

Sobre a relação entre os regimes fiscal e monetário no Brasil¹

Arminio Fraga Neto

1. Introdução²

Neste momento de imensas dificuldades econômicas, vem gerando polêmica o tamanho e o crescimento da Conta Única do Tesouro e das operações compromissadas, ambas contas do passivo do Banco Central. Chama a atenção também o acúmulo de reservas e swaps cambiais, que geram resultados fiscais relevantes para o Banco Central e, portanto, para o governo. Esta importante discussão inspirou o livro em homenagem a Fabio Barbosa, para o qual preparei estas notas.

2. Pano de fundo

Segundo Milton Friedman, a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário. Nada mais razoável posto que num sistema de moeda fiduciária o nível geral de preços depende a médio e longo prazo da maior ou menor escassez de moeda na economia. Não foi por outra razão que a lei 4595 que em 31/12/1964 criou o Banco Central do Brasil incluiu em seu artigo 3º o bem desenhado comando de que o BC deve “regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais”.

Como os trinta anos que se seguiram à criação do BC exibiram inflação instável e crescente, parece claro que algo deu errado. Já à época, sabia-se que a política monetária foi administrada de forma passiva durante boa parte deste período, acomodando as mais variadas fontes de pressão inflacionária, seja de demanda, seja de oferta. Tal comportamento foi em grande parte espelho da falta de independência do BC, reforçada pelas dificuldades inerentes ao controle da inflação em uma economia muito indexada.

Durante um bom tempo o tema foi tratado como uma questão prática de controle monetário. A existência de orçamentos múltiplos, em especial o monetário, e da famosa Conta de Movimento (uma linha de financiamento quase automático do Banco do Brasil pelo Banco Central) dava amparo a esta visão. Mais adiante, as sucessivas crises e refinanciamentos das dívidas e bancos estaduais também contribuíram para esta sensação de descontrole, caracterizando o que Pedro Malan batizou de união monetária imatura.

No entanto, a partir do final dos anos 1970 foi se consolidando o entendimento de que na verdade não se tratava de um problema técnico de controle monetário pois, salvo em circunstâncias extremas, o Banco Central sempre foi capaz de fixar diretamente a taxa

¹ A ser publicado em Edmar Bacha (org.), O Fisco e a Moeda: Ensaio sobre o Tesouro e o Banco Central em Homenagem a Fabio Barbosa. Editora Civilização Brasileira, 2016, a sair.

² Agradeço as sugestões de E. Bacha, T. Berriel, A. Bier, D. Gleizer e I. Goldfajn. Eles podem não concordar com as propostas que se seguem.

de juros nominal de curto prazo (através de sua atuação na mesa do mercado aberto, a despeito de vazamentos como os mencionados acima). O problema tinha na verdade uma natureza bem mais fiscal, representando um espaço de gastos extraorçamentários, algo indesejável tanto do ponto de vista econômico quanto político.

O diabo é que circunstâncias extremas ocorrem com relativa frequência no Brasil, e são sempre as mais complexas e interessantes do ponto de vista analítico, e as mais assustadoras na prática. Alguns exemplos recentes no Brasil foram as crises de balanço de pagamentos e inflação dos anos 1980 e início dos 1990, a crise de confiança que precedeu a primeira posse do presidente Lula e a galopante evolução da relação dívida pública/PIB a partir da expansão fiscal e do colapso econômico do governo Dilma Rousseff, especialmente a partir do ano eleitoral de 2014.

O que fazer? Em tese, em um mundo ideal seria possível desenhar os regimes fiscal e monetário/cambial de forma clara e robusta, cada qual cuidando de sua área e reforçando o outro. O regime fiscal garantiria a sustentabilidade da relação dívida pública/PIB, que deveria ser baixa o suficiente para permitir uma resposta adequada em casos emergenciais. A dívida pública deveria ser administrada de forma prudente, com prazo médio relativamente longo, para evitar problemas de refinanciamento em tempos difíceis. O regime monetário daria independência ao Banco Central e a clara missão de proteger a estabilidade de preços, buscando também suavizar os ciclos econômico e de crédito, assim como zelar pelo bom funcionamento do sistema de pagamentos e do mercado de câmbio.

Estes regimes evoluíram bastante no Brasil nas últimas décadas. No campo fiscal, destacam-se entre outras a organização do Tesouro Nacional, o fim da Conta Movimento, a reestruturação das dívidas estaduais, o saneamento dos bancos públicos e a Lei de Responsabilidade Fiscal. No campo monetário, o Plano Real, a criação do COPOM e a introdução do sistema de metas para a inflação.

Mas casos recentes como as pedaladas e o crescimento das compromissadas e da conta única do Tesouro têm implicações fiscais e monetárias potencialmente relevantes, assim como as têm as intervenções do BC no mercado de câmbio e sua eventual atuação como prestador de última instância do sistema. Isso para não falar da impressionante deterioração do saldo primário do governo federal nos últimos dois anos. Tudo isso recomenda uma discussão mais aprofundada e sugere alguns caminhos de mudança nas regras que regem os regimes fiscal e monetário, assim como as relações entre eles.

3. Algumas sugestões para o caso brasileiro

Existe ainda amplo espaço para aprimoramentos dos regimes fiscal e monetário. Menciono aqui apenas de passagem alguns dos mais importantes, para a seguir me concentrar nas relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.

No campo fiscal, tomar providências para que se possa estabilizar e até reduzir as relações gasto público/PIB e dívida bruta do governo federal/PIB (reformando o Estado, a previdência, desvinculando e desindexando o orçamento etc.).

No campo monetário, o passo essencial e cada vez mais natural seria formalizar a independência ao Banco Central, reforçando o sistema de metas para a inflação.

No que diz respeito ao relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, começo com o mais básico: seus balanços (omitindo-se o capital contábil ou

implícito de cada um) e algumas definições (dados do balancete do BC de novembro de 2015, em bilhões de reais):

Banco Central

Reservas Cambiais	1400	Base Monetária	205
Títulos TN/BC	1200	Outros Depósitos	365
Ativos Privados		Compromissadas	975
		Conta Única	815

Tesouro Nacional

Conta Única	815	Títulos TN/BC	1200
Títulos Estaduais		Títulos TN/P	2529
Outros Ativos			

Num banco central simplificado de livro texto, o BC tem no ativo apenas títulos do TN e no passivo a Base Monetária (papel moeda + depósitos do sistema bancário). O resultado do BC (no sentido estrito da contabilidade, e ignorando-se os custos de funcionamento do BC e de impressão do meio circulante) equivale aproximadamente à senhoriagem, ou seja, ao aumento da base monetária necessário para atender à demanda por moeda em uma economia que cresça, de preferência com inflação baixa e estável. Em tese, me parece correto o governo gastar o ganho de senhoriagem, na prática um imposto “cobrado” de quem usa dinheiro, desde que se mantenha a inflação baixa e estável, ou seja, que não se abuse do imposto.

No Brasil o regramento atual comanda que todo o resultado do BC seja destinado a amortizar a dívida pública. Trata-se de uma regra dura e compreensível dada a histórica tragédia da inflação em nosso país. Mas quiçá algo mais flexível como a proposta abaixo seria razoável:

P1: o governo pode incluir o resultado do BC em sua receita primária, mas dele excluindo qualquer receita decorrente de inflação que ultrapasse a meta (este excedente se destinaria a abater dívida pública).

Dessa forma o governo poderia legitimamente incluir em seu orçamento uma receita que corresponde a sua fração do imposto inflacionário, que extrai recursos da sociedade. No entanto, o uso destes recursos seria limitado de forma a evitar a tentação inflacionária. Por exemplo, se a meta de inflação for 4,5% e a inflação realizada for de 6%, apenas três quartos (4,5/6) da receita de senhoriagem seria utilizada no cômputo do resultado operacional do BC a ser transferido para o Tesouro. O outro um quarto seria destinado a abater a dívida pública.

O resultado operacional do BC é relativamente pequeno, de forma que seria razoável a manutenção da regra atual que diz que este resultado deve ser integralmente utilizado para abater a dívida pública. De um jeito ou de outro, o resultado do BC afeta a dinâmica da dívida e isso é levado em conta por especialistas no assunto. Minha proposta

apenas dá mais transparência ao tema, e introduz um mecanismo de defesa contra a tentação de inflacionar por razões fiscais.

Na realidade o balanço do BC é mais complexo do que o caso simplificado discutido acima, em função seu papel de carregador e gestor das reservas cambiais, e de sua atuação como emprestador de última instância do sistema financeiro (quando o BC acumula ativos privados).

Para comprar reservas ou ativos privados sem emitir moeda, o BC tem que se financiar vendendo títulos ou tomando emprestado do mercado com lastro em títulos de sua carteira. Se a necessidade de financiamento do aumento das reservas e ativos privados do BC for tal que se esgotem os títulos (tipicamente do Tesouro) que o BC tem em sua carteira, o TN deve a critério do BC aportar mais títulos ao BC, na forma de capital, e assim preservar a capacidade de ação do BC nesses campos.

O BC, como a maioria dos bancos centrais, pode atuar também através de derivativos como swaps, futuros e operações a termo (*forwards*, tipicamente liquidadas por diferença). Estas operações têm consequências econômicas semelhantes à atuação no mercado pronto, sendo duas as diferenças mais importantes: no mercado pronto os resultados são realizados se e quando as posições são liquidadas, ao passo que com derivativos os resultados são em geral realizados diariamente. Ademais, o uso de derivativos preserva a opção de se introduzirem controles de câmbio (algo não necessariamente desejável, e tipicamente feito em circunstâncias desagradáveis, mas não vou me alongar sobre o tema aqui).

A acumulação desses ativos e posições em larga escala tem como consequência direta a assunção de riscos fiscais importantes pelo BC. Confundem-se, portanto, os regimes fiscal e monetário. Neste contexto, cabe refletir sobre como financiar esses ativos, quem deve definir que e quanto risco correr, e como alocar os resultados. Começo com as decisões de risco e a alocação de seus resultados.

No momento, o ativo mais relevante do balanço do BC são as reservas cambiais, que geram resultados com as rendas de seus investimentos, em geral juros, e com ganhos e perdas referentes a flutuações da taxa de câmbio. Os ganhos e perdas são reais, ou seja, extraem ou injetam recursos na economia, e têm sido de grande magnitude. O tamanho e a falta de previsibilidade desses resultados sugerem que não é prático ou recomendável tratá-los como os outros itens das contas de despesas e receitas correntes, que exigem um horizonte mínimo de planejamento e execução para que possam ocorrer de maneira eficiente (por exemplo, compensar uma perda cambial relevante com cortes de gasto no meio de um exercício não faz sentido). O que fazer então?

Para dar transparência e robustez aos regimes fiscal e monetário, seria desejável que os resultados dos riscos de câmbio e de crédito incorridos pelo BC no exercício de suas funções de carregador das reservas cambiais e emprestador de última instância fossem repassados para o TN. Uma forma elegante e prática de se atingir este objetivo seria que cada item do balanço do BC relativo a essas funções fosse precisamente protegido por uma transação de *hedge* que teria como contraparte o TN. Esse *hedge* protegeria o BC tanto do ponto de vista de ganhos ou perdas de capital, quanto de seu fluxo de caixa. Uma alternativa inferior seria que os resultados dessas operações impactassem diretamente a dívida do TN, sem passar por conta de resultado do BC (uma certa tortura dos critérios tradicionais da contabilidade). Temos, portanto, uma segunda proposta:

P2: o TN deve fornecer ao BC um *hedge* perfeito para os riscos cambiais e de crédito oriundos de suas funções de carregador das reservas cambiais e prestador de última instância.

Em última instância, a sociedade acaba bancando de alguma forma esses resultados. Melhor, portanto, que apareçam explicitamente nas contas do governo federal. Este já é o caso desde 1998, e foi mantido na Lei de Responsabilidade Fiscal, exceto no que diz respeito à assimetria na transferência de resultados entre o BC e o TN em vigor desde 2008 e destacada por Marcos Mendes (ver abaixo). Um *hedge* perfeito levaria em conta o resultado econômico, por critério de competência, e também os impactos sobre o fluxo de caixa do BC, eliminando portanto a assimetria.

Além de dar transparência ao processo, seria necessário definir quem teria o poder de correr esses riscos, algo necessário à condução de uma boa política macroeconômica. Minha proposta é que se dê ao BC uma alçada limitada de risco, e que decisões que impliquem riscos maiores do que esta alçada (por exemplo, que ponham em risco mais do que 0,2% do PIB) sejam submetidas ao Conselho Monetário Nacional, em que a área fazendária tem maioria.

P3: operações do BC como prestador de última instância e carregador das reservas cambiais, que cumulativamente ao longo de um ano ponham em risco (critérios a especificar) mais do que 0,2% do PIB deverão ser submetidas à aprovação do Conselho Monetário Nacional, que deverá decidir com a urgência cabível.

Algumas considerações sobre as consequências das propostas apresentadas até aqui:

Em primeiro lugar, o balanço do BC ficará bem mais previsível. Seu resultado se aproximará da regra conceitual de inclusão do ganho de senhoriagem do BC como receita primária.

Em segundo lugar, este desenho limita o espaço de atuação do BC. Do jeito que está hoje, o BC aparenta ter na prática mais poder. Mas o BC não tem independência, de forma que não importa muito quem tem este poder no dia a dia, em última instância o governo manda. A arquitetura aqui proposta é compatível com um regime como o atual, de flutuação um tanto administrada da taxa de câmbio, e BC focado na meta para a inflação. No arcabouço jurídico em vigor, o poder de definição do regime cambial do país está nas mãos do CMN, o que me parece razoável.

Em terceiro lugar, em uma situação de ameaça de crise financeira sistêmica, as decisões de financiamento ao mercado ou a instituições financeiras específicas serão tomadas por decisão majoritária de representantes da sociedade (o CMN tem como membros os ministros da Fazenda e do Planejamento e o presidente do Banco Central).

Finalmente, não discuto aqui os importantes e complexos temas do tamanho ideal para as reservas cambiais e para o endividamento do governo, e do prazo e composição da dívida pública (i.e., nominal, indexada ou dolarizada).

O próximo tema a se considerar diz respeito a como o TN deve tratar do resultado das operações de *hedge* oferecidas ao BC. Argumentei acima que não caberia incluí-las na

receita/despesa primária. Seria suficiente o seu direcionamento integral ao abatimento ou aumento da dívida pública? Me parece que não. Seria necessário ajustar o saldo primário de forma a promover uma convergência da relação dívida/PIB de volta ao patamar desejado, um número a se definir, possivelmente com parte de um planejamento orçamentário plurianual. O ajuste no primário poderia ser calibrado para uma convergência em 10 anos e seria revisado anualmente. Por exemplo, em caso de um prejuízo na operação de *hedge*, o ajuste para cima do saldo primário seria tal que cobrisse aproximadamente a conta de juros adicionais decorrentes da perda, mais 10% por ano de amortização da perda, fazendo-se em ambos os casos um ajuste que leve em conta o crescimento esperado do PIB. Esta função de reação da política fiscal é crucial para que se tenha um regime macroeconômico estável e confiável.

Cabe notar aqui que seria de todo desejável que uma autoridade fiscal independente fizesse esses cálculos de maneira objetiva e transparente, e que revisões periódicas ocorressem de forma a se preservar a solvência intertemporal do governo e, por conseguinte, garantir ao BC a capacidade de atingir sua meta de inflação através da gestão da política monetária.

Temos, portanto, as propostas abaixo:

P4: os resultados da conta de *hedge* do BC devem ser abatidos integralmente da dívida pública.

P5: ajustes ao saldo primário do governo devem ocorrer anualmente de forma a trazer a relação dívida pública/PIB a seu nível desejado em 10 anos.

Chegamos ao último ponto destas notas, que diz respeito ao financiamento do ativo do BC, em particular, ao vantajado tamanho e curto prazo dos saldos das compromissadas e da conta única do TN, que hoje totalizam cerca de 1,8 trilhões de reais (cerca de 30% do PIB).

O capítulo de Marcos Mendes neste livro demonstra como a assimetria na transferência entre o BC e o TN de resultados referentes ao impacto de variações cambiais sobre o valor das reservas representa uma máquina de aumento da Conta Única do TN, algo indesejável. Pela sistemática atual, quando há perda o TN ressarce o BC com títulos de longo prazo de sua emissão, e quando há ganho o BC transfere caixa para o TN. As propostas apresentadas até aqui acabariam com este problema. O TN teria que abastecer sua conta única de acordo com a proposta abaixo.

Cabe notar que a regra atualmente em vigor funciona como uma espécie de QE (*quantitative easing*) Tabajara, posto que o BC age como um intermediário financeiro encurtando o prazo médio da dívida pública consolidada do setor público. Este canal de QE desapareceria por inteiro. Não seria difícil desenhar uma regra de transição que deixasse a CUTN em nível adequado a partir da introdução das regras novas.

P6: a Conta Única do Tesouro Nacional seria exclusivamente alimentada por receitas primárias do governo federal, captações através da venda de títulos ao mercado e vendas de ativos.

Outro ponto discutido por Mendes em seu capítulo e em outros escritos diz respeito ao uso de recursos da CUTN sem registro como despesa primária. Trata-se naturalmente de um atentado contra a saúde orçamentária do Brasil. Até onde sei, o Tribunal de Contas da União já deixou claro que tal procedimento é ilegal. Houve registro em 2015 dos subsídios associados às famosas pedaladas dos dois anos anteriores (registro esse ocorrido com atraso, o que distorce a série estatística do saldo primário, mas o BC produz uma série ajustada). Vale registrar que o uso da CUTN por só si não caracteriza problema, pois todos os gastos do governo saem direta ou indiretamente desta conta.

Quanto às compromissadas, uma vez enxugada a CUTN, fica claro que ainda sobriam títulos que poderiam ser vendidos de forma a reduzir o saldo das compromissadas, algo que seria na prática um “aperto quantitativo”. Neste caso, o que se observa é que o BC atua como um intermediário financeiro que dá liquidez à dívida pública. Não se trata de uma estrita monetização, o que seria ilegal, mas de algo próximo, na medida em que o prazo curto das compromissadas dá a estas operações um status de quase moeda. Este encurtamento da dívida pública fica claro quando se consolida os balanços de BC e do TN, isto porque o prazo médio da dívida do TN em posse do BC é mais longo do que o prazo médio das Compromissadas.

BC + TN

Reservas	1400	Base Monetária	205
Ativos Privados		Depósitos	365
Títulos Estaduais		Títulos TN/P	2529
Ativos Públicos		Compromissadas	975

O passivo monetário do BC espelha as necessidades da política monetária, e pode ser separado do que seria uma boa definição de dívida bruta (interna) do governo federal: a soma dos títulos do TN em poder do público com as Compromissadas do BC, estas também um financiamento com o público, no caso através de intermediários financeiros.

O BC pode em tempos difíceis aumentar o volume de títulos do TN que carrega em seu balanço e financiá-los através das Compromissadas, uma espécie de QE. Digo uma espécie, pois na sua origem nas economias maduras o QE foi uma resposta ao limite inferior para as taxas de juros nominais, à época considerado zero, hoje algo abaixo de zero. Esta prática deveria ocorrer de forma mais explícita, pois representa uma quase monetização da dívida pública, algo que em geral indica fragilidade macroeconômica, devendo, portanto, ser de claro entendimento da sociedade.

Essa faculdade de o BC financiar indiretamente o TN merece discussão. Em tese seria possível fazer política monetária vendendo títulos do TN, ao invés financiá-los em prazo mais curto. O próprio TN pode sob pressão encurtar sua própria dívida. Mas remover a opção de quase monetizar me parece demais.

4. A título de conclusão

A relação entre o TN e o BC evoluiu bastante nas últimas décadas. Nesta nota estou sugerindo alguns mecanismos adicionais para dar mais transparência e distribuir melhor as responsabilidades por certas decisões do BC que podem ter impacto fiscal relevante. Desta forma o BC pode focar em suas missões clássicas sem comprometer sua eventual independência. Sugiro também que eventuais perdas e ganhos de natureza fiscal ligados à atuação do BC sejam explicitamente levados em conta na determinação do saldo primário do TN, de forma a garantir a solvência do Estado a médio e longo prazo. Esta função de reação é uma âncora crucial para qualquer regime fiscal (a outra âncora importante sendo um limite à relação gasto público/PIB).

Por fim, cabe enfatizar que no período recente o maior problema para a saúde das contas públicas brasileiras não está na relação entre o BC e o TN, mas sim na extraordinária deterioração do saldo primário do governo a partir de 2014, que precisa ser urgentemente revertida, de forma estrutural e permanente.