

## A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central

Carlos Kawall Leal Ferreira

### 1. Introdução<sup>1</sup>

O ano de 2015 marcou uma profunda reversão quanto às expectativas de sustentabilidade da dívida pública brasileira. Até então, a deterioração evidente nos indicadores fiscais, com redução do superávit primário e baixo crescimento econômico, não havia gerado elevação significativa da dívida bruta do governo geral (DBGG), que encerrou 2014 em 57,2% do PIB, mostrando tendência de relativa estabilidade frente aos anos anteriores, conforme se vê no Gráfico 1. A acentuada elevação verificada ao longo de 2015 esteve na base da elevação do risco Brasil, forte elevação do patamar de juro real de longo prazo e perda do grau de investimento do crédito soberano pelas três principais agências de *rating* internacionais.

Não é objetivo deste capítulo discutir os condicionantes, sobretudo estruturais, que explicam a falência da política fiscal e o baixo produto potencial da economia brasileira<sup>2</sup>. Cabe apenas esclarecer que não há outra alternativa, no cenário atual, a não ser enfrentar a inadiável agenda estrutural ligada à desconstrução do gasto obrigatório da União, de um lado, e às reformas que visem elevar o crescimento potencial, de outro. Sem isso, o Brasil claramente rumará para um quadro de insustentabilidade da dívida pública e insolvência.

Um *Working Paper* recente do FMI (Chudik, 2015), com base em estudo que utilizou metodologia de painel para 40 países, conclui que não há limite (*threshold*) para o nível de endividamento bruto que comprometa o crescimento econômico, como por exemplo os 90% do PIB estimados por Reinhart e Rogoff (2010). Os autores concluem que “(...) a trajetória da dívida é provavelmente mais importante para o crescimento que o nível da dívida” (Chudik, 2015, nossa tradução, *italico original*, p.25). A trajetória ascendente da dívida torna-se prejudicial para o crescimento especialmente a partir do momento em que ela supere 50% do PIB, segundo o estudo citado, exatamente a situação hoje vivida pelo Brasil.

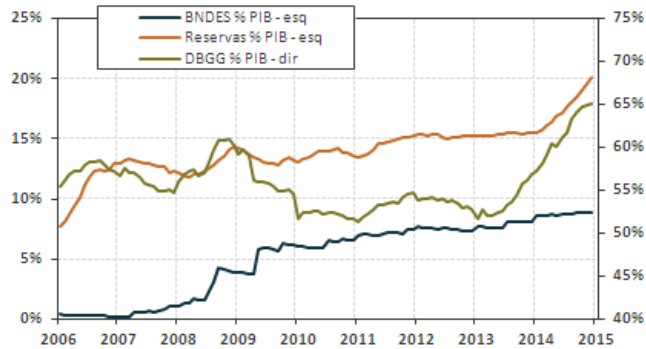
Cabe uma análise do processo recente de endividamento público da União nos últimos dez anos. Isso porque a dinâmica da dívida bruta foi fortemente impactada por duas políticas governamentais (conforme Gráfico 1): a acumulação de reservas internacionais, a partir de 2004, movimento verificado também em outros países emergentes, hoje equivalentes a 20% do PIB; e os aportes feitos pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos (notadamente BNDES), da ordem de 9% do PIB, fortemente estimulados a expandir o crédito a partir da crise financeira global de 2008 (neste caso, sem paralelo relevante no cenário internacional). A acumulação de reservas internacionais gerou, como veremos, impacto relevante no balanço do Banco Central do Brasil (BCB).

---

<sup>1</sup> [Texto a ser publicado como capítulo de Bacha \(2016\)](#). O autor agradece os comentários de Edmar Bacha e Marcos Mendes a versões preliminares e também o apoio de pesquisa de Marcos Bredda de Marchi e Gustavo de Paula Ribeiro. Os erros e omissões são de responsabilidade do autor.

<sup>2</sup> Para discussão sobre o tema, ver Mansueto, Lisboa e Pessoa (2015).

Gráfico 1: Evolução da dívida bruta e acumulação de ativos



Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Safra

Busca-se assim analisar, sobretudo, a evolução recente da DBGG no Brasil frente às políticas que geraram forte expansão do balanço do BCB. Tal análise tem como objetivo:

- i) Avaliar se há espaço para reversão de tais políticas (potencialmente reduzindo a DBGG);
- ii) Refletir sobre os impactos patrimoniais da acumulação de reservas sobre o balanço do BCB;
- iii) Sugerir mudanças no relacionamento institucional entre o Tesouro Nacional e o BCB, de modo a preservar a autonomia operacional do BCB, evitar o financiamento monetário sistemático do déficit público, e dar mais eficiência e transparência ao endividamento da União.

## 2. O contexto global: elevação estrutural da liquidez

Desde o início dos anos 2000, houve notável processo de expansão dos balanços dos Bancos Centrais (BCs). Em primeiro lugar, isso envolveu sobretudo os países emergentes, com crescimento dos superávits em transações correntes após a crise asiática e, posteriormente, elevação de relações de troca com o ciclo de alta de preços das *commodities*.

Com a crise financeira de 2008, a expansão dos balanços atingiu também os principais BCs do mundo desenvolvido, como Federal Reserve (Fed) e o Banco da Inglaterra e, mais recentemente, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão, em decorrência de políticas de compra de ativos (*quantitative easing* ou QE) ou empréstimos de longo prazo (*Long Term Refinancing Operations* - LTRO, na zona do Euro).

A expansão dos balanços tem como passo inicial o aumento da base monetária, com o BC adquirindo ativos (em geral, títulos públicos ou moeda estrangeira). Esse aumento é esterilizado basicamente de três formas: operações compromissadas (com lastro, em geral, de títulos públicos), depósitos remunerados ou não junto ao BC (compulsórios ou

voluntários, sem lastro) ou emissão de títulos próprios, ou seja, títulos que são passivos da própria autoridade monetária.

De acordo com *Working Paper* do FMI (Gray e Pongsaparn, 2015), após a crise de 2008, o excesso de liquidez (ou de reservas bancárias) gerado pelos BCs passou a ser *estrutural*, tornando-se *asset driven* ou seja, impulsionado pelo crescimento do ativo:

*“Nos anos recentes, vários sistemas bancários de economias avançadas moveram-se de um déficit estrutural de reservas bancárias para um superávit estrutural, como resultado da Crise Financeira Global (CFG)... Em adição, a forte elevação dos fluxos de capitais interfronteiras que se seguiu à CFG renovou os desafios para os Bancos Centrais de países emergentes na gestão efetiva das reservas bancárias”* (Gray e Pongsaparn, 2015, tradução nossa, p.4)

Tal expansão foi em geral esterilizada via instrumentos como o excesso de reservas bancárias (depositadas junto ao banco central voluntariamente) ou a emissão de títulos próprios (pelo próprio BC)<sup>3</sup>. Os que não fizeram isso usaram títulos públicos ou o depósito compulsório. O uso de instrumentos para absorver o excesso estrutural de liquidez não prescindiu da continuidade da sintonia fina do ajuste de liquidez de curtíssimo prazo, com base em *repos*<sup>4</sup> (a nossa “operação compromissada”), *swaps* ou depósitos *overnight*.

Ainda segundo o estudo do FMI, o manejo da liquidez estrutural por meio da emissão de títulos próprios pelo BC é desejável uma vez que lhe confere mais autonomia, pois este não fica na dependência da emissão de títulos por parte do governo (no caso de uso do *repo*). A recusa por parte do governo em fornecer os títulos públicos ao BC poderia ameaçar a própria autonomia de condução da política monetária, caso impedisse ou restringisse a capacidade da autoridade monetária em executar as operações de esterilização monetária. Nesse caso, haveria instabilidade da taxa básica de juro, que tenderia a se situar abaixo da meta estabelecida. Na prática, poderia se inviabilizar a política monetária baseada em metas de inflação.

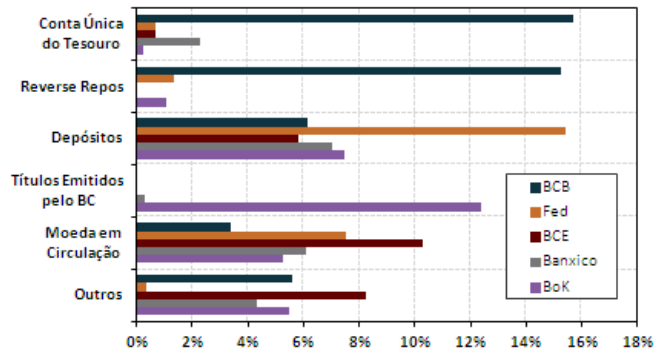
A partir de uma análise não exaustiva de 4 bancos centrais (2 de países desenvolvidos, Fed e BCE e dois de países em desenvolvimento, Banxico e Bank of Korea)<sup>5</sup>, observamos que a esterilização dos QEs ou acúmulo de reservas internacionais se deu sobretudo via depósitos remunerados junto aos BCs (reservas bancárias excedentes, principalmente Fed e BCE) ou emissão de títulos próprios (notadamente o Bank of Korea); o uso de *reverse repos* (ou operações compromissadas) não foi relevante (Gráfico 2).

<sup>3</sup> Segundo o estudo do FMI, cerca de um terço dos BCs existentes no mundo tem a faculdade de emitir títulos próprios (Gray e Pongsaparn, 2015).

<sup>4</sup> Na terminologia norte-americana, o mais adequado é o termo *reverse repo*, operação em que o BC contrai a liquidez em uma operação com compromisso de recompra, com lastro em título público. O *repo* seria o inverso, a injeção de liquidez.

<sup>5</sup> Para o Fed, BCE e Banxico, os dados são referentes a set/15. Para o BoK, os dados são referentes a jul/15. Para o BCB, os dados são de nov/15.

Gráfico 2: Composição dos passivos dos BCs (% do PIB)



Fonte: Bancos centrais nacionais e Banco Safra

Para Bernanke (2015), a possibilidade de que o Federal Reserve pudesse receber depósitos remunerados voluntários (*excess reserves*) durante a crise financeira global foi decisiva, pois a esterilização tradicional (via *reverse repos*) ficou prejudicada pela expansão dos empréstimos de liquidez do Fed, dado o tamanho relativamente pequeno de sua carteira própria de *treasuries*:

“(...) em 2008, precisávamos da autoridade para resolver um problema cada vez mais sério: o risco que nossos empréstimos de emergência, que tinham o efeito colateral de elevar as reservas bancárias, levassem o juro de curto prazo a cair abaixo da meta do *fed funds*, gerando perda de controle da política monetária”. (Bernanke, 2015, tradução nossa, pg. 325)

O Fed havia obtido autorização do Congresso para remunerar as reservas bancárias já em 2006, mas com vigência somente a partir de 2011 por motivos orçamentários, já que tal medida reduziria o lucro do BC norte-americano, que é regularmente transferido ao Tesouro. Tal possibilidade foi antecipada, na crise, pela mesma lei que criou o TARP (*Troubled Asset Relief Program*) em 2008, após a quebra da Lehman Brothers. Isso permitiu ao Fed “indexar” o depósito remunerado à própria taxa do *fed funds*, desincentivando a alocação da liquidez pelos bancos no mercado a taxas inferiores à meta de juros de curto prazo do Fed.

Antes disso, a falta de lastro para esterilização foi mitigada por uma linha de crédito do Tesouro (*Supplementary Financing Program - SFP*), que financiou alguns dos programas de empréstimos emergenciais do Fed. Tal expediente, no entanto, incomodava Bernanke:

“(...) o SFP variava em tamanho e tinha que ser reduzido quando o governo se aproximava do seu limite legal de endividamento...E, como dirigentes de um banco central independente, não gostávamos de depender da ajuda do Tesouro para executar a política monetária.” (tradução nossa, p. 237)

Em 2009, ainda segundo Bernanke, o Fed cogitou buscar autoridade para emissão de passivos próprios (*Fed bills*). No entanto, isso esbarrou na percepção de que o Congresso dificilmente apoiaria esta prerrogativa e também na relutância do Tesouro, que não se mostrou confortável com a criação de títulos que concorressem com os seus. Dessa forma, o Fed utilizou o mecanismo das reservas bancárias excedentes como principal mecanismo de esterilização do crescimento do balanço, com base na remuneração do IOER (*Interest on Excess Reserves*), a qual se mantém desde então no nível da meta do *fed funds*. Em abril de 2012,

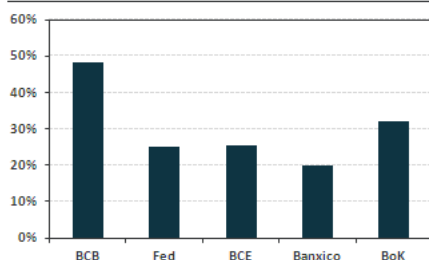
o Fed criou o *Term Deposit Facility*, permitindo a constituição de depósitos a prazo remunerados pelo IOER mais um pequeno *spread*, os quais têm sido utilizados esporadicamente.

No caso do Brasil, a esterilização da compra de reservas internacionais ficou a cargo da expansão das operações compromissadas do Banco Central (ou *reverse repos*). O BCB, desde maio de 2002, foi impedido de emitir títulos próprios, por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Tal medida, que não constava do projeto de lei original do governo, fechou as portas para um importante instrumento para a esterilização da liquidez estrutural com vantagens para a autonomia operacional do BCB.

### 3. Reservas internacionais, a dívida bruta e o crescimento da Conta Única do Tesouro Nacional.

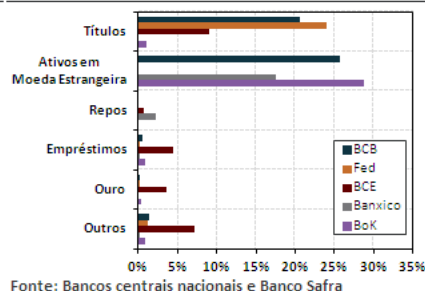
A leitura dos Gráficos 3 e 4 indica que o balanço do BCB como proporção do PIB, próxima de 50%, é hoje consideravelmente maior que aqueles dos demais países analisados. A composição do ativo mostra que isso se deve a uma particular combinação: há um elevado peso das reservas internacionais, em linha com os países emergentes analisados (Coréia do Sul e México); mas também há uma grande concentração de títulos públicos, alinhado com os casos de EUA e, em menor escala, Zona do Euro, dadas às políticas de compras (QE) implementadas por estes (mas que não é o caso para Coréia do Sul e México).

Gráfico 3: Comparativo dos balanços (% do PIB)



Fonte: Bancos centrais nacionais e Banco Safra

Gráfico 4: Composição dos ativos dos BCs (% do PIB)



Fonte: Bancos centrais nacionais e Banco Safra

Neste sentido, evidencia-se uma situação particular do balanço do BCB: a opção pela esterilização da compra de reservas internacionais implicou notável expansão adicional do ativo, já que foi necessário ampliar a carteira de títulos públicos de modo a “financiar” a compra de reservas internacionais. É como se, para cada unidade monetária de reserva internacional adquirida, fosse necessário constituir uma unidade monetária de título público no ativo do BCB (para lastrear as operações compromissadas).

No Gráfico 2 verificamos que há, ainda, outra diferença relevante frente aos países analisados. Não só a posição de *reverse repos* (as compromissadas) é muito elevada, pelos motivos já discutidos, como o caixa do Tesouro Nacional mostra uma magnitude igualmente expressiva.

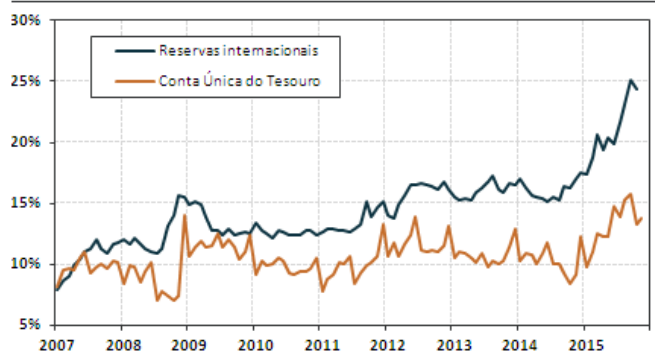
Vale lembrar que, no Brasil, há determinação constitucional para que a Conta Única do Tesouro Nacional fique no Banco Central. Não houve investigação sobre como isso se dá

nos demais países analisados, sendo possível que ao menos parte (ou até a maior parte) do caixa do governo não fique no BC<sup>6</sup>. Mas o importante aqui é entender o que levou a este volume excepcionalmente alto no caso brasileiro (o que é contraintuitivo, já que estamos em crise fiscal) e quais suas implicações.

#### 4. Reservas internacionais e transferência do lucro do BCB

O elevado saldo das disponibilidades da Conta Única tem como explicação principal a transferência do lucro do BCB ao Tesouro, feita semestralmente<sup>7</sup>, conforme sugerido pelo Gráfico 5. Com o grande acúmulo de reservas internacionais a partir de 2005, o resultado do BCB passou a ser em grande medida determinado pela apreciação ou depreciação do câmbio e seu consequente impacto sobre as reservas internacionais em reais. Adicionalmente, a Conta Única tem seu saldo remunerado pela taxa média de juros incidente sobre a carteira de títulos públicos do BCB.

Gráfico 5: Acumulação de reservas vs Conta Única (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Safra

Contudo, conforme aponta Mendes (2016), neste volume, a sistemática de apuração e transferência do lucro do BC ao Tesouro Nacional, a partir de 2008, acabou gerando uma distorção no montante do lucro transferido. Como pode ser observado no Gráfico 6, houve uma elevação expressiva do Caixa Único a partir desta data, em função de dois determinantes. Em primeiro lugar, estabeleceu-se na Lei 11.803/08 uma assimetria no tocante ao tratamento de lucros do BCB *vis-à-vis* os prejuízos decorrentes da variação cambial. Ainda, passou-se a apurar o resultado da variação cambial separadamente do resultado relativo às demais contas ativas e passivas.

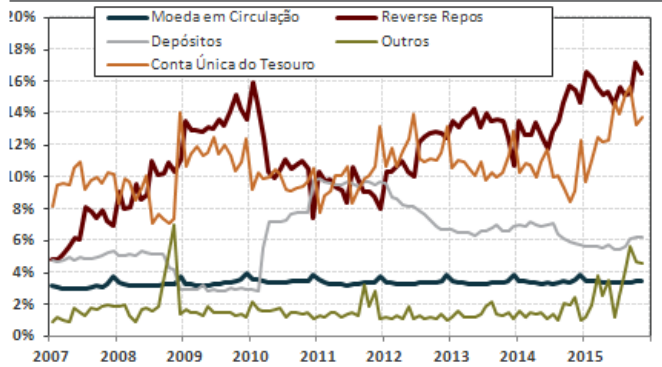
<sup>6</sup> Leister e Medeiros (2016), neste volume, analisam esta questão numa perspectiva internacional.

<sup>7</sup> Para uma análise da evolução da legislação relativa à sistemática da transferência do lucro do BCB ao Tesouro Nacional, ver D'Ávila (2016), neste volume.

Formatted: Not Highlight

Formatted: Not Highlight

Gráfico 6: Passivos do BCB (% do PIB)

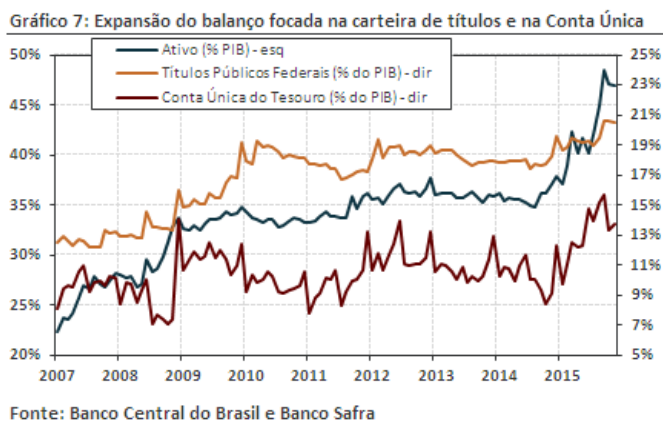


Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Safra

A assimetria, como aponta Mendes, ocorre na medida em que os lucros decorrentes da desvalorização do real (elevando o resultado do BCB em moeda local) são transferidos ao Tesouro em dinheiro, creditando-se a Conta Única. Já prejuízos do BCB com a valorização cambial, quando cobertos, o são via emissão de títulos do Tesouro para o ativo do BCB. Ainda, segundo Mendes, como o resultado cambial é apurado separadamente do resultado de outras contas, pode ocorrer uma situação em que haja um lucro cambial que seja igual a uma perda nas demais rubricas do balanço - o que geraria um resultado zero -, levando a dois lançamentos: um aporte na Conta Única no caso do lucro, e uma emissão de títulos para a carteira do BC no caso do prejuízo apurado nas demais contas (conforme Mendes, 2016).

Em outras palavras, há uma assimetria que gera uma tendência de quase contínua elevação do Caixa Único, pois ele aumenta quando o câmbio se desvaloriza, sendo adicionalmente acrescido ao longo do tempo pela remuneração recebida sobre seu saldo. Por outro lado, o Caixa Único mantém-se inalterado quando há prejuízo, pois não há ressarcimento ao BC em dinheiro.

O ativo do BCB, por sua vez, tende a mostrar crescimento ao longo do tempo, pois ele sobe no caso de prejuízo com o câmbio, pois quando isso ocorre o Tesouro “capitaliza” o Banco via emissão de títulos. Por outro lado, o ativo do BC mantém-se em princípio constante quando há lucro (pois o lucro do BC não é usado pelo Tesouro para abater a carteira livre do BC). Como aponta Mendes, o balanço do BC tem notável expansão a partir de 2008, refletindo essa nova sistemática (Gráfico 7).



## 5. A compra de ativos e a dinâmica da DBGG

Uma vez analisados os determinantes da política de aquisição de reservas internacionais e seus impactos patrimoniais no balanço do BCB, cabe avaliar quais os impactos na elevação recente da DBGG. Para isso, brevemente lembramos os conceitos relevantes de dívida pública:

*Dívida bruta do governo geral (DBGG):* inclui o endividamento interno e externo da União e governos subnacionais, incluída a previdência social (o banco central e empresas estatais não fazem parte do conceito de governo geral). É o conceito internacionalmente aceito, sendo acompanhado pelo FMI no monitoramento das contas públicas dos países membros. É, em geral, o conceito aceito pelas agências de *rating*.

*Dívida Líquida do Setor Público (DLSP):* no Brasil, além dos entes do governo geral inclui o BCB e as empresas estatais federais e subnacionais (exceto Petrobras e Eletrobras). Deduzem-se os ativos desses entes, notadamente ativos do BNDES e reservas internacionais. Vale lembrar que o conceito de setor público consolidado, com a inclusão do BCB e empresas estatais, remonta aos anos 1980, quando o déficit público concentrava-se nas empresas estatais e no BCB (e não no Tesouro), não sendo usual em outros países<sup>8</sup>. O conceito de setor público consolidado, assim, parece ser um anacronismo que não mais se justifica como métrica do déficit ou dívida pública. Ainda, o abatimento dos ativos do Tesouro junto ao BNDES é outra falha do conceito, já que gozam de baixa liquidez.

*DBGG no conceito FMI:* inclui dívida pública em poder do mercado e também aquela em poder do BCB, ou seja, inclui *toda* a posição de títulos públicos no ativo do BCB.

<sup>8</sup> Exemplos de outros países que também incluem o banco central em suas demonstrações fiscais são a Bolívia, o Peru, o Uruguai e a Austrália. Veja-se Leister e Medeiros (2016) neste volume.



*DBGG no conceito brasileiro*: inclui dívida em poder do mercado e a somente a parcela daquela em poder do BCB que seja utilizada para lastro das operações compromissadas. Assim, inclui a dívida em poder do mercado e as operações compromissadas do BC, excluindo a chamada carteira livre do BC (aquela que não é lastro de compromissadas).

Em outras palavras, se subtrairmos a DBGG no conceito FMI daquela no conceito brasileiro, obtemos a carteira livre do BCB. Dado o grande crescimento das operações compromissadas relativamente à carteira de títulos do BCB, a diferença entre ambos os conceitos tem diminuído no período recente<sup>9</sup>.

A dívida líquida do setor público e medidas alternativas da dívida bruta, como, por exemplo, a DBGG excluídas as reservas internacionais (em reais ou em dólares), mascaram a deterioração fiscal recente ao serem impactadas positivamente pela depreciação cambial. Possuem inclusive correlação negativa com o risco-Brasil, pois este é estreitamente ligado à taxa de câmbio. Ainda, o *downgrade* do Brasil para grau especulativo mostrou claramente que tampouco tais conceitos são seguidos pelas agências de *rating*. Conceitualmente, ainda, adotam um conceito híbrido que não é nem o governo geral, nem o setor público consolidado, carecendo de rigor contábil.

Entendemos que o conceito de DDBG, em linha com as boas práticas internacionais, possui correlação positiva com o CDS, como mostra o período recente de deterioração do quadro fiscal e aumento do risco-país. Vale apontar que não parece mais adequado o uso do conceito brasileiro da DBGG frente ao conceito FMI, já que o elevado saldo das compromissadas e o tamanho diminuto da carteira livre do BCB tornaram pouco relevante a diferença de valor entre elas.

A opção do governo brasileiro de esterilizar a liquidez estrutural advinda da expansão das reservas internacionais com compromissadas teve, portanto, relevantes impactos na DBGG, se comparada aos demais países analisados. Ao elevar o tamanho das operações compromissadas, implicou a necessidade de expansão da carteira de títulos do BCB, ou seja, ampliou a DBGG seja no conceito FMI, seja no conceito brasileiro.

Ressalta-se que, no caso dos demais países analisados, isso não ocorreu. No caso dos países desenvolvidos, as políticas de QE implicaram elevar a carteira de títulos públicos dos BCs, mas com a concomitante redução da carteira de títulos em mercado. Como a expansão monetária foi esterilizada com depósitos remunerados voluntários nos BCs, não houve efeitos na DBGG, uma vez que a autoridade monetária (ou seus ativos ou passivos) não integra o conceito de governo geral, como explicado acima.

No caso dos países emergentes analisados, o uso de outros mecanismos para a esterilização da compra de reservas internacionais, notadamente a emissão de títulos próprios

---

<sup>9</sup> A legislação vigente permite ao Tesouro Nacional fazer emissões diretas de títulos para o Banco Central caso haja necessidade de recompor sua carteira de títulos de modo a que tenha lastro para efetuar as operações compromissadas. Tais emissões não envolvem caixa (não há crédito na Conta Única), tendo como contrapartida o aumento do patrimônio do BCB. Em 04/01/2016, por exemplo, o Tesouro fez uma emissão de R\$ 40 bilhões com tal finalidade, especificamente refletindo a necessidade de garantir lastro para que fossem pagas as “pedaladas fiscais” ao final de 2015 com recursos do Caixa Único, que implicou concomitante necessidade de o BCB realizar a esterilização do montante pago, com aumento de compromissadas. Essa emissão atesta, portanto, que a carteira livre do BCB estaria então muito reduzida.

por parte dos BCs, também não impactou a DBGG pelo mesmo motivo: não houve nova emissão de dívida pública do governo geral, e sim se elevou um passivo do BC<sup>10</sup>.

No nosso entender, a discussão aqui não é “meramente contábil”, pois envolve também questões conceituais. Em primeiro lugar, o excesso de liquidez gerado pelas políticas de expansão do balanço dos BCs não ocasionou um “financiamento inflacionário” em escala global, mesmo em países (como nos EUA) em que as reservas excedentes dos bancos têm liquidez diária. Pelo contrário, hoje se enfrenta um contexto mundial deflacionário. Há, assim, méritos do regime de metas de inflação, que gerou notável ancoragem das expectativas frente ao intenso uso de políticas monetárias não convencionais. Ou seja, houve uma grande expansão da oferta monetária (e não da dívida pública no conceito DBGG) sem efeitos inflacionários.

O caso brasileiro, por outro lado, nos limites da comparação não exaustiva feita aqui, sugere que a forma de esterilização utilizada (operação compromissada) acabou gerando enorme expansão da dívida pública. Em que pese o reconhecimento de que o problema fiscal no Brasil é sobretudo um desajuste de fluxos (receitas crescendo abaixo do gasto obrigatório), parece provável que os patamares elevados do estoque da dívida pública também tenham contribuído para a piora na percepção de risco de solvência, elevando o risco-país e acelerando o processo de perda do grau de investimento, nas métricas comparativas com outros países<sup>11</sup>.

Se nos demais países analisados a expansão estrutural do balanço dos BCs não gerou efeitos diretos ou indiretos vultosos sobre o crescimento da DBGG, tendo tal crescimento sido “financiado” pela expansão dos passivos monetários dos BCs, sem desancoragem das expectativas inflacionárias, cabe considerar a hipótese de que uma parte da nossa DBGG poderia ser, de fato, mesmo que não formalmente, um passivo do BCB e não dívida pública. Se isso é verdade, a DBGG no Brasil estaria, em termos dos comparativos internacionais, superestimada, elevando o nível de superávit primário necessário para estabilizá-la<sup>12</sup>. Vale mais uma vez reprimir: o Brasil está muito longe de garantir o superávit primário necessário à estabilização da DBGG, o que só pode ser feito com as reformas estruturais. Isso não impede, no entanto, de buscarmos evoluir no aperfeiçoamento institucional da relação BCB-Tesouro Nacional, nos beneficiando das melhores práticas internacionais, aumentando sua eficiência e transparência.

## 6. A Conta Única e o suporte monetário (*“monetary backstop”*)

Formatted: Font: Italic

<sup>10</sup> A título de curiosidade, se adicionássemos à DBGG da Coréia do Sul a posição de títulos próprios do BoK, ela saltaria de 36,9% do PIB para 49,3% do PIB, o que dá uma ideia do que teria ocorrido se a esterilização da compra de reservas tivesse sido feito com operações compromissadas.

<sup>11</sup> Relembramos aqui a também a parcela da expansão da dívida bruta feita para expandir o balanço do BNDES, o “QE tupiniquim” que não teve efeitos relevantes sobre a taxa de investimento e representa enorme ônus fiscal, certamente elevando o juro real neutro da economia.

<sup>12</sup> Estimamos que para cada 10% do PIB, há necessidade de um superávit primário de 0,4% do PIB para estabilizar a DBGG.

Embora tenhamos acima criticado tanto o conceito de DBGG ex-reservas como a forma de apropriação do resultado do BCB com as reservas internacionais (a assimetria, como apontado por Mendes, 2016), consideramos legítimo que o lucro do BCB seja transferido ao Tesouro Nacional, com crédito em dinheiro contra a Conta Única<sup>13</sup>. Cabe, contudo, discutir qual a destinação destes recursos.

Em trabalho voltado à discussão da condução recente da política monetária na Zona do Euro, Corsetti (2015)<sup>14</sup> defende como positiva a possibilidade de existência de um *“monetary backstop”* (ou “suporte monetário”) por parte dos BCs para amparar o endividamento soberano em situações de elevação do risco de insolvência, sem que isso agrave as expectativas inflacionárias ou eleve o risco percebido de monetização da dívida pública.

O caso analisado por Corsetti (2015) foi a criação pelo ECB do programa OMT (*Outright Monetary Transactions*) em 2012, para amparar o mercado de dívida soberana de países periféricos europeus. O autor mostra que há circunstâncias em que o *monetary backstop* pode se contrapor favoravelmente a um processo especulativo contra a dívida soberana de um país.

O autor busca mostrar que o *monetary backstop* pode se diferenciar do financiamento inflacionário que os BCs realizaram no passado nos países latino-americanos (como o Brasil), que acabaram vistos na prática como um repúdio da dívida, gerando elevação das taxas de juros nominais e aceleração da inflação. Corsetti (2015) atribui o possível êxito do *monetary backstop* ao “mistério da impressão de moeda” (*mystery of the printing press*), termo cunhado por Krugman para refletir que em determinadas circunstâncias os agentes econômicos preferem deter um passivo do BC a um título de dívida, via políticas de QE (aquisição de ativos por parte do BC).

Tal expansão monetária pode ser preferida por dois motivos: em primeiro lugar, o passivo do BC não tem risco de *default*, somente de desvalorização inflacionária. Segundo, recentemente os bancos centrais passaram a ter a faculdade de remunerar suas reservas, o que evita um quadro de excesso de liquidez no mercado monetário (e eventual fuga para ativos reais ou de risco), mesmo em um contexto de *zero bound*. Segundo o autor, é fundamental, contudo, que se perceba que o *monetary backstop* não é a solução para o problema fiscal, ou seja, ele pode funcionar como uma reserva de contingência, mas não seria crível se não apoiado por um quadro de ajuste fiscal<sup>15</sup>.

Voltando para o caso brasileiro, é oportuno debater um aperfeiçoamento institucional que transforme o mecanismo de apropriação dos resultados positivos das reservas internacionais em “suporte monetário” que pudesse amparar o Tesouro Nacional em momentos de estresse de mercado. Uma vez rediscutida a forma de apropriação do resultado que atualmente tem hipertrofiado o balanço do BCB, o “suporte monetário” poderia ter, em um ambiente de ajuste fiscal, um papel importante em momentos de instabilidade, em que o câmbio tende a se desvalorizar (elevando o lucro do BCB e elevando

Formatted: Font: Italic

Formatted: Not Highlight

<sup>13</sup> A propósito, o resultado cambial do BC é apurado pelo regime de competência, seguindo as melhores práticas contábeis internacionais aplicadas à contabilidade corporativa, que é feita pela ótica econômica, e não de caixa.

<sup>14</sup> O autor agradece a Edmar Bacha pela sugestão da leitura deste trabalho.

<sup>15</sup> No OMT, os países só seriam elegíveis se submetessem um programa de ajuste fiscal.

a Conta Única), ajudando o Tesouro Nacional na administração da dívida pública, evitando, por exemplo, que ele tenha que refinanciá-la a custos excessivos por algum tempo.

Pensamos, assim, em criar um regramento que evite a situação atual, em que o crescimento vertiginoso do Caixa Único tem sistematicamente sido usado para amortizar dívida pública em mercado (conforme aponta Mendes, 2016), mas preservando a possibilidade de o Tesouro Nacional ter uma reserva de contingência em situações de estresse financeiro.

## **7. Considerações finais e recomendações de política**

### **7.1. Criação de depósito remunerado no BCB**

O processo recente de alavancagem estrutural dos balanços dos BCs ensejou importante discussão em nível internacional sobre o controle de liquidez e seus efeitos sobre o endividamento do setor público. Um aperfeiçoamento importante foi a possibilidade de alguns BCs de países desenvolvidos (como o Fed) passarem a remunerar as reservas excedentes, para absorver o excesso de liquidez gerado pelas políticas de empréstimos emergenciais e QEs. Já nos países emergentes, elevou-se o uso de títulos de emissão da própria autoridade monetária.

Neste sentido, entendemos ser válido que o Brasil crie um passivo monetário remunerado pelo BCB que seja mais adequado à administração do excesso de liquidez estrutural gerado pelo acúmulo de reservas internacionais, seguindo os ensinamentos da experiência internacional recente. Dada a vedação da Lei de Responsabilidade Fiscal à emissão de títulos pelo BCB, a alternativa mais viável parece ser a criação de um depósito remunerado (depósito no BCB das reservas excedentes dos bancos).

Como arguido acima, o uso das compromissadas não parece ideal. Em primeiro lugar, tende a distorcer comparativos internacionais com relação ao tamanho da DBGG, ao incluir passivos do Banco Central. Caso o BCB pudesse esterilizar a liquidez com um depósito remunerado ou um título de emissão própria, haveria redução da posição de compromissadas, elevando a carteira livre do BCB. Em um momento seguinte, o Tesouro Nacional poderia utilizar os recursos (hoje excessivos) da Conta Única para resgatar títulos da carteira do BCB. A DBGG cairia tanto no conceito brasileiro (redução das compromissadas) quanto no conceito FMI (diminuição da carteira do BCB).

A criação do passivo remunerado conferiria uma maior autonomia operacional ao BCB, evitando a dependência das emissões de títulos por parte do Tesouro Nacional. Em tese, a relutância por parte do Tesouro em fornecer tempestivamente lastro para as operações de política monetária, dificultando a tarefa do BCB em ajustar a taxa Selic à meta definida pelo Comitê de Política Monetária, poderia inclusive inviabilizar o regime de metas de inflação. À luz da experiência brasileira recente, julgamos que tal risco não é desprezível.

Na experiência norte-americana, a preocupação em poder remunerar as reservas também decorreu, como apontou Bernanke, das restrições que o Tesouro tinha em tempestivamente garantir lastro para o Fed, em função do teto de endividamento estabelecido pelo Congresso. No Brasil, o Projeto de Resolução do Senado (PRS 84) que visa, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelecer um teto para o endividamento da União, poderia gerar

o mesmo tipo de problema. Como o objetivo do PRS 84 é eminentemente fiscal e não de gestão da política monetária, vemos aqui mais um motivo para que o BC crie um depósito remunerado, garantindo sua autonomia operacional a partir das boas práticas internacionais.

### 7.2. Criação do suporte monetário (*monetary backstop*) do Tesouro Nacional no Banco Central

Na medida em que consideramos legítima a apropriação do lucro do BCB pelo Tesouro Nacional, caberia discipliná-la e regrá-la para que funcionasse como um *monetary backstop* no sentido definido por Corsetti. Não se trata aqui de buscar uma solução esdrúxula de monetização da dívida, e sim de aperfeiçoar um mecanismo já existente.

O Caixa Único já é utilizado como *backstop* na gestão cotidiana da dívida pública. Por exemplo, é normal que haja grandes resgates líquidos de títulos públicos nos meses iniciais de cada trimestre (janeiro, abril, julho e outubro), quando há sempre o vencimento do título pré-fixado do trimestre respectivo. Nos meses que se seguem, há normalmente colocações líquidas, recompondo o caixa.

O problema, como apontado por Mendes (2016), é que tem havido o uso recorrente do Caixa Único, com resgate líquido de títulos públicos ao longo dos últimos anos (exceto 2015) e intensificação do uso das operações compromissadas, reduzindo na prática o prazo médio do endividamento público. Tal padrão parece ser estimulado pela sistemática acima descrita (assimetria no tratamento da transferência do lucro do BCB) que tende a inflar a Conta Única.

Desta forma, propomos que se chegue a um mecanismo que seja eficaz para momentos de contingência (ao lado da administração regular da dívida pública ao longo do ano), sem que tal mecanismo seja utilizado em bases permanentes, o que em tese significa confundir a administração da liquidez com o financiamento do setor público. Como visto acima no caso europeu, o *-monetary backstop* tem como pressuposto a possibilidade de o BC aceitar depósitos remunerados, o que casa com a proposta anterior. O resultado do BCB continuaria a ser utilizado exclusivamente para abater dívida pública “preferencialmente da carteira do BCB”, mas podendo abater dívida em mercado em situações de contingência, e não sistematicamente.

### 7.3. Divulgação pelo Banco Central do conceito de DBGG no conceito FMI

Como já mostrado acima, a diferença entre os dois conceitos de dívida bruta tem perdido relevância, dado o paulatino aumento de importância das operações compromissadas *vis-à-vis* a carteira de títulos do BCB a qual, inclusive, tem sido suplementada por emissões líquidas do Tesouro (em excesso frente à rolagem), de modo a elevar o tamanho da carteira<sup>16</sup>.

Ainda, na hipótese de criação de um depósito remunerado no BCB, poderia haver uma redução expressiva no saldo das operações compromissadas, diminuindo em um

<sup>16</sup> Tais emissões não tem como contrapartida uma elevação da Conta Única (dada a vedação a que o Banco Central realize empréstimos ao Tesouro) e sim o aumento do patrimônio líquido do BCB. O objetivo, contudo, não a elevação do patrimônio da autoridade monetária, e sim o aumento de seu ativo, para adequá-lo às necessidades de lastro para as operações compromissadas.

primeiro momento a DBGG no conceito brasileiro. Para evitar que isso não fosse interpretado como uma manobra de contabilidade “criativa”, seria oportuno que o BCB passasse a divulgar regularmente a DBGG no conceito FMI. A DBGG neste último conceito só se reduziria na medida em que houvesse redução da carteira livre de títulos do BCB.

Como o objetivo das propostas aqui existentes não é uma redução da DBGG *per se*, e sim uma melhora na eficiência, autonomia e transparência das políticas monetária e de dívida pública, em linha com a experiência internacional recente, o uso do conceito FMI seria uma consequência natural. Seria tarefa simples, inclusive com a divulgação de séries retroativas, tendo em vista que a única diferença é a carteira livre de títulos públicos do BCB.

#### 7.4. Repagamento gradual da dívida do BNDES ao Tesouro Nacional

Embora se trate de um tema não aprofundado neste trabalho, apontou-se no início que um dos fatores que ocasionou a expansão da DDBG desde a crise internacional de 2008 foi a política de aportes de recursos aos bancos públicos, notadamente para o BNDES.

Ao final de 2015 e início de 2016, no intuito de compensar parcialmente o efeito do pagamento das “pedaladas fiscais” sobre a DBGG, o BNDES repagou R\$ 29 bilhões ao Tesouro Nacional da dívida que tem com a União. Tal pagamento é receita financeira (e não primária) do Tesouro, sendo computada como redução de seu endividamento. Curiosamente, o pré-pagamento do BNDES mitigou a elevação do saldo das compromissadas resultante do pagamento das “pedaladas fiscais”, gerando uma intersecção da operação realizada com o tema principal deste artigo.

O movimento foi, contudo, bastante tímido. Vale lembrar que o estoque da dívida do BNDES junto ao Tesouro atingiu, em novembro de 2015, R\$ 526,1 bilhões. Como em boa medida incide sobre ela o custo da TJLP, somente o serviço dos juros seria de cerca de R\$ 35 bilhões anuais. Ao final de 2014, boa parte dessa dívida foi refinanciada em prazos longos, prevendo inclusive capitalização parcial dos juros. A renegociação feita então abrangeu R\$ 194,2 bilhões em dívidas do BNDES contra o Tesouro Nacional, com carência integral de juros até março de 2020 e de principal até março de 2040.

Se os aportes ao BNDES foram o grande “QE tupiniquim”, urge agora tratar de sua reversão, mesmo que de forma gradual. Parece no todo inadequado que haja uma grande fatura de recursos à disposição do BNDES em contexto de crise fiscal aberta e elevação rápida da DBGG. O repagamento do BNDES ao Tesouro poderia, por exemplo, ser fonte de recursos para uma eventual capitalização da Petrobras, sem que isso impactasse a DBGG. Historicamente, o BNDES já participou de diversas operações de capitalização de grandes empresas em momentos de crise, mas nenhuma delas tão importante quanto a Petrobras. Há muitas vezes a ideia errônea que tais pré-pagamentos “descapitalizariam” a instituição. Na verdade, a maior parte dos empréstimos foi feita para prover *funding* para o BNDES; as operações do Tesouro Nacional que ajudaram na elevação do capital foram por meio dos instrumentos híbridos de capital e dívida, em valor muito menor (no balanço patrimonial de junho de 2015, o BNDES reconhece dívida de R\$ 36,1 bilhões em “Instrumentos de Dívida Elegíveis ao Capital Principal” contra o Tesouro Nacional).

O repagamento dos empréstimos permitiria atenuar a escalada da DBGG, ganhando tempo para a realização das reformas estruturais. Tenderia, ainda, a elevar a tração da política

monetária, hoje menos potente em função do grande fluxo de recursos subsidiados, ajudando na redução da taxa neutra de juros, o que beneficiaria a economia como um todo, no lugar do benefício restrito aos atuais devedores do BNDES.

## Referências

BACHA, Edmar. Org. 2016. *O Fisco e a Moeda: Ensaios sobre o Tesouro Nacional e o Banco Central – Em Homenagem a Fabio Barbosa*. Civilização Brasileira, a sair.

CHUDI, Alexander et al. 2015. Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth? IMF Working Paper 15/197, set.

CORSETTI, Giancarlo. 2015. *The mystery of the printing press: monetary policy and self fulfilling debt crisis*. Schumpeter Lecture, EEA Meetings, Manheim.

D'ÁVILA, Antonio C. 2016. ~~Em Bacha (2016). Da Natureza do Banco Central do Brasil. Em~~

GRAY, S.; PONGSAPARN, R. 2015. Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines. IMF Working Paper 15/106, maio.

MANSUETO, Almeida Jr; LISBOA, Marcos de B.; PESSOA, Samuel. 2015. O Ajuste Inevitável. Disponível em: <[https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitc3a1vel-vf\\_2.pdf](https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitc3a1vel-vf_2.pdf)>, acesso em dez/2015.

MENDES, Marcos. 2016. *A Lei 11.803/08 e as Relações Financeiras entre Tesouro Nacional e Banco Central*. Em Bacha (2016). Neste volume.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. 2010. Growth in a Time of Debt. American Economic Review, American Economic Association, vol. 100(2), págs. 573-78.

LEISTER, Mauricio Dias; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. 2016. *Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro*. Em Bacha (2016). Neste volume.