

Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal

**ALGUMAS INTER-RELAÇÕES DA POLÍTICA FISCAL COM
A MONETÁRIA, CAMBIAL E CREDITÍCIA NO BRASIL**

Ana Paula Higa
José Roberto Afonso

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

66

ISSN 1983-0645

Brasília, novembro / 2009

Contato: *conlegestudos@senado.gov.br*

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa posicionamento oficial do Senado Federal.

Os trabalhos da série "Textos para Discussão" estão disponíveis no seguinte endereço eletrônico:

http://www.senado.gov.br/conleg/textos_discussao.htm

ALGUMAS INTER-RELAÇÕES DA POLÍTICA FISCAL COM A MONETÁRIA, CAMBIAL E CREDITÍCIA NO BRASIL

Ana Paula Higa¹

José Roberto Afonso²

1. Introdução

O Banco Central do Brasil (BACEN), segundo a Lei 4.595 de 31/12/1964, deve desempenhar várias atribuições, dentre elas, pode-se destacar as seguintes: emissor de moeda; executor de serviços de meio-circulante; executor da política monetária (definição de recolhimentos compulsórios; operações de redesconto e operações de mercado aberto); depositário das reservas internacionais; instituição responsável pela fiscalização das instituições financeiras; agente financeiro do governo³; entre outras.

A Secretaria do Tesouro Nacional, por sua vez, criada através do Decreto 92.452 de 10/03/1986, tem as seguintes funções: constitui-se em órgão central da administração financeira federal; centraliza a contabilidade federal; é a responsável pela administração das dívidas internas e externas do governo federal; entre outras.

Deste rol de atividades desempenhadas pelo Banco Central há pelo menos três que são representativas da estreita relação que existe entre esta instituição e o Tesouro Nacional. A primeira, diz respeito ao fato do Banco Central executar operações de mercado aberto através da compra e venda de títulos públicos emitidos pelo Tesouro; a segunda refere-se ao fato do Caixa Único do Tesouro ficar sob a guarda do Banco Central; e terceiro, está relacionado ao

¹ Ana Paula Higa é economista e consultora.

² José Roberto Afonso é economista de carreira do BNDES, cedido ao Senado Federal e lotado na Comissão de Acompanhamento da Crise Financeira e Empregabilidade (CACFE).

Este estudo foi desenvolvido, a pedidos, para subsidiar o Relator da CACFE, Senador Tasso Jereissati, tendo análises iniciais incluídas no Relatório preliminar da Comissão.

Elaborado com base em informações disponíveis até 6/11/2009.

Como de praxe, as opiniões aqui expressas são de exclusiva responsabilidade dos autores e não das instituições a que estão vinculados.

³ Esta função foi instituída pelo decreto 93.872 de 23/12/1986 que institui a Conta Única do Tesouro e determinou que fosse mantida no Banco Central.

papel de depositário das reservas internacionais exercido pelo Banco Central, mas cujo resultado apurado, seja prejuízo ou lucro, pertence ao Tesouro.

Embora as atribuições de cada agente estejam definidas e tenha havido muitos avanços institucionais ao longo dos últimos vinte anos, ainda há aspectos nas relações entre estas duas instituições que merecem maior conhecimento, melhor entendimento e mais debates. O objetivo deste artigo é discutir alguns aspectos atuais das relações entre Banco Central e Tesouro Nacional que refletem implicações para a política fiscal decorrentes das políticas monetária, cambial e creditícia. Antecipa-se que o trabalho mais se ocupará de levantar estatísticas e formular questões do que apresentar uma análise acabada e respostas prontas.

Diante da complexidade da matéria e da pouca literatura nacional, a proposta deste trabalho é ao menos chamar a atenção para a necessidade de debater do que simplesmente apresentar uma interpretação completa. Para tanto, na estruturação do trabalho, o item 2 retoma alguns aspectos teóricos da política monetária de provimento de liquidez para o sistema bancário que se baseia na compra e venda de títulos públicos. No item 3, é analisada a evolução recente das operações compromissadas. No item 4, são comentados o nível da Conta Única do Tesouro e a apuração dos resultados pelo Banco Central. No item 5, discutem-se os impactos das variações das reservas internacionais sobre a dívida pública. Já o item 6 conclui sobre implicações do relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro.

2. A Política Monetária e a Liquidez Bancária

A Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, art. 10, outorgou ao Banco Central a atribuição de comprar e vender títulos públicos, como instrumento de política monetária, também conhecido como operações de mercado aberto. Esta atribuição foi referendada na Constituição Federal de 1988 (CF/88) no art. 164 § 2º que estabelece que: “O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.”

As operações de mercado aberto constituem um dos principais instrumentos para a implementação da política monetária e têm como função regular a liquidez do sistema bancário e a taxa de juros das operações de curto prazo, através da compra e venda de títulos públicos. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), Lei Complementar n. 101 de 4 de maio de 2000, no art. 34 vedou ao Banco Central emitir títulos por conta própria, inclusive para fins de

conduzir a política monetária. Esta determinação passou a vigorar a partir de maio de 2002. Desde então, o Banco Central tem utilizado exclusivamente títulos de emissão do Tesouro Nacional.

As operações de mercado aberto são feitas através de operações compromissadas. Estas operações são usadas para gerenciamento do caixa ou da liquidez das instituições bancárias. Em sua maioria, são operações de um dia de maturação, mas nada impede que outros prazos possam ser usados.

Em termos simplificados uma operação compromissada funciona da seguinte forma: uma instituição tem recursos em caixa e deseja remunerá-lo por um dia. Outra instituição, necessitando de liquidez, se propõe a tomar estes recursos emprestados por um dia, pagando uma taxa previamente acordada (em geral próxima à taxa SELIC), dando títulos públicos federais como garantia do empréstimo. Ou seja, em caso de não pagamento (*default*), o credor fica com os títulos públicos que são amplamente aceitos pelo mercado e podem ser convertidos em dinheiro com certa facilidade.

As operações compromissadas podem ser feitas tanto entre instituições financeiras quanto entre a autoridade monetária e os bancos, também referidos simplesmente como mercado. Quando realizados pelo Banco Central, estas operações fazem parte da estratégia de política monetária e pretende atingir um determinado objetivo: garantir que o sistema bancário opere com liquidez de tal forma a não produzir impactos sobre a taxa de juros de mercado usada como referência para a política monetária sob regime de metas de inflação. Assim, as operações de mercado aberto procuram assegurar que a taxa Selic não descole da meta definida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).

Em relação à colocação de títulos públicos no mercado, tanto o Tesouro Nacional quanto o Banco Central desempenham esta função, ainda que o foco do primeiro esteja relacionado aos objetivos de política fiscal e o último esteja voltado para a execução da política monetária.

O Tesouro Nacional emite títulos públicos⁴ para o mercado através de ofertas públicas, ou seja, leilões de venda ou compra de títulos públicos, cuja finalidade é a administração da dívida pública mobiliária federal. Estes leilões são divulgados através de portaria pela Secretaria do Tesouro Nacional e seguem as diretrizes de emissões definidas

⁴ O Tesouro também pode emitir títulos através de emissões diretas ou para pessoas físicas, através do Tesouro Direto. As emissões diretas são feitas diretamente ao beneficiário para atender certa finalidade definida em lei, por exemplo: securitização de dívidas da União; aumento de capital de empresas públicas; garantia de empréstimo; reforma agrária; crédito rural; operações financeiras estruturadas e assunção e refinanciamento de dívidas de estados, municípios e empresas estatais.

pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) que estipula metas, premissas e prioridades para a emissão de dívida pública.

O Banco Central executa as operações de mercado aberto, compra e vende títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, através da realização de leilões formais e informais. Os leilões formais são abertos à participação de todas as instituições financeiras e são divulgadas por meio de comunicado do Banco Central ao mercado. Já os leilões informais, também conhecidos como *go-around*, são realizados exclusivamente com instituições credenciadas (*dealers*) que recebem uma comunicação por meio eletrônico que informa a realização do leilão.

Do ponto de vista das instituições financeiras, no que tange à aplicação de recursos de renda fixa, é possível adquirir títulos públicos via leilões primários do Tesouro Nacional; via mercado secundário, ou seja, de outros detentores de títulos públicos que podem ser outras instituições financeiras ou não; comprar títulos privados (na sua emissão ou no mercado secundário) ou, ainda, aplicar recursos por meio de operações compromissadas.

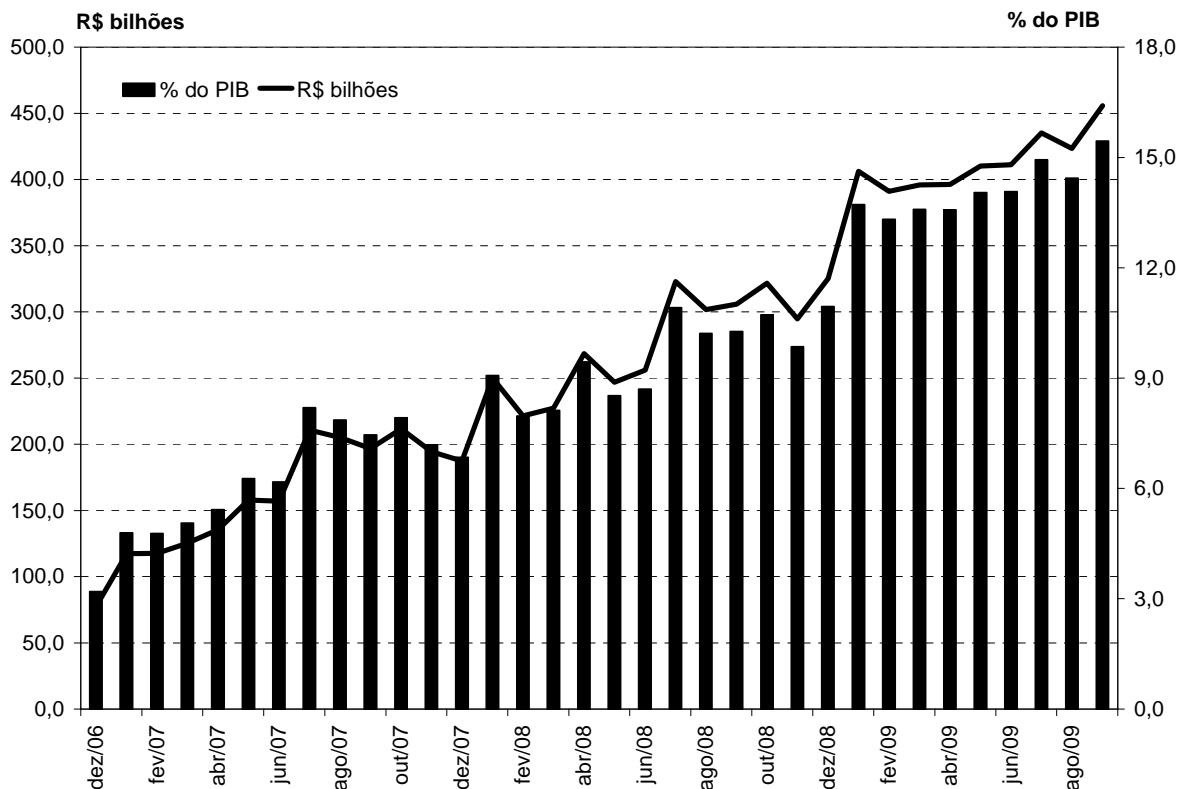
3. Evolução das Operações Compromissadas

Ao final de setembro de 2009, o saldo das operações compromissadas do Banco Central – tomadoras de recursos, ou seja, venda de títulos públicos com compromisso de recompra – montava a R\$ 455,7 bilhões, ou seja, 15,4% do PIB (incluindo operações extra-mercado). É o volume mais elevado, quando expresso em proporção do produto interno, já registrado em série histórica mensal da dívida pública, divulgada pelo próprio Banco Central (disponível em seu portal, mês a mês, desde 2000). Há um ano, já estourada a crise global, tais operações eram de R\$ 305,8 bilhões ou 10,3% do PIB (em maio de 2008, equivaliam a apenas 8,5% e, em janeiro de 2002, eram nulas).⁵

Estes dados não parecem corroborar a tese de que o sistema bancário brasileiro tenha sofrido uma crise de liquidez devido ao acirramento da situação internacional. Ao contrário, com relação ao agravamento da crise, houve concentração de liquidez no mercado, sendo que as pequenas e médias instituições financeiras sentiram-se sufocadas pela crise de confiança que se instalou no mercado financeiro.

⁵ Considerando apenas as operações compromissadas realizadas com o mercado financeiro, estas somaram R\$ 423,5 bilhões em setembro de 2009, em comparação a R\$ 278,7 bilhões em setembro do ano anterior.

Gráfico 1: Evolução das Operações Compromissadas



Fonte: Banco Central do Brasil

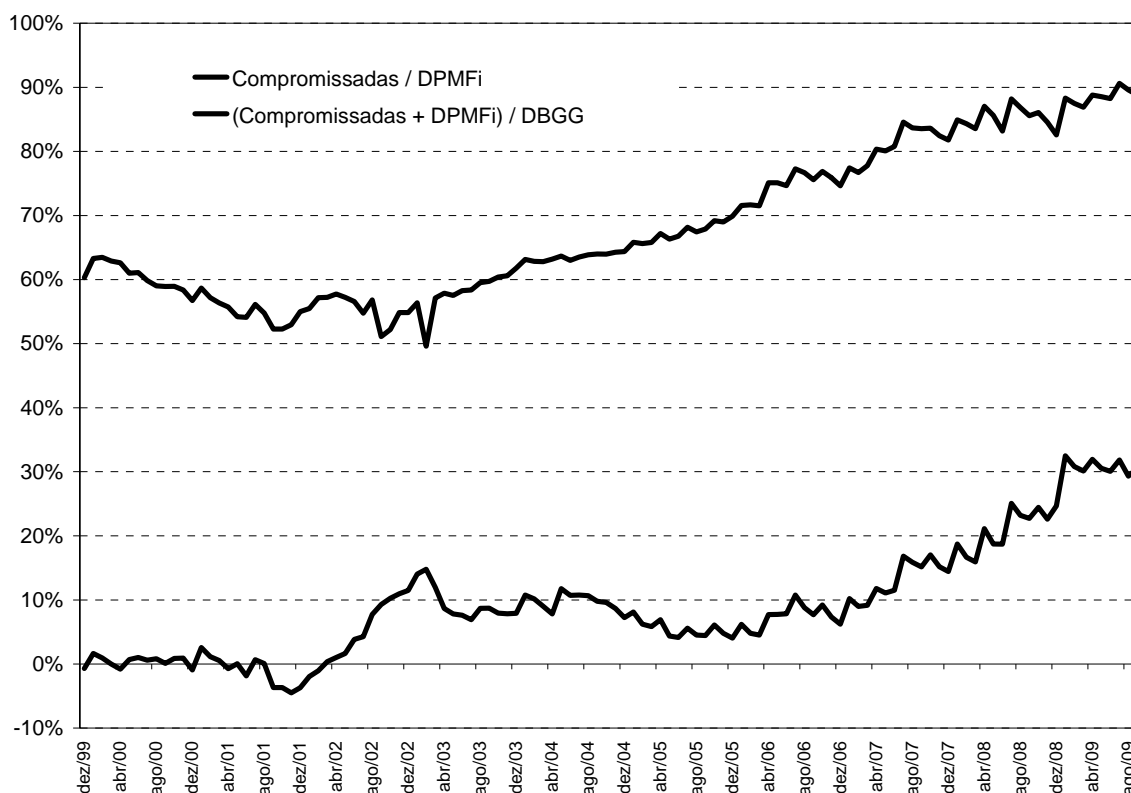
Além disso, as inúmeras medidas de alívio monetário que foram introduzidas por meio de reduções de compulsórios, com o objetivo de fornecer liquidez ao mercado, também acabaram por elevar o volume de operações comprometidas. Analisando a relação entre o total dessas operações em mercado e o estoque de dívida pública mobiliária federal interna, observa-se que esta relação já era crescente antes mesmo da crise financeira internacional, tendo saltado de 10,2% em janeiro de 2007 para 22,8% em setembro de 2008 e para 30,6% em setembro de 2009⁶. (Gráfico 2).

Os bancos pequenos e médios responsáveis, em grande parte, pelo aumento do crédito à pessoa física (especialmente via crédito consignado), emprestam recursos a prazo longo (o prazo médio das operações de crédito pessoal, segundo o Banco Central, foi de 541 dias em setembro de 2008), mas tomam recursos a prazos menores. Os investidores de pequenas e

⁶ Vale notar que as operações de mercado aberto negativas registradas no Gráfico correspondem a posições doadoras de recursos pelo Banco Central.

médias instituições financeiras, em geral, não aplicam seus recursos a prazos longos por temerem o risco de crédito. Desta forma, há um problema clássico de descasamento de prazo. Enquanto o círculo virtuoso existe, a estrutura funciona muito bem.

Gráfico 2: Relações entre Operações Compromissadas do Banco Central em Mercado: Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e Dívida Bruta do Governo Geral¹ (DBGG)



(1) Metodologia utilizada até 2007

Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional

Quando houve a reversão dos mercados em setembro de 2008, a aversão ao risco fez com que os investidores retirassem seus recursos dos bancos menores (aplicando-os nos maiores), o que quebrou a principal fonte de financiamento destas instituições e gerou o problema de descasamento de prazo citado acima (necessidade de liquidar hoje compromissos cujos recursos somente serão recebidos no futuro). Daí o incentivo para a venda das carteiras de crédito para as instituições de maior porte (com menos ativos, há menos necessidade de financiamento).

O movimento de compras de carteiras e de bancos, a princípio, sanou o pânico que se iniciava nos mercados locais (apesar de não haver evidências de exposição das instituições locais ao *subprime*), mas ficam as questões: qual a necessidade do total de operações compromissadas subir para o recorde histórico de 15,4% do PIB? O que provocou o salto destas operações cujo saldo era nulo em janeiro de 2002 e estava em 3,2% do PIB em dezembro de 2006?

A resposta mais simples e comum, de que a expansão das compromissadas reflete o aumento das reservas internacionais, parece explicar boa parte (dependendo da data escolhida como partida para a evolução), mas não a integralidade desse movimento, principalmente no período recente. Desde setembro de 2006, quando a dívida pública externa se tornou negativa (ou seja, as reservas superaram a dívida bruta do governo brasileiro no estrangeiro), passados exatos três anos, o saldo das disponibilidades líquidas do Banco Central no exterior, expresso em reais, cresceu em 6,5 pontos do PIB, abaixo do aumento do total de compromissadas, em 11,7 pontos, no mesmo período. Se a comparação for apenas entre o fim de setembro de 2008 e de 2009, esse ativo do Bacen foi praticamente o mesmo, em relação ao produto interno (13,2% do PIB), enquanto as compromissadas deram um salto de 10,3% para 15,4% do PIB – de modo que o incremento de 5,2 pontos no último ano parece não guardar uma vinculação tão direta com as reservas internacionais, depois de expressas em reais e comparadas à produção brasileira. Talvez, nesse período, a valorização cambial tenha contribuído para mascarar a relação entre o aumento do ativo externo e as operações compromissadas.

Outra tese que foi levantada recentemente – em Safatle (2009b) –, de que o incremento recente de tais operações seria explicado pelos fundos de investimentos (no lugar de um empocamento de liquidez bancária) também merece uma breve observação das estatísticas. Obviamente, que o gestor de um fundo precisa de liquidez, ainda mais em tempos de crise global, e as operações compromissadas constituem excelente alternativa.⁷ Observando a composição da carteira dos fundos, a partir de estatísticas divulgadas pela ANBID, se pode deduzir que aplicavam em compromissadas com lastro em títulos públicos um volume de R\$ 240,6 bilhões ao final de setembro de 2009, contra um saldo de R\$ 191,3 bilhões em outubro

⁷ Os fundos de investimento captam recursos do público em geral e devem aplicar estes recursos. A escolha dos gestores envolve uma série de ativos que podem ser títulos públicos e títulos privados, no caso de fundos de renda fixa. Uma parte deve ser aplicada em ativos líquidos para atender a eventualidade de saques de seus cotistas. Como a maioria dos fundos do Brasil possui liquidez diária, este percentual em relação à carteira dos fundos é elevado (entre 16% e 17%), ainda mais em tempos de grande volatilidade. Logo, os fundos de investimento aplicam parte de seus recursos (caixa) em operações com os bancos, que entregam títulos públicos, em uma operação com compromisso recompra. Deste modo, os bancos ficam com mais liquidez, além de seus próprios caixas, e repassam isto para o Banco Central em operações compromissadas.

de 2008 – ou seja, com um incremento nominal de 25,8%.⁸ Porém, essa variação ficou bem abaixo da variação de 44,3% no total das mesmas operações realizadas pelo Banco Central no mesmo período (por resíduo, as compromissadas fora dos fundos de investimentos cresceram 77,7%). Se por um lado, é alta a relação entre compromissadas dos fundos de investimentos e do Banco Central, por outro, depois da crise chegar a seu auge, a proporção decresceu: 64,3% em outubro de 2008 para 56% em setembro de 2009. Em outras palavras, depois da crise financeira global, os gestores dos fundos de investimento aumentaram de forma firme as aplicações em compromissadas lastreadas por títulos públicos, porém, o fizeram num ritmo inferior aos dos demais doadores de recursos ao Banco Central via tais operações.

Se é possível que a evolução tanto das reservas internacionais expressas em reais, quanto das aplicações dos fundos de investimentos, podem não explicar o salto dado pelas operações compromissadas na economia brasileira nos últimos meses, evidencia-se que é preciso considerar outras hipóteses e condicionantes desse movimento. Certamente, não há uma única explicação, muito menos respostas fáceis para esse movimento, quanto menos, se isso for considerado um problema, se achar que existe solução rápida.

É inegável que a atuação recente do Banco Central na gestão de liquidez do sistema bancário tem sido no sentido de tomar recursos do mercado através de operações compromissadas. Mesmo no período anterior ao acirramento da crise internacional, o Banco Central já desempenhava o papel de vendedor de títulos públicos com compromisso de recompra. Analisando os dados desde janeiro de 2008, observa-se que o Banco Central tomou recursos com o objetivo de administrar a liquidez do sistema bancário no curto prazo em praticamente todos os dias úteis. Além disso, quase que semanalmente o Banco Central realizou operações de venda de títulos com compromisso de recompra com prazo entre cinco e sete meses, recentemente alterado para seis meses. Tais informações são indícios de que o mercado bancário não apresentava problemas de falta de liquidez, mesmo no auge da crise

⁸ Segundo a ANBID, entre outubro de 2008 e setembro de 2009, o patrimônio líquido dos fundos de investimento cresceu em 21,4%: de R\$ 1.150,4 para 1.396,5 bilhões. Desta forma, as compromissadas com lastro em títulos públicos federais, subiram de 16,3% para 17,2% do total do patrimônio. Mesmo excluída a parcela da carteira em renda variável, o aumento do peso das compromissadas em títulos federais aumentou apenas de 19,4% para 20,6% do total aplicado em renda fixa, entre os meses citados.

O baixo incremento relativo das compromissadas na composição da carteira dos fundos de investimentos confirma a esperada reação dos gestores por tais aplicações de ampla liquidez (em março de 2009, chegou a 18% do patrimônio total). Porém, o pequeno incremento relativo mostra que houve uma mudança demasiado brusca na política de aplicações, ao menos nos últimos doze meses.

De qualquer forma, comparativamente ao total de compromissadas contratadas pelo Bacen, fica claro que o apetite por tais operações por outros agentes do mercado financeiro foi muito maior do que o dos fundos de investimento, com tendência inversa a que foi exposta em Safatle (2009, b).

internacional. O que ocorreu foi que a liquidez fluiu para certos segmentos do mercado bancário, configurando em uma situação de “empocamento de liquidez”.

Um fato que chama a atenção nos meses que seguiram ao ápice da crise internacional foi o aumento das operações de nivelamento⁹ por parte do Banco Central. Em setembro de 2008, o Banco Central realizou 12 operações de nivelamento, sendo que em 3 operações atuou como tomador de recursos, em 6 ocasiões foi doador de recursos e em três delas atuou como tomador e doador. Em outubro, o Banco Central realizou 23 operações de nivelamento, sendo que em 7 delas foi doador. Em novembro, foram realizadas 11 operações, sendo 9 delas como tomador de recursos. Nos meses que se seguiram, as operações de nivelamento diminuíram. Tais informações também corroboram o argumento de que houve problemas localizados de liquidez, concentrados especialmente nos bancos pequenos e médios, e que o Banco Central tratou de atender as necessidades dos agentes financeiros, “zerando” posições.

A partir das estatísticas do Banco Central, pode-se observar que, entre dezembro de 2006 até setembro de 2008, a autoridade monetária comprou US\$ 99,7 bilhões no mercado à vista de câmbio. Levando-se em conta as taxas médias de câmbio do período, o volume comprado pelo Banco Central chega a R\$ 192,2 bilhões. Devido ao regime de metas de inflação, a expansão monetária resultante da compra de reservas internacionais precisa ser esterilizada. Desta forma, a autoridade monetária tomou os recursos excedentes (advindos das compras de dólares) do mercado, dando, em garantia, títulos públicos federais, ou seja, fez isto através das operações compromissadas.

Com o agravamento da crise internacional a partir de setembro de 2008, as intervenções do Banco Central no mercado à vista de câmbio inverteram-se, ou seja, este passou a vender divisas. Entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009, o Banco Central vendeu US\$ 14,5 bilhões ou o equivalente a R\$ 33,3 bilhões.

Em maio de 2009, o Banco Central voltou novamente a intervir no mercado à vista de câmbio, adquirindo dólares, em um sinal de retomada da confiança dos investidores estrangeiros na recuperação econômica do país. Entre maio e setembro, o Banco Central comprou US\$ 14,2 bilhões ou R\$ 27,3 bilhões.

Capitalizando os R\$ 70 bilhões em operações compromissadas de fins de 2006 até setembro de 2008 pela taxa Selic e somando-se os valores das compras de dólares,

⁹ Operações de nivelamento correspondem a operações compromissadas de curtíssimo prazo (1 ou 2 dias) que são realizadas no final do dia, com o objetivo de atender descasamentos de curtíssimo prazo no fluxo de caixa das instituições bancárias.

praticamente chega-se ao volume de operações compromissadas em mercado aberto de setembro de 2008. Com a crise internacional, o Banco Central injetou na economia quase o equivalente a R\$ 100 bilhões, com diversas alterações nos recolhimentos compulsórios. No entanto, parte significativa destes recursos terminou por engrossar o volume de operações compromissadas.

Com tamanha injeção de recursos no mercado, por que o dinheiro não fluiu para financiar a produção?

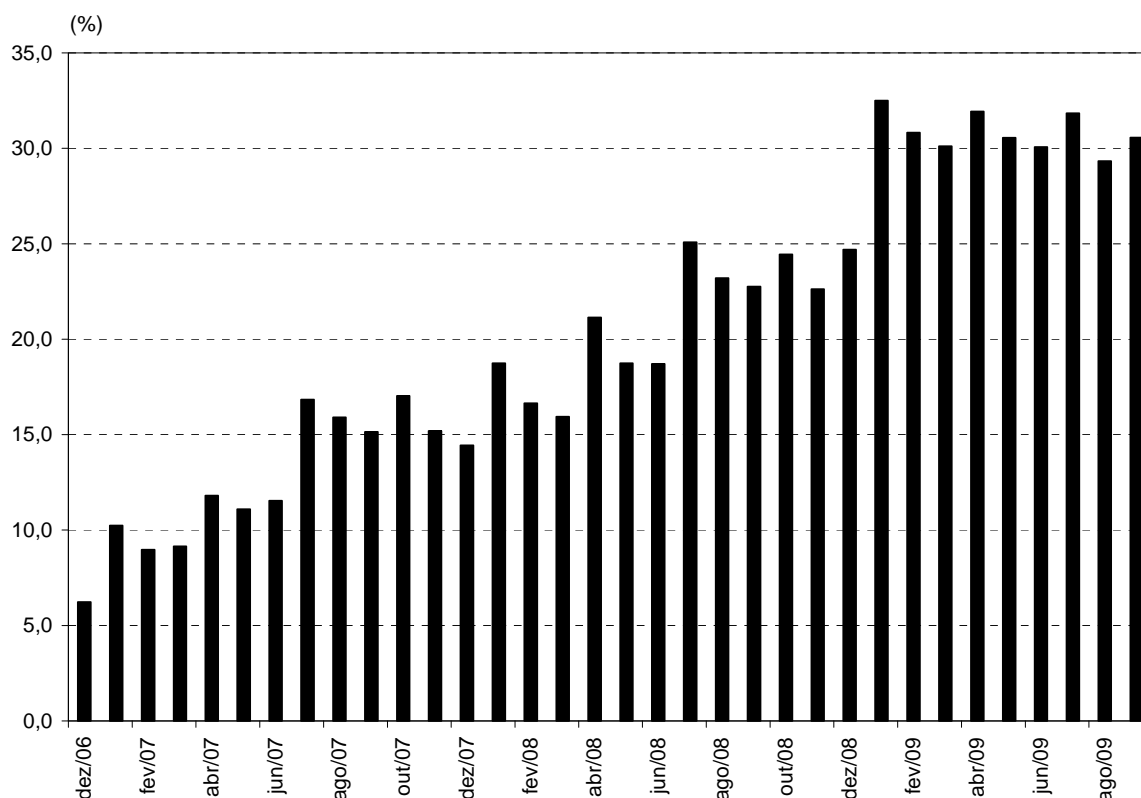
Observando as estatísticas de crédito do Banco Central, tem-se que o volume de crédito na economia subiu a taxas significativas (82,6% entre dezembro de 2006 e setembro de 2009, apenas para os recursos livres), saindo de 20,6% para 31,2% do PIB no período. Este incremento nas operações de crédito mais que compensa a injeção monetária promovida pela autoridade monetária (o que deve ter motivado sua política monetária conservadora). Mas, se o crédito foi beneficiado pelo aumento de oferta monetária, por que as operações compromissadas permanecem tão altas?

Admitindo uma gestão eficiente de portfólio, um gestor de recursos escolherá os ativos com melhor relação risco-retorno. Admitindo um spread médio de 26,0% a.a. (17,7% a.a. para pessoa jurídica e 33,4% a.a. para pessoa física segundo dados de setembro de 2009 do Banco Central), as operações de crédito apresentam um excelente retorno, dado o risco (a inadimplência para pessoa jurídica atingiu 4,0% e, para pessoa física, 8,2%). Por que, mesmo apresentando expectativa elevada de retorno, a liquidez não é direcionada para a concessão de empréstimos e financiamentos, seja de empresas ou consumidores?

Outro ponto que deve ser observado, partindo-se ainda de uma gestão eficiente de portfólio, é que os títulos públicos devem ser marcados a mercado, enquanto não há a mesma exigência para as operações compromissadas. Em momentos de elevada volatilidade nos mercados financeiros, um gestor de recursos pode preferir operações compromissadas em detrimento de títulos públicos, melhorando a gestão de risco de sua carteira. Deste ponto de vista, as operações compromissadas do Banco Central concorrem com as emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, podendo trazer alguma dificuldade para este último.

Pelo Gráfico 3, nota-se que existe um movimento sazonal que coincide com inícios de trimestre (janeiro, abril, julho, outubro). Este movimento torna-se mais forte nos meses de janeiro e julho e ficaram mais evidentes ao longo de 2008 e no primeiro semestre de 2009, evidenciando uma correspondência entre os vencimentos de títulos prefixados e as operações compromissadas, configurando a escolha por diminuição do risco de mercado de uma carteira prefixada.

Gráfico 3: Relação entre Operações Compromissadas do Banco Central em Mercado e Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional

Vale lembrar que houve um aumento significativo de volatilidade no mercado financeiro, em função da crise financeira internacional, assim as operações sujeitas à marcação a mercado foram as que mais resultaram em perdas. Ou seja, ao apreçar títulos e valores mobiliários pelo seu valor justo, várias instituições apropriaram prejuízos em seus balanços. Para escapar destes prejuízos, só restou a alternativa de vender tais ativos e realizar operações financeiras que apresentam menos volatilidade (operações compromissadas). Isto gera certo círculo vicioso, pois novas vendas de títulos públicos deprimem os preços e, conseqüentemente, trazem mais prejuízos e mais vendas.

Analisando os relatórios da dívida pública, observa-se que os títulos públicos prefixados (LTN) vencem em início de trimestre ou em início de ano (NTN-F). O volume de prefixado caiu sistematicamente ao longo de 2008, o que denota que o mercado optou por não

renovar os títulos prefixados de emissão do Tesouro Nacional (que sofreram forte impacto da marcação a mercado), substituindo-os por operações compromissadas junto ao Banco Central (cujo lastro também são títulos públicos, mas não são marcadas a mercado¹⁰). Em 2009, a perspectiva de redução da meta Selic acabou por reverter este quadro.

Vale notar que as operações compromissadas podem contribuir para reduzir a volatilidade dos resultados da carteira de uma instituição financeira, mas isto não significa que estas operações sejam isentas de risco. Por exemplo, se uma operação compromissada deixar de ser honrada, ainda que haja títulos em garantia, estes estão sujeitos às condições de mercado e podem valer menos (ou mais) que a operação previamente acertada e não cumprida.

Isto sugere que a questão não está na aceitação dos títulos do Tesouro (não há venda de títulos públicos para compra de outros ativos), pois o dinheiro continua sendo aplicado em operações que possuem tais títulos como garantia. Mas, a questão passa pela preferência pela não marcação a mercado.

4. Caixa Único do Tesouro e Apuração do Resultado do Banco Central

Outro aspecto importante que marca o relacionamento entre Banco Central e Tesouro Nacional refere-se ao fato que o primeiro constitui-se em agente financeiro do último, uma vez que os recursos de caixa do governo federal são depositados na Conta Única do Tesouro, mantida no Banco Central.

A implantação da Conta Única do Tesouro¹¹ fez parte de uma série de modificações introduzidas a partir de 1986, que levaram entre outras coisas à criação da Secretaria do Tesouro Nacional e a separação de atribuições entre as duas instituições. A própria Constituição Federal de 1988 no art. 164 § 3º determina que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no Banco Central.

Além da remuneração da Conta Única do Tesouro, os resultados apurados pelo Banco Central também devem ser transferidos ao Tesouro Nacional, assim como variações de resultado decorrentes da administração das reservas internacionais.

¹⁰ As operações compromissadas não são marcadas a mercado, pois não são considerados valores mobiliários.

¹¹ As regras sobre unificação dos recursos financeiros em uma conta única foram definidas no Decreto n. 93.872 de 23 de dezembro de 1986. Apesar da denominação, a Conta Única do Tesouro é composta por várias subcontas, conforme a Instrução Normativa n. 10 de 6 de setembro de 1988 da Secretaria do Tesouro Nacional. (ver Meyer, 1995)

Em setembro de 2009, a Conta Única do Tesouro possuía o montante equivalente a R\$ 415,4 bilhões ou 14,1% do PIB. A evolução do saldo de caixa do Tesouro mostrou significativa expansão entre fevereiro e março de 2009 quando passou de R\$ 172,2 bilhões ou 5,9% do PIB para R\$ 374 bilhões ou 12,8% do PIB. Este significativo aumento nas disponibilidades de caixa do Tesouro pode ser explicado pelo resultado obtido pelo Banco Central em 2008 e transferido ao primeiro em março de 2009.

O Banco Central transferiu R\$ 185,3 bilhões ao Tesouro Nacional em março de 2009. Deste montante, R\$ 171,4 bilhões diziam respeito à equalização cambial, ou seja, referiam-se aos ganhos obtidos pelo governo com as reservas internacionais, devido à desvalorização cambial que ocorreu no 2º semestre, e operações com swap cambial, que renderam cerca de R\$ 10,5 bilhões.

De acordo com a Lei 11.803, de 5 de novembro de 2008, o Banco Central deve transferir o custo de carregamento das reservas internacionais e o resultado das operações de swap cambial efetuadas no mercado interno para a União. Isto já era feito anteriormente, no entanto a referida lei deu maior transparência aos resultados da administração de reservas e decorridos de variação cambial, pois havia certo desconforto para a autoridade monetária causado pelos resultados negativos apurados em função do carregamento das reservas internacionais (a apreciação cambial conduzia a constantes prejuízos contábeis, o que enfraquecia a imagem da instituição).

Antes desta lei, o resultado do Banco Central sofria com o efeito das variações cambiais. Os resultados negativos de 2006 e 2007, por exemplo, podem ser explicados, principalmente, pela valorização da moeda nacional, como no trecho a seguir, extraído das Demonstrações Financeiras do Banco Central (2007): “O resultado líquido de 2007 decorreu, principalmente, da variação do Real frente às demais moedas, uma vez que a apreciação cambial reduz o valor, em moeda nacional, dos ativos denominados em moeda estrangeira.” Entre os ativos denominados em moeda estrangeira e detidos pelo Banco Central contam, principalmente, as reservas internacionais e os *swaps* cambiais.

Os dados apresentados na Tabela 1 mostram os lucros e prejuízos apurados pelo Banco Central nos últimos anos. Vale ressaltar que estes dados não podem ser comparados enquanto série histórica, pois os resultados anteriores a 2008 estavam sujeitos aos impactos de variações cambiais. A partir de 2008, os resultados decorrentes da administração das reservas internacionais e de operações com swap cambial passaram a ser apropriados na conta de “equalização cambial”.

Os resultados positivos do Banco Central devem ser destinados à amortização da dívida pública, devendo pagar prioritariamente aquela existente junto ao Banco Central. Assim, ainda que o lucro do Banco Central tenha sido depositado na Conta Única do Tesouro, encontra-se em uma subconta destinada ao abatimento da dívida.

Tabela 1: Resultados do Banco Central (R\$ Bilhões)

	1º Semestre	2º Semestre	Ano
2000	0,31	1,31	1,62
2001	-4,08	7,16	3,07
2002	-10,91	-6,28	-17,19
2003	24,18	7,14	31,32
2004	2,80	-0,09	2,71
2005	-11,63	1,13	-10,49
2006	-12,85	-0,54	-13,39
2007	-30,30	-17,21	-47,51
2008	3,17	10,17	13,35

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central (vários anos)

No primeiro semestre de 2009, em função da valorização cambial, as reservas internacionais voltaram a apresentar custo de carregamento, como será analisado a seguir.

5. Impactos das Variações das Reservas Internacionais sobre a Dívida Pública

O debate fiscal recente tem estado muito voltado para os fluxos – ou melhor, para avaliar a deterioração do superávit primário. Não há dúvida de que esse é um processo preocupante porque pode combinar queda estrutural da receita com aumento permanente do gasto. Porém, pouca atenção tem sido dada para a evolução dos estoques – mais precisamente, o tamanho da dívida pública. Até porque, seu indicador oficial apresentou (felizmente) redução nos últimos anos e formou-se um senso comum de que essa dívida é baixa. No entanto, não é bem assim e, antecipa-se, a deterioração não é explicada apenas pelo resultado nominal do setor público.

Antes de tudo, é bom deixar claro que não se duvida da capacidade do setor público em honrar sua dívida. Assim como também não se defende que o país deve parar de acumular

reservas internacionais. O que se pretende é chamar a atenção para a evolução recente da política fiscal e impactos decorrentes da política cambial, defendendo mais estudos e debates sobre o assunto.

Dentre as raras análises recentes sobre o custo fiscal de carregamento das reservas, menciona-se a de Saraiva e Canuto (2009) que constroem uma estimativa dos custos referentes à parcela de reservas consideradas excessivas (US\$ 800 milhões mensais em 2009).¹²

A tabela apresentada a seguir, extraída do boletim mensal sobre política fiscal divulgado pelo Banco Central, não deixa margem para qualquer dúvida. Entre dezembro de 2008 e setembro de 2009, a dívida do setor público no conceito líquido (o mais usado no país, embora pouco adotado no exterior) cresceu de 38,8% para 44,9% do PIB, ou seja, um incremento de aproximadamente 6,1 pontos do produto.

Desse resultado, apenas 5% pode ser explicado pela desaceleração da economia, pois o efeito do menor crescimento foi um aumento de 0,3 pontos do PIB. A piora dos fluxos fiscais respondeu por 49,2% do aumento da dívida no período, como o superávit primário (1,3% do PIB) foi insuficiente para honrar os juros nominais (4,2% do PIB), o déficit nominal elevou a dívida pública em 3 pontos do PIB. Já as contas externas elevaram a mesma dívida em 2,9 pontos do PIB, puxado pelo chamado ajuste cambial (2,4 pontos). Desta forma, apenas o câmbio explicou 47,5% do aumento da dívida do setor público ocorrido nos primeiros nove meses de 2009. Isto significa que, não obstante a expressiva queda do superávit primário, parcialmente coberto pela menor carga de juros nominais, a dívida pública também impactada pela oscilação cambial.¹³

¹² Vale reproduzir a argumentação de Saraiva e Canuto: “Considering that the pre-payment to the IMF signaled an assessment that IR had reached a comfortable level [5], a rough estimate of the costs incurred by the interest rate differential on the ‘excess’ reserve accumulation since then yields a non-negligible sum of 2% of the GDP through July/09 (of this cost, more than 1% of GDP was incurred in the last 15 months). [6] At the margin, the sterilization costs stemming from the interest rate differential hovers around US\$ 800 million per month, in 2009. One could assume that this is the premium paid for the self-insurance policy – however the idea that this cost is being inflicted to the country for the lack of an effective multilateral emergency lender providing this service as a global public good has been weakened by the strengthening of the IMF weaponry after the crisis, in particular the creation of the Flexible Credit Line (FCL).

¹³ Amir Khair (2009) também chamou a atenção para estes números em sua análise e conclui da seguinte forma: “É da exclusiva responsabilidade do Banco Central a política cambial, de gestão das reservas internacionais e da fixação da taxa básica Selic, que constituíram os principais fatores condicionantes do crescimento expressivo da DLSP neste ano até agosto. As perspectivas parecem apontar para uma deterioração ainda maior da DLSP, pois as reservas continuam em ascensão e o câmbio neste início de outubro já está em R\$ 1,75. É fundamental ampliar o debate sobre a questão fiscal no Brasil, incorporando todos os fatores que a influenciam”. Ver em: <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=3&Num=563>

Tabela 2: Evolução da Dívida Líquida – Fatores Condicionantes*

Discriminação	Dezembro 2007		Dezembro 2008		Setembro 2009	
	Saldo (R\$ milhões)	% do PIB	Saldo (R\$ milhões)	% do PIB	Saldo (R\$ milhões)	% do PIB
Dívida líquida total – saldo	1 200 799	43,9	1 153 631	38,8	1 325 571	44,9
Dívida líquida - var. ac. Ano	88 098	-2,0	- 47 168	-5,0	171 939	6,1
Fatores condicionantes:¹	88 098	3,2	- 47 168	-1,6	171 939	5,8
NFSP	71 492	2,6	57 240	1,9	87 260	3
Primário	- 89 730	-3,3	- 106 420	-3,6	-37 714	-1,3
Juros nominais	161 222	5,9	163 660	5,5	124 973	4,2
Ajuste cambial ²	21 016	0,8	- 77 373	-2,6	74 521	2,5
Dívida mobiliária interna index. ao câmbio	- 2 432	-0,1	3 180	0,1	-3 201	-0,1
Dívida externa – metodológico	23 449	0,9	- 80 553	-2,7	77 722	2,6
Dívida externa – outros ajustes ³	- 2 516	-0,1	- 26 404	-0,9	12 179	0,4
Reconhecimento de dívidas	- 630	0,0	135	0,0	207	0
Privatizações	- 1 265	0,0	- 767	0,0	-2 228	-0,1
Efeito crescimento do PIB – dívida³		-5,2		-3,5		0,3
PIB ac. em 12 meses – valorizado	2 736 836		2 970 966		2 950 778	

* Acumulado no ano

1) Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado, segundo a fórmula: $(\sum \text{Fatores Condicionantes}/\text{PIB}_{12\text{MesesValorizado}})*100$. Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB.

2) Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

3) Considera a variação da relação dívida/PIB devida ao crescimento verificado no PIB, calculada pela fórmula:

$$D_{t-1}/(\text{PIB}_{\text{MesAtual}}/\text{PIB}_{\text{MesBase}}) - D_{t-1}$$

Fonte: Banco Central do Brasil

As reservas internacionais (conceito liquidez) somavam cerca de US\$ 220,2 bilhões ao final de setembro de 2009. É inegável que esse nível de reserva foi importante para assegurar a estabilidade da moeda e para atravessar a grave crise financeira global sem maiores sobressaltos nas contas externas. Embora esta também não seja uma tese unânime, como chamou a atenção recentemente Blanchard et al.¹⁴ (2009) em artigo que aponta que não há evidências econométricas de que os volumes de reservas acumulados pelos países emergentes lhes propiciaram melhores condições para enfrentar a crise.

¹⁴ Nas palavras de Blanchard et. Al (2009): “Did the large accumulation of international reserves in many emerging economies mitigate the impact of the financial crisis? While country authorities believe reserves have helped, hard econometric evidence that they have seems hard to come by”.

Além disso, também é preciso ter claro que há um custo fiscal, e bastante alto, para gozar dessa folga externa. Tal custo cresce proporcionalmente ao tamanho das reservas e ao diferencial entre a receita obtida com sua aplicação no exterior e o custo de sua contrapartida interna – a dívida mobiliária federal. Se a taxa Selic caiu nos últimos anos, o retorno dos títulos públicos norte-americanos (que representam a maioria das aplicações das reservas internacionais brasileiras), assim como de outros governos, tornou-se quase nulo depois da crise.

O Banco Central tem divulgado oficialmente o custo de carregamento das reservas. No boletim fiscal, ele fica mais claro no quadro relativo à dívida bruta do governo geral, cujas principais contas são reproduzidas na tabela 3. Até o final de setembro, o resultado fiscal acumulado em 2009 da manutenção das reservas internacionais e das operações com derivativos cambiais foi de R\$ 112 bilhões ou 3,8% do PIB¹⁵.

Ao final de dezembro de 2008, a posição cambial havia sido positiva em R\$ 171 bilhões, isto porque a desvalorização cambial provocada pela crise gerou um enorme lucro para os cofres públicos, de modo que o ganho acumulado ao final do ano reduziu em 5,8 pontos do PIB a dívida pública. Assim, o conceito de dívida líquida (A) fechou 2008 em 38,8% do PIB. Em setembro de 2009, a posição cambial inverteu-se, tornando-se negativa em R\$ 112 bilhões, de modo que a valorização cambial gerou um prejuízo acumulado que aumentou em 3,8 pontos do PIB a dívida pública, que saltou para 44,9% do PIB em sua posição líquida. Desta forma, em nove meses, a dívida líquida aumentou em 6,1 pontos do PIB.

As mesmas constatações podem ser observadas com o conceito de dívida bruta. O estoque da dívida alcançou um nível muito alto, por si só: 66,5% do PIB, ao final de setembro. Isto significa um incremento de quase 8 pontos do PIB em nove meses, ou seja, em média, a cada mês de 2009, a dívida pública aumentou em 0,9 ponto do produto. É um ritmo de deterioração mais intenso que no conceito líquido e que começa a trazer algumas preocupações¹⁶.

¹⁵ Corresponde ao item “Equalização cambial” que é apresentado ao final da Tabela 3.

¹⁶ Stuhlberger (2009) chamou a atenção para a evolução recente da dívida pública, sobretudo no conceito dívida bruta que deveria ser o foco da análise sobre endividamento público: “... o foco deveria ser o endividamento bruto, tanto porque ele capta o efeito do Para-Fiscal no Brasil quanto porque a qualidade do crédito dos diversos países pode ser muito diferente (o Brasil não apresenta grandes problemas na questão da qualidade do crédito). E no indicador de dívida bruta, a situação do Brasil piorou muito e já ficamos bem acima da média dos emergentes (43%). Pior, somente com as novas capitalizações previstas, nosso endividamento bruto saltará facilmente para próximo de 70% do PIB.”

Tabela 3: Dívida Líquida e Bruta do Governo Geral¹ (% do PIB)

Discriminação	Dezembro 2008		Setembro 2009		Variação (dez08 – set09)	
	Saldo (R\$ Milhões)	% do PIB	Saldo (R\$ Milhões)	% do PIB	% do PIB	% da Dív. Bruta
Dívida líquida do setor público (A = B+K+L)	1 153 631	38,8	1 325 571	44,9	6,1	77%
Dívida líquida do governo geral (B = C+F+I+J)	1 175 203	39,6	1 352 485	45,8	6,2	79%
Dívida bruta do governo geral² (C = D+E)	1 740 888	58,6	1 962 852	66,5	7,9	100%
Dívida interna (D)	1 595 878	53,7	1 847 662	62,6	8,9	113%
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional ³	1 236 732	41,6	1 356 606	46,0	4,4	55%
Dívida mobiliária em mercado	1 244 991	41,9	1 369 113	46,4	4,5	57%
Operações compromissadas do Bacen ⁴	325 155	10,9	455 725	15,4	4,5	57%
Dívida externa (E)	145 010	4,9	115 190	3,9	-1,0	-13%
Créditos do governo geral (F = G+H)	- 563 425	-19	- 796 859	-27,0	-8,0	-101%
Créditos internos (G)	- 563 425	-19	- 796 859	-27,0	-8,0	-101%
Disponibilidades do governo geral	- 292 507	-9,8	- 415 431	-14,1	-4,3	-54%
Disponibilidades do governo federal no Bacen	- 255 217	-8,6	- 366 207		-12,4	-3,8
Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais	- 43 087	-1,5	- 143 000	-4,8	-3,3	-42%
Créditos junto ao BNDES	- 35 454	-1,2	- 135 351	-4,6	-3,4	-43%
Aplicações em fundos e programas	- 61 700	-2,1	- 74 453	-2,5	-0,4	-5%
Recursos do FAT na rede bancária	- 136 181	-4,6	- 136 512	-4,6	0,0	0%
Títulos livres na carteira do Bacen⁶ (I)	169 156	5,7	74 478	2,5	-3,2	-40%
Equalização Cambial⁷ (J)	- 171 416	-5,8	112 014	3,8	9,6	121%
Dívida líquida do Banco Central (K)	- 31 922	-1,1	- 34 196	-1,2	-0,1	-1%
Dívida líquida das empresas estatais (L)	10 351	0,3	7 282	0,2	-0,1	-1%
PIB	2 970 966		2 950 778			

1) O Governo Geral abrange: esfera federal, estadual e municipal e exclui Banco Central e empresas estatais.

2) Exclui dívida mobiliária na carteira do Bacen e inclui operações compromissadas do Bacen.

3) Inclui a dívida mobiliária em mercado e os créditos securitizados, descontadas as aplicações intra e intergovernamentais em títulos públicos federais.

4) Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado.

5) Inclui saldo da dívida mobiliária em mercado, descontadas as aplicações intergovernamentais em títulos públicos estaduais e os títulos em tesouraria.

6) Diferença entre a dívida mobiliária na carteira do Bacen e o estoque das operações compromissadas do Bacen.

7) Equalização do resultado financeiro das operações com reservas e derivativos cambiais, realizadas pelo Bacen (MP 435)

Fonte: Banco Central do Brasil.

É interessante observar que a maior parte do impacto ocorrido sobre a dívida decorre da dívida mobiliária interna, seja no conceito tradicional (a colocada em mercado aumentou em 4,5 pontos do PIB), seja na forma de operações compromissadas do Banco Central (incremento de 4,5 pontos).

Não basta analisar apenas a dívida em mercado, pois as operações compromissadas têm a mesma natureza (tomar liquidez do mercado dando títulos da carteira como garantia). Estas operações explodiram depois da crise: chegaram a 15,4% do PIB ao final de setembro. Esse movimento representa a contra face interna da política cambial e a busca da meta da SELIC pelas autoridades monetárias diante de eventuais resgates pelo Tesouro,¹⁷ como também pode refletir uma preferência aguçada por liquidez de instituições financeiras e gestores de recursos, que diante da crise optam por concentrar aplicações em títulos públicos, que vencem em poucas semanas ou meses, com baixo risco e alta rentabilidade.¹⁸ Em que pese todas as medidas creditícias adotadas pelas autoridades econômicas, o anúncio da retomada do crédito na economia brasileira e mesmo a provável saída da crise, a liquidez pode continuar “empoçada” no Banco Central.

Vale ressaltar a diferença entre os conceitos de dívida bruta do governo geral e dívida líquida do setor público. Em primeiro lugar, no conceito de dívida bruta a abrangência é restrita ao governo no sentido clássico – isto é, exclui empresas estatais e ativos financeiros, como caixa e empréstimos concedidos. Ignorado aqui, é o conceito mais usado no exterior, inclusive pelas agências de classificação de risco e para aplicação dos limites de convergência para dívida e déficit na União Européia.

Assim, a diferença entre dívida bruta e líquida resulta, em parte, do câmbio, cuja maxidesvalorização ocorrida na crise foi responsável por grande parte do lucro no Banco Central ao final de 2008 de R\$ 185 bilhões, que foi transferido diretamente para a Conta Única do Tesouro, depositada no mesmo banco, que contribuiu para a redução da dívida no conceito líquido. Já em 2009, em função da equalização cambial, o Tesouro terá que emitir dívida para compensar o custo de carregamento das reservas internacionais. Até o momento, este encontro de contas parece não ter sido feito, o que permitiu ao Tesouro fechar setembro com um caixa de 14,1% do PIB, um dos maiores da história.¹⁹

¹⁷ Claudia Safatle, em sua coluna no jornal Valor, de 6/11/2009, sob o título “Há meio trilhão de dívida pública paralela”, destaca o expressivo montante das operações compromissadas. Em seguida reproduz tese de técnicos federais que explicam tal incremento destas operações pelas necessidades das autoridades monetárias de perseguir dois objetivos. Primeiro, “enxugar” os reais decorrentes do aumento de reservas internacionais. Segundo, assegurar que os juros básicos fiquem em torno da taxa pré-fixada pela SELIC da qual estaria se distanciando diante da “monetização” da dívida vencida pelo Tesouro Nacional. Por outro lado, a mesma fonte nega que haja vínculo entre a eventual preferência por liquidez dos bancos e o volume de operações compromissadas.

¹⁸ O vínculo entre a dívida, o câmbio e o “over” foi tema da coluna de Maria Clara do Prado no Valor Econômico, de 8/10/2009.

¹⁹ O caixa do Tesouro acima de R\$ 400 bilhões foi destacado por Claudia Safatle, no Valor Econômico de 31/7/2009, ver: <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=1&Num=487>.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 7º) determina que o resultado do Banco Central apurado semestralmente seja transferido (superávit) ou coberto (déficit) pelo Tesouro Nacional até o 10º dia útil subsequente a sua aprovação. Também prevê transparência a essas relações – como a demonstração trimestral do “impacto e custo fiscal” das operações realizadas pelo Banco Central. Já a Lei n. 11.803 regulamentou especificamente os resultados financeiros das operações com reservas e com derivativos cambiais, inclusive prevendo a apuração à parte das contas do Banco Central e, mais uma vez, a transferência ou cobertura pelo Tesouro.

Segundo divulgado na nota mensal de política fiscal, o valor negativo da equalização apurado até junho de 2009 (R\$ 93,7 bilhões) deverá ser coberto pelo Tesouro Nacional, através da emissão de títulos e sua transferência para a carteira daquela instituição. Concretizada tal emissão, a dívida bruta pode se aproximar do patamar de 70 pontos do produto. Aliás, este era o montante previsto para o fechamento de 2009 na edição de julho do *World Economic Outlook*, que não despertou menor interesse dos analistas brasileiros.²⁰ Ao contrário de analistas do FMI, como Horton, Kumar e Mauro²¹ que chamam a atenção que, dentre as principais economias emergentes, o Brasil e a Índia (83,7% do PIB, projetado para 2009) possuem níveis de endividamento muito acima da média (38,8% do PIB) ou mesmo de outras economias em maior dificuldade (como os 7,3% do PIB da Rússia, os 46,9% da Turquia e os 49,2% do México).

Não deixa de ser uma situação curiosa.²² O Tesouro Nacional, por um lado, mantém em caixa mais de uma centena de bilhões de reais relativos ao superávit da equalização cambial do segundo semestre de 2008, enquanto, por outro lado, deveria emitir quase uma centena de bilhões de reais para cobrir o prejuízo da mesma conta relativo ao primeiro semestre de 2009 (o que aparentemente não foi feito até o momento).

O excesso de arrecadação com a fonte de recursos relativa ao resultado do Banco Central de 2008, previsto originalmente no orçamento da União para o ano na casa de duas dezenas de bilhões de reais parece ter sido esquecido. Quando tal excesso for alocado e efetivamente utilizado para atender ao serviço da dívida no mesmo exercício, o caixa do

²⁰ O IEDI foi exceção, conforme carta em:

<http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?tpl=printerview&infoid=4343&sid=73>

²¹ Ver estudo em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0921.pdf>

²² O resultado do Banco Central quando positivo, por se tratar se um valor puramente contábil, só vira fluxo financeiro na medida em que os títulos do Tesouro Nacional vencem, impactando a dívida bruta do governo. Por outro lado, quando o resultado é negativo e o Tesouro emite títulos para a carteira do Banco Central, o impacto é imediato sobre a dívida bruta, ocasionando sua expansão, enquanto o impacto financeiro ocorrerá na medida em que estes “novos” títulos são utilizados em operações compromissadas. Esta situação configura numa relação assimétrica em relação ao endividamento do governo.

Tesouro será reduzido em montante ou proporção claramente visível. Se isso não ocorrer até o final do exercício, os recursos serão transformados em superávit financeiro²³.

É importante esclarecer que superávit financeiro não é fluxo, ao contrário do que muitos pensam e pareceria própria definição. Essa é uma medida de estoque, ou melhor, de diferença de estoques, conforme determina a legislação orçamentária e contábil pertinente. Constitui a diferença entre os haveres disponíveis no curto prazo (como as disponibilidades financeiras) e as obrigações a vencer em igual período (como os restos a pagar) – semelhante ao chamado capital de giro, no caso das empresas. Por princípio, esse superávit financeiro (especificamente a parcela decorrente do resultado cambial) deverá ser integralmente aplicado no serviço da dívida pública (sob pena de se estar fazendo emissão primária de dívida ou moeda para cobrir gastos fiscais primários). Porém, nos últimos anos, já foram editadas mais de uma medida provisória destinando o superávit financeiro do Tesouro para outras finalidades que não resgate da dívida – desde capitalização (Caixa) ou concessão de empréstimo (BNDES) para bancos públicos e até mesmo cobertura de déficits da seguridade social²⁴.

Ainda sobre a questão do superávit financeiro, não custa recordar que a vinculação do resultado do Banco Central para abater dívida consta em lei ordinária (que resultou de uma medida provisória), por princípio, nada impede que outra lei ou medida provisória mude essa destinação. Infelizmente, não consta tal vinculação na LRF, que tem *status* de lei complementar e não pode ser alterada por medida provisória.

Em meio a relações tão intrincadas e complexas entre Banco Central e Tesouro²⁵, algumas importantes questões estão em aberto. Por que não se utiliza o superávit cambial de

²³ Até setembro, o Poder Executivo Federal não enviou ao Congresso projeto de lei para abertura de crédito adicional ao orçamento de 2010, alterando a receita do resultado do Banco Central de modo a computar o excesso de arrecadação já constatado, uma vez que ele foi transferido pelo Banco Central para o Tesouro em março último e, conseqüentemente, alocando a diferença para o serviço da dívida pública. Passados nove meses daquele fato, já era tempo mais que suficiente para as autoridades constatarem o excesso de arrecadação, além de não ter faltado oportunidade para tratar da matéria em meio a algum dos vários projetos de lei que enviaram ao Congresso para alterar o orçamento de 2010 (afinal, não é preciso uma proposta legislativa exclusiva para abrir o crédito adicional no serviço da dívida).

²⁴ Mesmo o resultado do Banco Central sendo apurado por fonte específica de receitas (152, quando referida ao exercício corrente e 352, a exercícios anteriores) e tendo destinação certa (amortização de dívida), há como utilizá-lo indiretamente para outros fins. Suponha que o resultado positivo apurado em 2008 seja transferido para exercícios seguintes, nesta situação, recursos de outras fontes podem ser utilizados para outras finalidades, enquanto os recursos da fonte 352 são usados para amortização da dívida.

²⁵ Essas relações foram exploradas em artigo de Afonso e Biasoto no Valor Econômico, em 12/6/2009: <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=2&Num=408>. Para uma análise mais detalhada, é possível ver apresentação de Afonso e Higa em debate da FUNDAP, em <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=2&num=488>

2008 para resgatar a dívida pública da carteira do Banco Central? Por que o Tesouro deve emitir títulos para o Banco Central se possui dinheiro em caixa?

6. Implicações do Relacionamento Banco Central e Tesouro

O relacionamento entre Banco Central e Tesouro expõe também vinculações entre as políticas cambial, monetária e fiscal. Apesar das várias medidas adotadas para estabelecer limites claros entre as funções destas instituições, torna-se difícil desvinculá-las.

Neste sentido, na prática, a compra e venda de títulos públicos relacionadas à condução das políticas monetária e cambial produzem impacto sobre as operações de compra e venda de títulos públicos vinculadas ao controle da dívida pública mobiliária interna.

Para fazer política monetária, o Banco Central realiza operações compromissadas com o mercado, tendo como lastro títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional. Como estes títulos vão para o balanço do Banco Central? Para não ferir a LRF, o Tesouro emite títulos públicos que são colocados na carteira do Banco Central, para fins de política monetária. Quando os títulos vencem, o Tesouro os substitui por outros. Assim, fica garantido o suprimento de títulos à autoridade monetária para que esta possa controlar a liquidez do sistema bancário.

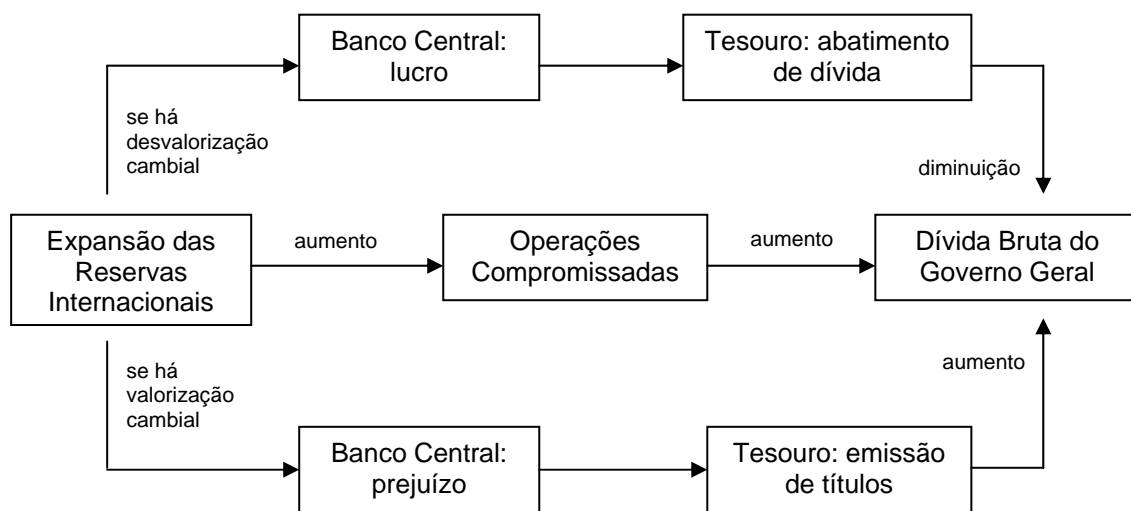
Se o resultado positivo obtido em 2008 pelo carregamento das reservas for utilizado para abatimento da dívida, prioritariamente aquela existente na carteira do Banco Central, este não terá disponível títulos para fins de execução de política monetária, uma vez que 80% de sua carteira de títulos estão comprometidos com operações compromissadas. Assim, estes recursos são mantidos na Conta Única do Tesouro.

Como foi mencionado no item 3, à medida que o Banco Central enxuga a liquidez, em função do maior fluxo cambial, observa-se um aumento da dívida bruta do governo geral, dada a elevação no volume de operações compromissadas.

Por outro lado, não foi percebida uma piora no perfil da dívida pública. Aliás, o prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna aumentou gradativamente nos últimos anos, atingindo pouco mais de 40 meses em setembro de 2009. No entanto, quando se observa os dados das operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, nota-se que o equivalente a aproximadamente um terço da dívida pública em poder do mercado é rolada a cada 40 dias. Qual é a origem de tamanha liquidez? Parte da liquidez abundante está relacionada ao movimento dos fluxos de capitais que resulta da compra de dólares pelo Banco

Central para evitar uma maior valorização cambial, associada a uma política de esterilização de tal expansão monetária para não ferir os objetivos da política de metas de inflação. Outros fatores também foram discutidos no item 3. Mas, até que ponto é saudável manter um percentual tão elevado de operações compromissadas que são roladas no curto prazo?

Esquema 1: Política Cambial x Política Monetária x Política Fiscal



Fonte: Elaboração própria

Além disso, a opção dada pelo governo por uma política cambial que leva ao acúmulo de reservas internacionais também produz impacto sobre a política fiscal. Se há valorização cambial, o Banco Central tende a incorrer em prejuízo, demandando emissões de títulos pelo Tesouro. Por outro lado, se há desvalorização cambial, o Banco Central tende a registrar lucro. No entanto, este resultado positivo encontra outros fatores limitantes, dado tanto pela própria administração da dívida pública, quanto pelo gerenciamento das operações compromissadas pelo Banco Central. Neste sentido, a não efetivação da redução da dívida pública pode gerar temores de que o lucro apurado pelo Banco Central em 2008 possa vir a ser utilizado para outros fins, como mencionado no item anterior, gerando uma genuína expansão fiscal com impacto nas contas primárias (ou seja, aumento de despesa primária financiada por ganhos financeiros do Banco Central).

7. Conclusões

Não há dúvida de que houve muitos avanços institucionais ao longo dos últimos vinte anos com a maior delimitação das atribuições do Banco Central e do Tesouro Nacional. Ainda assim, há vinculações entre as políticas monetária e cambial que produzem impactos fiscais que não são explicitamente percebidos e que trazem dificuldades para a administração da dívida pública e para a transparência das contas fiscais.

A explicitação do custo fiscal com o carregamento de reservas internacionais que é discriminado no item “equalização cambial” na Nota Fiscal do Banco Central é um avanço. Por outro lado, a apropriação deste resultado tanto positivo quanto negativo ainda deixa margem para dúvidas. Por exemplo, se o resultado do Banco Central de 2008 não for orçado, empenhado e efetivamente sacado para pagar a dívida pública em 2009, pode virar superávit financeiro do Tesouro ao final do exercício. Não custa mencionar novamente que, nos últimos anos, em várias ocasiões foram editadas medidas provisórias redirecionando tal superávit financeiro e nem sempre foi para resgate da dívida. À parte a questão do superávit financeiro, se a vinculação do resultado do Banco Central para abater dívida constasse em lei complementar haveria maior credibilidade, pois não estaria sujeita a alteração por medida provisória.

O mesmo ocorre em relação ao resultado negativo da administração das reservas cambiais cujo prazo efetivo para a realização deveria ser claro e a forma de execução desta operação deveria ter ampla divulgação.

Além destas questões, o debate fiscal tem ficado restrito aos fluxos, ou melhor, à avaliação quanto à deterioração do superávit primário. Não há dúvida de que esse é um processo que merece atenção, ainda mais num contexto de queda da receita e aumento permanente de gasto. Mas, pouca atenção tem sido dada ao estoque, ou seja, o tamanho da dívida pública e outros fatores que levam a sua expansão.

Isto não significa questionar a capacidade do setor público em honrar sua dívida, mas entender as implicações que a escolha de uma combinação de política monetária e cambial traz para a política fiscal.

A opção pela estratégia de acumulação de reservas internacionais, apesar dos benefícios trazidos em termos de redução da vulnerabilidade externa, também possui custos, que estão relacionados à necessidade de esterilização da expansão monetária e levam a

expansão das operações compromissadas. Estas, por sua vez, acabam provocando um deslocamento na emissão de dívida pública interna. Além disso, a tendência à valorização cambial deve provocar novos resultados negativos para o Banco Central (governo), em função do custo de carregamento das reservas internacionais e que, como foi discutido, também possui um impacto fiscal.

O estoque da dívida pública tornou-se uma superposição de operações e saldos, que envolvem as reservas internacionais, o caixa único do Tesouro Nacional e até a liquidez do sistema bancário aplicada em operações compromissadas no próprio Banco Central. O impacto fiscal, ou mais precisamente, os custos dessas operações e os estoques de dívida resultantes são, em geral, ignorados pelos analistas. A informação existe, mas há pouco debate sobre estes números, talvez em função das relações intrincadas entre o Banco Central e o Tesouro.

Apontar as implicações entre as políticas monetária, cambial e fiscal e seus *trade-offs* constituiu, na forma desta análise, um primeiro esforço para melhorar a escolha e a gestão das políticas econômicas. Há muito mais por discutir e refletir em torno de um tema, a consistência macroeconômica, que parece ter desaparecido do debate e até mesmo da formulação das políticas públicas brasileiras.

Referências Bibliográficas

- Afonso, José Roberto e Biasoto Jr., Geraldo (2009). Relações intrincadas e ignoradas. *Jornal Valor Econômico*, 12 de junho de 2009.
<http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=2&Num=408>
- Afonso, José Roberto e Higa, Ana. (2009). Impactos Fiscais da Política Monetária e Cambial. Apresentação na FUNDAP, 13 de julho de 2009.
<http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=2&num=488>
- Análise IEDI (2009). Economia Global – O Custo Fiscal da Crise.
<http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?tpl=printerview&infoid=4343&sid=73>
- Blanchard, Olivier; Faruqee, Hamid and Klyuev, Vladimir (2009). Did Foreign Reserves Help Weather the Crisis? *IMF Survey Magazine*, 9 de outubro de 2009.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/num100809a.htm>
- Demonstrações Financeiras do Banco Central (vários semestres).
- Horton, Mark; Kumar, Manmohan e Mauro, Paolo. (2009). The State of Public Finances: a Cross-Country Fiscal Monitor. *IMF Staff Position Note*, 30 de julho de 2009.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0921.pdf>

Khair, Amir (2009). Evolução Fiscal até Agosto. <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=3&Num=563>

Lopreato, Francisco Luiz C. Gestão da dívida pública: é preciso avançar. Mimeo.

Meyer, Arno (1995). "Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional". In: Meyer, Arno (org.), *Finanças Públicas: Ensaio Selecionados*. Brasília, IPEA/FUNDAP, p. 151-207.

Nunes, Selene Peres e Costa, Ricardo (1999). *Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos de coordenação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil*. 2º colocado no IV Prêmio do Tesouro Nacional, 1999.

Ogasavara, Roberto S. (1991). "Conta do Tesouro no Banco Central". Rio de Janeiro, FGV, *Revista Brasileira de Economia*, v. 45, n.2, abr./jun., p. 287-303.

Prado, Maria Clara. (2009). A dívida, o câmbio e o "over". *Valor Econômico*, 8 de outubro de 2009. <http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/10/8/a-divida-o-cambio-e-o-over>

Relatório de Gestão Fiscal do Poder Executivo Federal (2º Quadrimestre de 2009).

Safatle, Claudia. (2009a) "Tesouro tem caixa de R\$ 400 bilhões". *Valor Econômico*, 31 de julho de 2009.

<http://www.joserobertoafonso.ecn.br/Site/asp/AcervoPessoal.aspx?Tip=1&Num=487>

_____ (2009b) "Há meio trilhão de dívida pública paralela". *Valor Econômico*, 6 de novembro de 2009.

<https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/11/6/ha-meio-trilhao-de-divida-publica-paralela>

Saraiva, Bruno e Canuto, Otaviano (2009). Vulnerability, Exchange Rate and International Reserves: Whither Brazil? *Latin America EconomoMonitor, RGE Monitor*, 21 de setembro de 2009.

http://www.rgemonitor.com/latam-monitor/257719/vulnerability_exchange_rate-and_international_reserves_whither_brazil

Stuhlberger, Luis (2009). A angústia clássica de um gestor: Brasil: "deterioração de fundamentos x market timing". *Relatório de Gestão – CSHG Verde FICFIM*, outubro de 2009.