

## Para analistas, BC e Tesouro devem 'rever relação'

Por Flavia Lima | De São Paulo



*Carlos Kawall propôs a troca de compromissadas por depósitos remunerados*

A proposta de substituição de parte do estoque das chamadas operações compromissadas por depósitos remunerados de reservas bancárias é vista como um ponto de partida importante nas discussões iniciadas dentro do governo sobre a relação entre Tesouro Nacional e Banco Central, mas está longe de ser um consenso entre analistas e gestores financeiros.

A principal crítica é que a medida não reduziria custos, já que os depósitos seguiriam sendo remunerados pela taxa Selic, hoje em 14,25% ao ano. Nas condições econômicas atuais, a mudança também é interpretada como uma espécie de manobra, já reduziria a dívida bruta, hoje em 67% do Produto Interno Bruto (PIB), em cerca de 17 pontos percentuais.

A polêmica em torno da discussão é proporcional ao volume movimentado pelas compromissadas. As operações do BC com o mercado para enxugar o excesso de reservas bancárias e não se afastar da meta da taxa Selic somam hoje R\$ 1,027 trilhão ou 26% da dívida bruta do governo geral. A percepção é que o relacionamento entre autoridade monetária e Tesouro precisa ser olhado com mais atenção, especialmente depois de, no fim do ano passado, o resultado do BC com a valorização das reservas ter sido usado para o pagamento das chamadas pedaladas - atrasos nos repasses do Tesouro para bancos públicos e FGTS.

"Esse cordão umbilical que existe entre Tesouro e BC precisa ser cortado o quanto antes porque ele está gerando um canal de financiamento do déficit público que é inflacionário", diz o especialista em contas públicas, Felipe Salto.

Para José Roberto Afonso, pesquisador do Ibre, é preciso rever o relacionamento entre Tesouro e BC, mas a substituição das compromissadas por depósitos voluntários precisa de debate. "Os países que adotaram tais depósitos praticam taxas de juros reais ou muito baixas, ou negativas. Como aqui, em princípio, ele precisa pagar no mínimo a Selic, precisa ser esclarecido de que fonte ele vai tirar os recursos necessários para tal finalidade", diz o também professor do Instituto de Direito Público (IDP).

Até 2012, o crescimento dessas operações esteve diretamente ligado à evolução das reservas internacionais, que cresceram de modo ininterrupto entre 2004 e 2011, quando já se encontravam próximas ao nível atual, de US\$ 356,5 bilhões. Toda vez que compra reservas, o governo enxuga os dólares que entram no mercado emitindo títulos e os transferindo ao BC, que oferece os papéis em troca de liquidez.

Mas nos anos mais recentes, dizem especialistas, a gestão da dívida pública respondeu por boa parte do crescimento das compromissadas, usadas para atender as necessidades de liquidez do mercado, substituindo os títulos pós-fixados (LFTs). Somadas, compromissadas e LFTs se aproximam de R\$ 1,5 trilhão de dívida. "O Tesouro quis na marra melhorar o perfil da dívida, e reduziu LFTs. Como o mercado continuou demandando remuneração muito alta, as compromissadas aumentaram para enxugar excesso de liquidez e agora estamos numa armadilha", diz Salto.

Autor da proposta, o economista Carlos Kawall diz que a troca de compromissadas por depósitos remunerados ajudaria a escapar dessa armadilha. Kawall lembra que quando era secretário do Tesouro, em 2006, as compromissadas giravam em torno de R\$ 90 bilhões, algo que já era considerado "anômalo". "O que era um ajuste fino virou algo descomunal".

Hoje economista-chefe do Banco Safra, Kawall refuta a ideia de manobra, ressaltando que a medida separaria o que é dívida pública e o que é gestão de liquidez, aumentaria a eficiência do BC e sua autonomia operacional, funcionando como um aperfeiçoamento institucional.

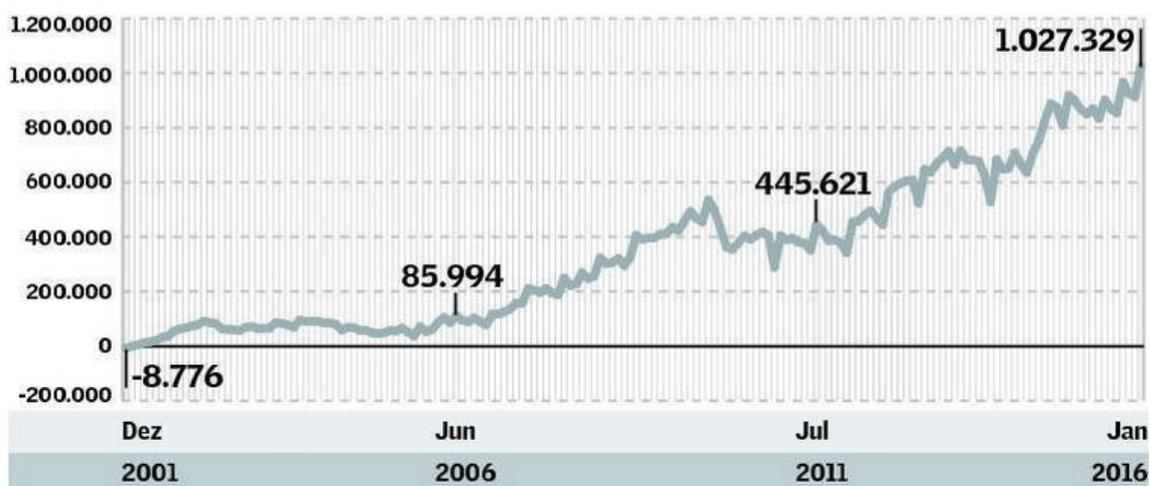
"Evidentemente não estamos no melhor momento para fazer isso, mas podemos começar um debate", diz Kawall. Para ele, a experiência internacional mostra que não se trata de mais uma "pedalada", já que o depósito tem sido apenas uma maneira diferente de enfrentar o excesso de liquidez em países como EUA e Japão. São sobre esses depósitos que os BCs atualmente inovam, remunerando a taxas negativas.

A grande diferença entre o depósito remunerado e as compromissadas, explica Kawall, é que o depósito não tem lastro em título público. "Seria fazer algo similar ao compulsório, em que o dinheiro vai para o BC e fica lá depositado, mas de uma forma voluntária".

Segundo Kawall, o depósito seria remunerado pela taxa Selic, pois só faria sentido ser diferente disso nas circunstâncias de juros baixos encontradas nas economias desenvolvidas, explica o economista. E não comporia a dívida bruta porque é uma operação de esterilização exclusiva do BC e passivos da autoridade monetária - que não integra o conceito de governo geral -, não são computados na dívida bruta.

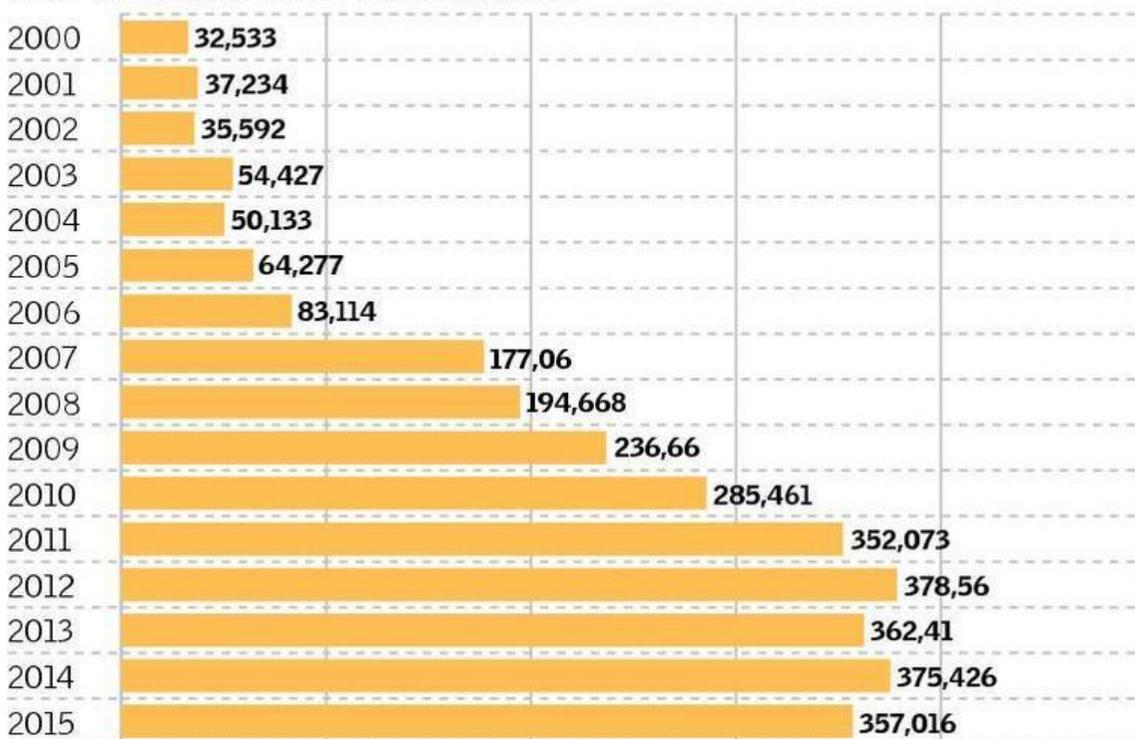
## Crescimento vertiginoso

Operações compromissadas - em R\$ milhões



## Credor externo

Reservas internacionais - em US\$ milhões



Fonte: Banco Central; Elaboração: Economista Felipe Salto

Para uma fonte que preferiu não ser identificada, é o caso de se perguntar se os depósitos remunerados deveriam ou não ser considerados dívida pública. "Me parece mais uma discussão semântica, contábil, de onde colocar a dívida", afirma.

Outra fonte que também optou pelo anonimato diz que Kawall está bem-intencionado, mas a troca de compromissadas por depósitos remunerados não resolve o problema. "A não ser que se tenha ambiente fiscal melhor e um programa de ajustes no qual as

peças acreditem, a taxa que o mercado vai exigir nesses depósitos vai ser a própria Selic", diz. Sobre a redução de cerca de 17 pontos da dívida bruta, a fonte diz que isso até vai acontecer porque o depósito não entra contabilmente na dívida, mas será de qualquer forma um passivo do BC, que vai gerar obrigações.

Para Afonso, do Ibre, o debate sobre a relação entre Tesouro e BC é importante porque em nenhum outro país o BC é parte integrante do setor público na hora de apurar a dívida e o déficit público. Também é incomum, diz ele, que resultados cambiais sejam transferidos em espécie para o Tesouro, sem prévia formação de reservas. "O mais comum é que tais ganhos do BC constituam reservas e também que o caixa do Tesouro não fique depositado no BC. Mas, também na maior parte dos países, a taxa básica de juros reais está muito aquém da praticada no Brasil".

Afonso não vê a mudança como uma 'pedalada' porque o BC não vai pagar nada em nome do Tesouro. "É justamente o contrário: no formato atual, há uma desconfiança forte que, de forma indireta, as receitas que o BC transfere ao Tesouro, desde remuneração do caixa até resultados cambiais, é que sirvam para pagar despesas fiscais, sendo que aquelas proveem de emissão de moeda. É preciso mudar a atual sistemática para não se fazer uma pedalada monetária".

Luiz Fernando de Paula, professor de economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), lembra que a maioria dos BCs tem operado depósitos remunerados ou emissão de títulos próprios para se contrapor às reservas bancárias excedentes. "Acho que isso faz sentido, pois separa mais claramente as operações do Tesouro e as operações do BC. Se o BC faz operações compromissadas, isso tem que refletir apenas no seu balanço e não nos indicadores fiscais".

Para o economista, contudo, a mudança deveria ser feita no contexto de uma reformulação mais geral que poderia incluir também que o Tesouro e o BC divulgassem uma série da dívida bruta do governo geral segundo a metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI), que inclui a dívida pública em poder do mercado e aquela em poder do BC.

Kawall, que prevê que a dívida bruta chegue a 75,5% do PIB neste ano e a 81,7% do PIB em 2017, diz que é importante esclarecer que a troca não seria feita toda de uma vez e não reduziria a necessidade de fazer o ajuste estrutural. "Não tem nada a ver com o problema fiscal do gasto, do primário. É outra discussão", diz. "Também não é uma tentativa de artificialmente reduzir a dívida e dizer que agora está tudo bem. O que importa é a tendência e não o nível. A nossa dívida não está num nível muito preocupante. O problema é a tendência".