

24jun16

Compromissadas, a jabuticaba brasileira

Por **Luiz Fernando de Paula e Rafael Sangoi**

Em vários artigos neste jornal tem-se discutido a questão da substituição das operações compromissadas por outros instrumentos de gestão de liquidez, como criação de depósitos remunerados pelo Banco Central (BC) ou a permissão de que o BC volte a emitir títulos próprios. Isto envolve uma discussão sobre gestão da política monetária e da dívida pública, que retomamos neste artigo.

Em meio a cenário internacional de abundância de entradas de capitais, o Brasil teve um processo de forte crescimento das reservas internacionais (US\$ 193 bilhões em 2008 para US\$ 373 bilhões em 2012). Para manter a taxa de juros dentro da meta de juros do Copom, a expansão das reservas teve que ser esterilizada e, neste processo, o BC utilizou-se, principalmente, de operações compromissadas com títulos públicos. Um fator adicional para o crescimento das compromissadas foi o forte crescimento dos empréstimos do Tesouro Nacional (TN) para os bancos públicos a partir de 2009, além do crescimento mais recente das operações com swaps cambiais.

De fato, o estoque de operações compromissadas passou de R\$ 77 bilhões ao final de 2006 para R\$ 325 bilhões em 2008, atingindo cerca de R\$ 530 bilhões ao final de 2013 e mais de R\$ 1 trilhão já em 2016.

Melhor alternativa para o país parece ser a implementação gradual de depósitos remunerados voluntários

O crescimento acelerado do estoque de compromissadas trouxe desafios à gestão da política econômica. Em 2008/09, o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores, decorrente da crise global, fez com que estes agentes migrassem seus investimentos dos títulos públicos diretamente emitidos pelo TN para os leilões de operações compromissadas do BC. Em que pese a gradual diminuição dos títulos selicados (LFTs) no total da dívida pública, o aumento das compromissadas manteve intacto o circuito do "overnight" na economia brasileira, favorecendo as aplicações de curto prazo, com seus conhecidos efeitos deletérios sobre os canais de transmissão da política monetária e para o desenvolvimento do mercado de dívida privada.

Cabe destacar que o aumento da participação do estoque de operações compromissadas no total da dívida pública bruta indica uma perda relativa de controle do TN sobre a gestão da dívida pública e uma maior importância do BC neste processo, com o crescimento no balanço deste face a ampliação da sua carteira de títulos públicos. Assim, a forma de esterilização utilizada no Brasil acabou por ocasionar uma forte expansão da dívida pública bruta, conceito de dívida que inclui a dívida em poder do

mercado e a parcela em poder do BC utilizado para lastro nas operações compromissadas.

A coordenação entre o BC e o TN é altamente recomendável na gestão da política econômica. Entretanto, conflitos de interesse podem dificultar a coordenação, em particular quanto a colocação de títulos públicos em mercado: enquanto que para o BC interessa controlar a taxa de juros, o gestor da dívida pública almeja financiar o setor público ao menor custo possível.

Este "conflito" fica mais evidente no arranjo brasileiro face a existência de títulos indexados a Selic e de operações compromissadas, o que faz com que haja um contágio em mão dupla entre o financiamento da dívida pública e a política monetária: tanto uma piora nas condições de colocação de títulos públicos afeta a condução da política monetária quanto uma mudança na meta de juros pelo Copom impacta diretamente os custos financeiros da dívida.

A expansão de balanço do BC tem sido uma tendência mundial, em particular a partir de 2008, seja por conta da política de "quantitative easing" (QE) adotada nos países desenvolvidos, seja em função do forte afluxo de capitais para economias emergentes ocorrido a partir de 2009. A esterilização da expansão da base monetária tem sido feita via depósitos remunerados junto aos BCs ou emissão de títulos próprios dos BCs (prazos de até um ano para a maioria dos países) - apenas o Brasil utiliza "reverse repos" de forma predominante.



Um aspecto negativo da utilização de títulos próprios por parte do BC é a criação de um segundo papel livre de risco que compete com os títulos do Tesouro, podendo gerar uma fragmentação dos mercados de dívida pública e complicando no limite o gerenciamento do programa de financiamento do governo. O aspecto positivo é proporcionar agilidade no gerenciamento de liquidez sem depender de títulos emitidos pelo Tesouro. Por isso, um grande número de BCs continua a usar títulos públicos para esterilização.

Muitos outros países têm regulado o excesso de liquidez no sistema financeiro transferindo depósitos governamentais dos bancos comerciais para o BC, como tem sido o caso da Malásia, Cingapura, Tailândia e Indonésia. A vantagem desta estratégia é que não há custos diretos para o governo, por não pressionar a curva de juros. Entretanto, as taxas de juros bancárias podem se elevar.

No caso dos países desenvolvidos as políticas de QE aumentaram a carteira de títulos públicos dos BCs com concomitante redução de títulos em mercado; tendo em vista que

a expansão monetária foi esterilizada com depósitos remunerados voluntários nos BCs não houve impacto sobre a dívida bruta. Já nas economias emergentes, em que houve predominância de emissão de títulos próprios emitidos pelos BCs, tampouco houve impacto sobre a dívida bruta uma vez que houve aumento no passivo do BC sem haver contudo nova emissão de dívida pública por parte do TN.

No caso brasileiro, sem desconsiderar o desajuste entre fluxos entre receitas e despesas, houve enorme expansão da dívida pública bruta por conta das compromissadas, o que faz com que esta esteja na comparação internacional fortemente superestimada, com a implicação de ser necessário um superávit primário maior para estabilizá-la. É bem possível que os altos patamares da dívida estejam contribuindo para uma deterioração na percepção de risco de solvência, aumentando o risco-país.

Em conclusão, considerando que a Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe a emissão de títulos pelo BC, a melhor alternativa para o país parece ser a implementação gradual de depósitos remunerados voluntários em linha com a experiência internacional recente, o que permitiria uma separação mais clara (e desejada) entre as operações do BC e do TN.

Luiz Fernando de Paula é professor titular de economia da UERJ e autor do livro "Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia" (Campus).

Rafael Sangoi é doutorando em economia do PPGCE/UERJ
