do Relator à PEC 65/2023, versão de 16 de abril de 2026, p. 16 e versões anteriores (12/06/2024, p. 9; 19/06/2024, p. 9). A formulação literal é: “A autonomia orçamentária e financeira do Banco Central do Brasil implica importantes consequências fiscais para o governo, com impacto para as metas de resultado primário, na medida em que o Banco Central deixará de depender de transferências orçamentárias da União e será autorizado a usar receitas próprias para custear suas despesas. Esse arranjo pode representar redução de pressão fiscal para o governo federal (com impacto positivo no resultado primário).”

[17] BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. A PEC 65: independência ou patrimonialismo no Banco Central? A Terra é Redonda, São Paulo, 17 jun. 2024. O argumento da “álgebra elementar” apresentado no artigo demonstra que a apropriação da senhoriagem pelo BCB, em vez de reduzir a dívida pública (uso atual sob a Lei 13.820/2019), passaria a aumentá-la, pois o excesso de moeda gerado pela despesa do Banco precisaria ser esterilizado via operações compromissadas — instrumentos de política monetária que, por construção, compõem a dívida pública.

5.4. A exclusão das transferências e da cobertura de prejuízos do resultado fiscal

Um agravamento adicional, e talvez o mais subestimado no debate público, é o já reproduzido § 7.º, II do novo art. 164: “as transferências e coberturas de resultados e as emissões e resgates de títulos previstos na legislação (...) não serão contabilizados nas metas fiscais para receitas, despesas ou resultado do setor público”. O dispositivo opera em duas direções, simétricas e cumulativas. De um lado, subtrai da contabilidade fiscal a receita de senhoriagem hoje destinada ao Tesouro — receita que, como vimos, abate dívida pública e contribui para a sustentabilidade do regime fiscal. De outro, subtrai também da contabilidade fiscal a cobertura de prejuízos pela União via emissão de títulos sem contrapartida financeira, mecanismo estabelecido pela própria Lei 13.820/2019 (art. 7.º) e que entre 2008 e 2018 mobilizou R\$ 714,8 bilhões em aportes ao BCB para cobertura de resultados negativos[18].

Cabe esclarecer o mecanismo. Hoje, quando o BCB apura resultado negativo — tipicamente por equalização cambial adversa, mas eventualmente também por outros itens —, a sequência é a seguinte: (i) o prejuízo é absorvido em primeiro lugar pela Reserva de Resultados constituída em períodos anteriores; (ii) se esta se exaure, recorre-se à redução do patrimônio líquido do BCB, até o piso de 1,5% do ativo total; (iii) se ainda houver prejuízo não coberto, o Tesouro emite títulos sem contrapartida financeira em favor do BCB. Essa emissão não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), pois o Tesouro Nacional e o BCB integram o setor público consolidado; mas afeta a

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que é o principal indicador de monitoramento internacional e o de maior repercussão sobre prêmios de risco e custo de financiamento do Tesouro. Sob o regime atual, o efeito fiscal da cobertura de prejuízos é visível: aparece no balanço como aumento de dívida. Sob a PEC, esse mesmo efeito permaneceria existindo na realidade econômica, mas seria invisibilizado no sistema de metas fiscais — o §7.º, II veda sua contabilização nas metas. Em outras palavras, a PEC não elimina o problema fiscal; apenas retira do radar institucional o instrumento de monitoramento que hoje permite avaliá-lo.

A formulação é, em si mesma, contraditória com qualquer princípio razoável de transparência fiscal. Como demonstra Pinto (2026)[19], o dispositivo aprofunda a assimetria estrutural entre o regime fiscal severo do Tesouro — sujeito a Lei Complementar n.º 101/2000, ao Novo Arcabouço Fiscal (LC n.º 200/2023) e ao dever de contingenciamento — e o regime financeiro permissivo das políticas monetária, cambial e creditícia, que “prescindem de autorização orçamentária prévia e não se sujeitam a limites fiscais”. A conjugação dos dois regimes produz efeito distributivo regressivo de larga escala: a remuneração de ativos financeiros privados (via Selic sobre operações compromissadas) cresce sem teto normativo, ao passo que os pisos constitucionais de saúde e educação seguem sujeitos a contingenciamento periódico.

[18]BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Brasília: STN, 2019, pp. 19-25. O documento detalha que os fluxos entre Tesouro Nacional e o BCB não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), pois ambas as instituições integram o setor público consolidado; mas afetam, em alguma medida, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). No período 2008-2018, a União aportou R\$ 714,8 bilhões em títulos ao BCB para cobertura de resultados negativos (R\$ 695,4 bi correspondentes à equalização cambial e R\$ 19,4 bi à cobertura de demais resultados negativos), sem contrapartida financeira do BCB.

[19]PINTO, Élica Graziane. PEC 65/23: independência orçamentária para quem? JOTA, Opinião e Análise, 12 maio 2026. A autora demonstra que a PEC “aprofunda a assimetria estrutural” entre o tratamento da política fiscal — sujeita a metas e contingenciamento por LC 101/2000 e LC 200/2023 — e o tratamento das políticas monetária, cambial e creditícia, que “prescindem de autorização orçamentária prévia e não se sujeitam a limites fiscais”.

Há, ainda, uma dimensão jurídico-política do problema que merece ser explicitada. Como argumenta Streck (2026)[20], a senhoriagem não é receita comum: ela decorre do exercício do poder soberano — do monopólio estatal de emissão de moeda, prerrogativa indelegável que a Constituição atribui à União (art. 21, VII) e cuja operacionalização é confiada ao BCB (art. 164).

Sob esse arranjo, a legislação infraconstitucional atual, ou seja, a Lei n.º 13.820/2019 e a LC n.º 179/2021, é consistente ao destinar os resultados positivos do BCB ao Tesouro: o titular do poder soberano é, e permanece sendo, o Estado brasileiro. A PEC 65 rompe esse encadeamento ao atribuir ao BCB — entidade não eleita, desvinculada da Administração Pública e progressivamente afastada do controle político — a apropriação do produto financeiro da soberania monetária. Em termos diretos: o que é, por definição, recurso de toda a população passa a financiar a discricionariedade administrativa de uma única autarquia.

Cabe, por fim, registrar a pergunta política em torno da qual se organiza o debate, em linha com Bastos (2024), Roncaglia (2024), Dornelas (2024) e Pinto (2026): por que esta prioridade orçamentária, com efeito permanente sobre a dívida bruta da União, em detrimento do piso constitucional da saúde, do piso da educação, de transferências monetárias via PIX para os mais pobres, ou da reposição salarial do conjunto do funcionalismo civil?

[20]STRECK, Lenio. Nota Técnica sobre a (in)constitucionalidade da PEC n.º 65/2023. Porto Alegre: Streck & Trindade Advogados, 17 abr. 2026, §§ 35-46. A peça, encomendada pela seccional de Brasília do SINAL, sustenta a tese de inconstitucionalidade material da PEC por violação ao núcleo imutável da Constituição (art. 60, § 4.º, IV), em três frentes: princípio democrático e separação de poderes; direitos fundamentais; e soberania nacional. A argumentação sobre a soberania monetária dialoga com Bodin (Six Books of the Commonwealth) e Wray (Economia e Sociedade, v. 11, n. 2, 2016).

6. O RISCO INSTITUCIONAL: COMO A MUDANÇA DE ESTATUTO E A AUTONOMIA FINANCEIRA AMEAÇAM A AUTONOMIA OPERACIONAL JÁ VIGENTE

A tese pró-PEC trata a autonomia financeira como simples “desdobramento” da autonomia operacional consagrada pela LC 179/2021. A tese deste estudo é a inversa: a autonomia financeira e a mudança de estatuto jurídico tendem a *fragilizar* a autonomia operacional, ao multiplicar os vetores de interferência política, lobística e mercantil sobre o quadro funcional e sobre a diretoria do BCB. Quatro mecanismos articulam esse risco.

6.1. Fim da carreira de Estado, regime CLT e poder de livre nomeação

O substitutivo de 16 de abril preserva, no plano formal, o Regime Jurídico Único dos atuais servidores. Mas remete à “lei complementar” a definição efetiva do regime funcional aplicável: estrutura administrativa, organização das carreiras, política remuneratória, regime de pessoal. Como demonstra a Nota Técnica do escritório Cidade Schmorantz[21], “a remissão genérica aos arts. 37 a 41 da Constituição Federal não é suficiente para assegurar a manutenção do regime jurídico estatutário, uma vez que tais dispositivos consagram princípios e garantias de caráter geral aplicáveis à Administração Pública, sem, contudo, definir a natureza do vínculo funcional”. A jurisprudência consolidada do Tribunal Superior do Trabalho (TST, Súmula 390, II) e do Supremo Tribunal Federal (STF, RE 589.998, Tema 131) é clara: empregados de empresa pública ou de

entidade equiparada, ainda quando admitidos por concurso, não possuem a estabilidade do art. 41 da Constituição — apenas a exigência de motivação para a dispensa.

O ponto técnico tem implicações políticas diretas. Servidores efetivos, com estabilidade constitucional, podem resistir a pressões da diretoria, do mercado regulado ou de parlamentares — porque sua estabilidade está protegida pelo regime estatutário. Empregados públicos em regime de emprego, mesmo com motivação para dispensa, são estruturalmente mais vulneráveis à pressão hierárquica e política. Numa autoridade monetária que regula, supervisiona e sanciona bancos privados, essa diferença não é nominal: é estrutural. A carreira de Estado, com todos os seus defeitos, é o que protege o servidor que decide aplicar uma multa de R\$ 1 bilhão a uma instituição financeira; já o regime de emprego sem a estabilidade trazida pelo concurso público para carreira de Estado o exporia à ameaça de represália.

A esse ponto deve-se acrescentar a ampliação do poder de livre nomeação sob o regime de autonomia financeira plena. Embora o art. 4.º, § 2.º imponha teto ao crescimento da despesa total de pessoal e encargos (IPCA mais 2,5% ao ano), a composição interna do quadro — proporção entre cargos efetivos e cargos comissionados, salários médios por categoria, política remuneratória, programa de bônus por desempenho — fica à discricionariedade da diretoria, sem disciplina constitucional, dependendo do que vier a definir a lei complementar. Há ainda zona cinzenta importante sobre o que será classificado como “pessoal e encargos sociais” para fins do teto: bônus, programas de capacitação no exterior, retiros antecipados, indenizações, benefícios indiretos podem ou não ser incluídos

[21] CIDADE SCHMORANTZ ADVOGADOS ASSOCIADOS. Nota Técnica / PEC 65/2023 — análise do substitutivo do relator publicado em 16/04/2026. Brasília, 20 abr. 2026. Subscrita por Vera Mirna Schmorantz (OAB/DF 17.966), a pedido do SINAL. A nota analisa, especificamente, os impactos sobre servidores ativos, aposentados e pensionistas.

no agregado limitado, conforme a definição infraconstitucional. Com a mudança de natureza jurídica do BCB para “entidade pública de natureza especial”, permanece em aberto se o teto remuneratório do art. 37, XI da Constituição (subsídio dos ministros do STF) continuará a se aplicar integralmente. Quem seria contratado, sob esse regime, no lugar dos atuais servidores concursados? Seriam altos funcionários de bancos privados — que hoje, segundo defensores da PEC, “resistem a labutar no BCB por perderem salários milionários”? Seriam nomeações políticas, retribuição a apoios parlamentares ao processo legislativo da própria PEC? Seriam parentes e amigos dos diretores, ou amigos de amigos? Seriam lobistas interessados em flexibilização regulatória? A pergunta não é retórica: é estritamente institucional, e dela depende a integridade da regulação prudencial bancária no Brasil.

6.2. Captura regulatória pelo regulado: as emendas Master, Moro e o caso Compliance Zero

A Emenda 11 à PEC 65, apresentada pelo Senador Ciro Nogueira (PP/PI) em 13 de agosto de 2024, propunha elevar o limite de garantia ordinária do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) de R\$ 250 mil para R\$ 1 milhão por aplicador. A medida quadruplicaria a capacidade de captação do Banco Master via CDBs vendidos como 'seguros' pela cobertura do FGC — modelo que sustentou o crescimento meteórico da instituição entre 2019 e 2021. A emenda foi rejeitada pelo relator; em 7 de maio de 2026, a Operação Compliance Zero da Polícia Federal teve Ciro Nogueira como alvo de busca e apreensão por suspeita de que o texto da emenda teria sido elaborado pela própria assessoria do Banco Master e entregue pronto ao senador, em troca de benefícios financeiros indevidos. O caso converte-se, assim, em ilustração empírica do mecanismo pelo qual o regulado tenta legislar pelo regulador[22].

A Emenda 14, do Senador Sergio Moro (UNIÃO/PR), opera na direção complementar. Em seu item (b) — acolhido pelo relator desde o parecer de 3 de setembro de 2024 e mantido no parecer de 16 de abril de 2026 —, institui dispositivo segundo o qual o BCB passa a deter “a prerrogativa de submeter, por ato próprio, proposições legislativas ao Presidente da República, em assuntos de seu interesse institucional”. É via institucional inédita pela qual o regulado pode eventualmente tentar legislar pelo regulador: a autarquia reguladora do sistema financeiro ganha canal próprio para propor diretamente ao Presidente da República, com força de iniciativa, matéria de seu interesse — canal que, sob hipótese de captura do regulador pelo regulado, alinha a iniciativa legislativa em matéria financeira aos interesses do setor regulado.

Como adverte Cardoni (2026)[23], a combinação da Emenda Moro com o regime de empresa pública ou de “entidade especial” — no qual servidores não estariam mais protegidos pelo estatuto público, sendo regulados pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) — abre espaço institucional para que o BCB venha a operar como “regulador capturado” no sentido estrito da literatura de economia política: regulador cujo comportamento serve aos interesses do regulado em prejuízo do interesse público.

Para além do dispositivo da Emenda 14, registre-se que o próprio § 5.º, IV do substitutivo confere ao BCB a *prerrogativa de submeter, por ato próprio, proposições legislativas ao Presidente da República*. O dispositivo, sem precedente claro em bancos centrais de países capitalistas relevantes, transforma o BCB de instituição regulada pelo Legislativo em instituição com iniciativa legislativa indireta. A combinação com a captura pelos regulados — via porta giratória ou via lobby parlamentar — fecha um

[22]Cf. BBC News Brasil. “O que é a emenda Master, proposta que está no centro da investigação da PF contra Ciro Nogueira”. 7 maio 2026; G1. “O que dizia a Emenda Master que levou senador Ciro Nogueira a ser alvo de buscas na Operação Compliance Zero”, 7 maio 2026.

[23]CARDONI, Edison Lobão. A “emenda Master” na PEC 65/2026. CONDSEF/Brasil de Fato, 8 e 11 maio 2026. O autor, ex-servidor do BCB e dirigente da CONDSEF, articula a tese de que “mudar o estatuto legal do BC aumenta a possibilidade de interferência de políticos e lobistas no BC, inclusive na nomeação de diretores e outros funcionários”.

circuito institucional preocupante: bancos privados podem influenciar projetos de lei ou emendas legislativas; projetos e emendas chegam via parlamentares aliados; o BCB capturado, instalado sob o novo estatuto, pode propor legislação que se converte em política regulatória; tudo isso sem submissão integral ao ciclo orçamentário ou ao controle democrático tradicional. É essa lógica articulada — não o detalhe técnico de qualquer emenda isolada — que precisa estar no centro do debate público sobre a PEC.

6.3. Vícios constitucionais e insegurança jurídica: o que dizem as análises jurídicas

Pelo menos três análises jurídicas qualificadas convergem no diagnóstico de insegurança jurídica produzida pelo substitutivo. A Nota Técnica conjunta de ANAFE, SinTBacen e SINAL, embora preparada quando o texto ainda falava em “empresa pública”, sustenta cinco teses ainda válidas: (i) o regime de autonomia já é gradação garantida pela legislação infraconstitucional, não dicotomia que demande constitucionalização; (ii) a experiência internacional aponta para publicização, não privatização dos bancos centrais; (iii) há inconstitucionalidade material, por afetação da separação de poderes (art. 60, § 4.º, III da Constituição); (iv) o esvaziamento parcial das competências do Executivo é incompatível com a arquitetura constitucional brasileira; e (v) existem medidas alternativas — recriação da taxa de fiscalização, ampliação do Orçamento de Receitas e Encargos de Autoridade Monetária — capazes de conferir ao BCB maior autonomia orçamentária sem ruptura constitucional.

A análise mais recente, da Cidade Schmorantz Advogados (20 de abril de 2026), examina especificamente o substitutivo de 16 de abril e identifica

incerteza prospectiva” quanto a: regime funcional dos servidores; estabilidade no emprego; estágio probatório; equivalência ativos/aposentados; programas institucionais como o Programa de Assistência à Saúde dos Servidores do BCB (PASBC); e impacto previdenciário.

A delegação ampla ao legislador complementar — combinada com a flexibilização da iniciativa legislativa que admite, agora, iniciativa parlamentar para a lei complementar regulamentadora — cria, segundo a análise, ambiente em que aspectos centrais da relação BCB-servidores serão definidos “posteriormente em ambiente legislativo sujeito a diferentes orientações políticas e conjunturas institucionais futuras”.

Pinto (2026), em análise estrutural, situa a PEC 65 no contexto mais amplo da “espiral desiguadora” do orçamento brasileiro: “enquanto se debate conferir ao Banco Central autonomia orçamentário-financeira quase irrestrita, discute-se simultaneamente o rebaixamento dos pisos constitucionais em saúde (art. 198 da CF) e educação (art. 212 da CF)”. A autora identifica dois “riscos institucionais concretos” que dialogam diretamente com a tese deste estudo: a migração do regime estatutário para um regime contratual nos vínculos de pessoal do Banco Central, que aumenta o risco de conflito de interesses e de porta giratória; e “a inserção do BC no vago conceito de ‘setor público financeiro’”, que “cria uma zona cinzenta normativa altamente suscetível a capturas”.

Nota técnica adicional, assinada pelo constitucionalista Lenio Streck (integrante do escritório Streck & Trindade), encomendada também pela seccional de Brasília do SINAL e datada de 17 de abril de 2026, formaliza a tese de inconstitucionalidade material da PEC em três frentes articuladas: violação ao princípio democrático e à separação de poderes;

violação a direitos fundamentais; e violação à soberania nacional[24]. Cabe destacar especificamente a abordagem do precedente do Supremo Tribunal Federal na ADI 6.696/DF — frequentemente invocado por defensores da PEC como salvo-conduto constitucional. Streck demonstra que as alterações propostas pela PEC 65 são “inéditas e mais profundas” do que aquelas validadas pelo STF, na medida em que rompem precisamente os pontos de controle político e institucional sobre os quais os Ministros do Supremo se apoiaram para reconhecer a constitucionalidade da LC 179/2021[25]. A PEC desvincula o BCB de qualquer Ministério, afasta toda tutela ou subordinação hierárquica, e cria sistema próprio de controle interno — desativando, com isso, a base sobre a qual o STF afirmou a constitucionalidade da autonomia operacional já vigente.

6.4. O incentivo perverso à condução da política monetária

Há, finalmente, um vetor de risco que merece tratamento autônomo, porque articula em síntese as fragilidades anteriores: o incentivo institucional perverso criado pelo desenho de autofinanciamento previsto na PEC. Sob o regime atual da Lei n.º 13.820/2019, o resultado financeiro positivo do BCB é integralmente transferido ao Tesouro Nacional, com prioridade ao abate da dívida pública. O BCB executa a política monetária

por meio dos instrumentos legais — meta para a inflação, taxa Selic, operações compromissadas — e não tem interesse institucional direto na magnitude da receita gerada por essas operações: o resultado, qualquer que seja, vai para a União. A PEC 65 rompe esse encadeamento ao transferir parte dessa receita para o próprio BCB.

Como observa Streck (2026)[26], “ao converter as receitas de senhoriagem e as rendas provenientes de outros ativos financeiros em fonte autônoma de financiamento do Banco Central”, a proposta cria “um arranjo no qual o Banco Central passa a ter interesse direto na geração de receitas derivadas de suas próprias operações”.

A engrenagem opera por duas vias. A primeira é direta: o cálculo da senhoriagem é simétrico ao produto da base monetária pela taxa nominal de juros. Em ambiente de inflação positiva e juros nominais elevados, a receita cresce. Em ambiente de inflação baixa e juros nominais reduzidos, a receita diminui ou se torna negativa. Sob a PEC, a sustentabilidade financeira da estrutura do BCB — incluindo seu programa de remuneração, sua capacidade de investimento e a folga discricionária da diretoria — passa a depender de um cenário macroeconômico em que a inflação e a taxa nominal de juros sejam suficientemente altas. A segunda via é indireta, e talvez mais corrosiva: a percepção pública e a estrutura de

[24]STRECK, op. cit., §§ 8-46. Sustenta-se que a PEC 65 viola limites materiais à reforma constitucional (art. 60, § 4.º, IV) em três frentes: ao desvincular o BCB da Administração Pública, retira mecanismos de controle político sobre a política monetária, fiscal, cambial e creditícia (§§ 18-24); ao admitir a alteração progressiva do regime jurídico dos servidores, fragiliza garantias institucionais coletivas e abre caminho à captura por interesses privados (§§ 25-34); ao atribuir autonomia patrimonial e custeio por receitas próprias (incluindo rendas de ativos financeiros), cria incentivos potencialmente conflitantes com os objetivos constitucionais e legais da autoridade monetária (§§ 35-46).

[25]STF, ADI 6.696/DF, Rel. Min. Ricardo Lewandowski, redator do acórdão Min. Luís Roberto Barroso, julgada em 2023. A decisão reconheceu a constitucionalidade formal e material da Lei Complementar n.º 179/2021, instituidora da autonomia técnica, operacional e administrativa do BCB. Streck (2026, §§ 18-21) argumenta, com base na fundamentação dos votos vencedores — que destacaram a manutenção do BCB sob fiscalização do TCU, a possibilidade de exoneração por desempenho insuficiente, a definição de metas pelo CMN e a confirmação dos dirigentes pelo Senado —, que a ADI 6.696 não autoriza, nem mesmo por analogia, as alterações previstas na PEC 65, que rompem precisamente esses laços de controle.

[26]STRECK, op. cit., §§ 44-46. A formulação central é: “ao converter as receitas de senhoriagem e as rendas provenientes de outros ativos financeiros em fonte autônoma de financiamento do Banco Central e desvinculá-las do orçamento da União, a proposta incentiva a instituição a operar em conflito com esses objetivos, na medida em que contextos de alta de inflação podem aumentar as receitas de senhoriagem — seja pela maior emissão de moeda, seja pela majoração correspondente de juros.”

incentivos internos da burocracia passam a operar contra a desinflação rápida, na medida em que esta corroeria a base de receitas próprias da instituição. Não se trata de afirmar que os dirigentes do BCB conscientemente manipularão a política monetária. O argumento é estrutural: o desenho institucional da PEC cria um gradiente de incentivos no sentido errado. Em sistemas institucionais bem desenhados, o agente responsável por executar uma política não deve ser beneficiário direto do produto financeiro dessa política. A PEC viola esse princípio elementar de boa governança ao mesclar, sob o mesmo arranjo orçamentário-financeiro, executor e beneficiário da senhoriagem – função soberana cujo titular, em última análise, é o povo brasileiro, e cujo destinatário, sob o regime constitucional vigente, é o Tesouro Nacional.

6.5. Efeitos sobre política cambial

Os mecanismos descritos nas subseções anteriores reverberam, com efeitos sistêmicos, sobre as três funções centrais do BCB. A política monetária, já tratada em 6.4, é o eixo onde o incentivo perverso opera de forma mais direta. Na supervisão bancária, como vimos em 6.1 e 6.2, a conjunção de regime CLT, porta giratória ampliada e nomeação flexibilizada para a diretoria amplia o risco de captura. Resta examinar com mais cuidado a política cambial – área onde a articulação entre o desenho da PEC e a estrutura do balanço do BCB cria conflitos de interesse que merecem registro detalhado.

O ponto de partida é a estrutura do balanço. As reservas internacionais constituem o principal ativo do BCB: em 31 de dezembro de 2024, somavam R\$ 2,19 trilhões, ou aproximadamente 45% do ativo total da instituição, conforme as Demonstrações Financeiras auditadas[27]. Esse ativo é, por construção, denominado em moeda estrangeira; suas variações em reais geram, simetricamente, ganhos ou perdas cambiais que dominam o resultado do exercício do BCB. Em 2024, o conjunto “reservas internacionais e swaps cambiais” produziu lucro contábil de R\$ 242,8 bilhões; em 2023, ao contrário, a equalização cambial respondeu pela maior parte do prejuízo de R\$ 114,2 bilhões. Sob a Lei n.º 13.820/2019, esses fluxos seguem trilha próprio: ganhos cambiais positivos são retidos em Reserva de Resultados para absorver perdas futuras; perdas remanescentes, esgotada a reserva, recaem sobre a União via emissão de títulos sem contrapartida financeira. O BCB é, no regime atual, custodiante institucional das reservas, não beneficiário direto do seu rendimento agregado.

A esse ponto deve-se acrescentar o custo de carregamento das reservas – o *cost of carry* do balanço do BCB. Em economias emergentes, como reconhece o Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*, em inglês) em estudo dedicado a perdas em bancos centrais (Bell et al., 2023)[28], o diferencial estrutural entre juros internos pagos sobre passivos remunerados (no caso brasileiro, as operações compromissadas a Selic) e juros recebidos sobre os ativos externos em moeda estrangeira é tipicamente negativo:

[27]BANCO CENTRAL DO BRASIL. Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2024. Brasília: BCB, fev. 2025, Notas Explicativas 4 e 28. Em 2024, as reservas internacionais somaram R\$ 2.191.812 milhões – aproximadamente US\$ 354 bilhões ao câmbio de fechamento (USD 6,1920). O resultado conjunto de “reservas internacionais e swaps cambiais” foi positivo em R\$ 242.785 milhões: rentabilidade das reservas em R\$ 543.012 mi, custo de captação das reservas em (R\$ 188.077 mi) e derivativos cambiais (swap cambial e leilão de linha) em (R\$ 112.150 mi). A posição passiva nocional em swap cambial atingiu R\$ 769 bilhões no encerramento do exercício.

[28]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. A passagem traduzida a seguir consta do Box 1, no original: “net interest income is typically small or even negative as the domestic interest rates paid on their interest-bearing liabilities (bank reserves or central bank bills) usually exceed earnings expressed in local currency on foreign assets” – fenômeno classicamente denominado custo de carregamento (*cost of carry*) negativo das reservas.

A receita líquida de juros é tipicamente pequena ou mesmo negativa, uma vez que as taxas de juros domésticas pagas sobre seus passivos remunerados (reservas bancárias ou títulos do banco central) normalmente excedem os rendimentos, expressos em moeda local, sobre os ativos externos” (Bell et al., 2023, tradução minha).

No regime atual, esse custo é parcialmente compensado, no consolidado do setor público, por mecanismos contábeis específicos da Lei n.º 13.820/2019. Sob a PEC, contudo, o BCB passa a se beneficiar diretamente do estoque de reservas — quanto maior o estoque, maior a base de *mark-to-market* (marcação a mercado) disponível em períodos de desvalorização cambial. Como observa Dornelas (2024)[29], o desenho de autofinanciamento pela senhoriagem produz incentivo estrutural a manter patamares elevados da taxa Selic — patamares dos quais decorrem, por conexão funcional, o próprio custo de carregamento das reservas. A política de gestão de reservas, que em sistemas bem desenhados é decisão técnica neutra do ponto de vista patrimonial do banco central, passa a interagir com a sustentabilidade financeira da própria autarquia.

Há, ainda, a questão dos derivativos cambiais, em particular dos swaps cambiais e dos leilões de linha. No encerramento de 2024, o BCB carregava posição passiva nocional em swap cambial de R\$ 769 bilhões; o resultado dessa carteira foi negativo em R\$ 112,2 bilhões no exercício. Em outros períodos, particularmente de desvalorização do real, os swaps podem produzir resultados positivos expressivos.

Tais operações são, no regime atual, instrumentos de intervenção indireta no mercado de câmbio — exercidos com vistas à suavização da volatilidade e à preservação do funcionamento ordenado do mercado, não à geração de receita financeira para o BCB. Sob a PEC, o desenho institucional cria gradiente para que o momento de execução e a direção das operações com derivativos passem a considerar, ao menos no plano dos incentivos, o resultado financeiro patrimonial da própria autoridade monetária. O argumento estrutural desenvolvido em 6.4 — o agente responsável por executar uma política não deve ser beneficiário direto do produto financeiro dessa política — aplica-se aqui com particular força, dado o volume e a volatilidade das operações cambiais brasileiras.

[29]DORNELAS, Larissa Naves de Deus. A conveniente miopia sobre a relação Banco Central – Tesouro Nacional. *Le Monde Diplomatique Brasil*, 7 maio 2024. A autora demonstra que a senhoriagem brasileira é, em parte expressiva, apropriada via remuneração das operações compromissadas à taxa Selic — instrumentos que rendem juros e são contraparte funcional do estoque de reservas internacionais carregado pelo BCB. Daí decorre que o esquema de financiamento do BCB pela senhoriagem produz incentivo estrutural à manutenção de patamares elevados da taxa básica de juros.

O conjunto desses três vetores — estrutura do balanço, custo de carregamento e operações com derivativos — converge para um diagnóstico comum: a PEC 65 converte funções soberanas de política cambial em fonte de receita institucional do BCB, ao mesmo tempo em que retira essas operações do radar fiscal pelo dispositivo do § 7.º, II. O resultado é uma forma específica de privatização dentro do setor público: as reservas internacionais permanecem juridicamente da União, mas seu rendimento financeiro passa a financiar a autarquia que as administra. Como adverte a literatura do BIS (Archer e Moser-Boehm, 2013)[30], a separação contábil entre resultados cambiais voláteis e receitas distribuíveis é boa prática internacional consolidada — exatamente o caminho que a Lei n.º 13.820/2019 trilhou e que a PEC 65 desfaz.

[30]ARCHER, David; MOSER-BOEHM, Paul. Central bank finances. BIS Papers n.º 71. Basel: Bank for International Settlements, abr. 2013, Parte C, seção 5. Os autores destacam que ganhos e perdas de reavaliação cambial, quando reconhecidos integralmente como lucros distribuíveis, podem gerar "sinais ruidosos" (noisy signals) sobre o desempenho da política monetária — isto é, indicadores contaminados por componentes voláteis não estruturais, que distorcem a leitura pública do mérito das decisões do banco central — e produzir "fronteiras quase-fiscais" (quasi-fiscal boundaries) problemáticas. Por "fronteiras quase-fiscais" entende-se a porosidade entre a esfera estritamente monetária (operações do BC remuneradas à taxa de política, no caso brasileiro a Selic sobre compromissadas) e a esfera fiscal stricto sensu (orçamento do Tesouro, sujeito a contingenciamento e a metas de resultado), de modo que ganhos e perdas patrimoniais do banco central podem deslocar a fronteira efetiva do gasto público sem passar pelo crivo orçamentário. Essa porosidade é precisamente o problema que o § 7.º, II do substitutivo aprofunda, ao excluir explicitamente as transferências, coberturas e emissões correspondentes do cômputo das metas fiscais. Por essa razão, a maior parte dos bancos centrais adota mecanismos de segregação contábil dos resultados cambiais — a Lei n.º 13.820/2019 segue justamente essa boa prática internacional, ao constituir Reserva de Resultados específica para a equalização cambial; a PEC 65 caminha em sentido contrário, ao remover do radar fiscal os fluxos correspondentes.

7. CONCLUSÃO

A PEC 65/2023, em sua redação atual (substitutivo de 16 de abril de 2026), constitui projeto regressivo. A troca cosmética de “empresa pública” por “entidade pública de natureza especial” atenua a retórica original, mas preserva os elementos substantivos que geram os riscos centrais: autonomia financeira sustentada por apropriação da senhoriação, custeio fora da LOA do orçamento administrativo do BCB, indefinição quanto ao regime de pessoal, fragilização do servidor concursado, perímetro regulatório ampliado, prerrogativa de iniciativa legislativa, e exclusão das transferências e coberturas do cômputo do resultado fiscal. Cada um desses elementos, isoladamente, já mereceria objeção. Em conjunto, configuram desenho institucional que tende a fragilizar a autonomia operacional do BCB e a regulação prudencial do sistema financeiro brasileiro, ao mesmo tempo em que produz transferência fiscal regressiva da União para uma única rubrica orçamentária — a folha salarial e o investimento da diretoria do BCB.

O argumento do “alinhamento internacional”, em sua versão forte, não se sustenta: a combinação proposta pela PEC não tem paralelo em bancos centrais relevantes. O argumento do subdimensionamento do quadro técnico do BCB tem fundamento empírico parcial, mas resolve-se dentro do regime atual, sem ruptura constitucional. O argumento da operacionalização da LC 179/2021 confunde autonomia operacional — que já existe — com autonomia financeira plena, que é o que efetivamente está em jogo. O argumento do “alívio fiscal” no resultado primário, repetidamente mobilizado pelos defensores da PEC, é contabilmente correto, mas oculta o efeito macroeconômico oposto sobre a dívida bruta do governo geral.

Os problemas reais do BCB — defasagem salarial, subdimensionamento do quadro técnico, necessidade de investimento em tecnologia — devem ser tratados pela via infraconstitucional, no ciclo orçamentário anual, com discussão pública das prioridades.

Vale notar, ainda, que a evidência empírica internacional aponta para efeitos distributivos regressivos do desenho institucional pretendido. Estudo do Banco Mundial (Aklin, Kern e Negre, 2021)[31] identifica três mecanismos pelos quais a independência de bancos centrais — sobretudo na escala que a PEC 65 pretende inaugurar — se associa ao aumento da desigualdade social: restrição indireta à política fiscal redistributiva; valorização de ativos financeiros concentrados nas faixas superiores de renda; e contenção do poder de barganha dos trabalhadores via política anti-inflacionária recorrente. A literatura, portanto, oferece argumento adicional contra o desenho proposto, do ângulo do efeito distributivo do arranjo.

Resta, portanto, a pergunta política central, em torno da qual deveria se organizar o debate público: por que esta prioridade no uso dos lucros da senhoriação? Num ambiente de severo arcabouço fiscal aplicado aos gastos públicos — a ponto de ameaçar as vinculações constitucionais à saúde, educação e previdência social —, por que alocar recursos da ordem de dezenas de bilhões de reais para custear despesas de uma única autarquia? Por que reduzir a autonomia burocrática dos servidores concursados, expô-los à ameaça de exoneração, e ampliar a possibilidade de captura do regulador pelo regulado? Por que criar um regime em que aumentos da despesa de pessoal acima do parâmetro do Novo Arcabouço Fiscal (IPCA mais 2,5% ao ano) dependem de autorização expressa do Senado Federal, abrindo canal permanente de barganha entre a diretoria do

[31]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.

BCB autonomizado e parlamentares específicos — em paralelo ao § 1.º do art. 4.º, que abre via análoga para as despesas administrativas em geral, sob aprovação da comissão temática? E, sobretudo: por que deixar em aberto, no texto constitucional, o destino do excesso da senhoriação retida sobre o gasto administrativo permitido, sabendo que esse excesso supera em quase cinco vezes a despesa atual do BCB no Orçamento Geral da União?

A nota técnica não defende a manutenção do status quo. Defende, sim, que o caminho de reforma do arranjo institucional do BCB passe por aprofundamento — não retrocesso — dos mecanismos de controle democrático e de proteção da carreira de Estado. A discussão sobre como aperfeiçoar a relação entre BCB e Tesouro, sobre como recompor adequadamente o quadro técnico e a remuneração dos servidores, e sobre como reforçar a transparência e o controle externo, é discussão necessária e deve continuar — mas não pela via da PEC 65/2023, que aponta na direção oposta.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.

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

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.

BRASIL. Lei n.º 11.803, de 5 de novembro de 2008. Dispõe sobre a utilização do resultado do BCB.

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.

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.

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 16 abr. 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.

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.

CARDONI, Edison Lobão. A “emenda Master” na PEC 65/2026. CONDSEF/Brasil de Fato, 8 e 11 maio 2026.

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

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

DORNELAS, Leonardo Niero de Oliveira. PEC 65/2023 e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional. Brazilian Keynesian Review, v. 10, n. 2, 2024.

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

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.

WRAY, L. Randall. Senhoriagem ou soberania? Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2, p. 137-146, 2016.

