



O PAPEL DOS DEPÓSITOS REMUNERADOS DO BANCO CENTRAL

COMENTÁRIO MACRO
NOVEMBRO, 2020



Na semana passada, o Senado Federal aprovou o projeto de lei permitindo ao Banco Central o acolhimento de depósitos voluntários remunerados (DVR) feitos por instituições financeiras. Com isso, o nosso BC poderia contar com instrumento que é hoje a forma mais importante de controle da liquidez no caso dos principais BCs do mundo. Adicionalmente, os DVR darão maior autonomia ao BC na administração da liquidez e podem facilitar um novo arranjo institucional no mercado monetário, com o TN trocando gradativamente as compromissadas por títulos públicos em mercado, dando mais transparência à dívida pública.

COMENTÁRIO MACRO

O Senado Federal aprovou, na semana passada, o PL 3.877/20, permitindo ao Banco Central (BC) o acolhimento de depósitos voluntários remunerados (DVR) feitos por instituições financeiras. De autoria do Senador Rogério Carvalho (PT-SE), foi relatado pela Senadora Kátia Abreu (Progressistas-TO). Além do ineditismo de termos um importante aperfeiçoamento institucional relativo à gestão monetária proposto pelo PT (no mesmo dia, o partido votou contra a autonomia do BC), registra-se também tratar-se de um projeto de lei de apenas três artigos, menos de uma página. E que pode permitir grandes transformações no mercado monetário e de dívida pública, envolvendo valores na casa do trilhão de reais.

Na exposição de motivos, a relatora destacou aspectos ligados aos benefícios trazidos pela criação do DVR. Em primeiro lugar, o nosso BC passa a contar com instrumento que é hoje a forma mais importante de controle da liquidez no caso dos principais BCs do mundo, como o Fed e ECB.

Na sua ausência, o nosso BC fica restrito ao uso das operações compromissadas, que têm a contrapartida do título público como lastro (ou garantia). O DVR, por sua vez, à semelhança do depósito compulsório, envolve apenas a transferência da reserva bancária da instituição financeira (banco) para o BC, sem envolver a transferência por este do título público como lastro da operação.

Ainda segundo a exposição de motivos do PL, a possibilidade de uso do DVR permitiria uma melhor comparabilidade da dívida pública brasileira no contexto internacional, uma vez que operações típicas do BC como compra/venda de reservas internacionais ou o manejo dos depósitos compulsórios acabam sensibilizando a dívida bruta, por envolverem variação na contrapartida monetária via operações compromissadas (que são parte da dívida bruta). Surgem daí distorções: vender reservas internacionais ou elevar os compulsórios seriam formas de diminuir a dívida bruta, gerando a percepção infundada de que poderiam se tornar em formas de, legitimamente, reduzir o endividamento público ou, pior, servir de base para mais gasto.

Na última administração do PT, a ideia de gastar reservas para abater dívida chegou a estar “em discussão”, como admitido pelo então ministro da Casa Civil, Jaques Wagner (Veja, 16/03/2016), de forma a protelar o ajuste fiscal. À mesma época, cogitou-se aprovar o DVR com o mesmo intuito, ideia que sofreu resistência por parte do BC e depois foi abandonada com o impeachment.

Frente a esse currículo pouco encorajador, seria o DVR mero artifício contábil para, como à época das pedaladas fiscais, artificialmente mascarar a situação das contas públicas? Entendemos que não. De acordo com a relatora, “Cabe ainda ressaltar que o projeto de lei em exame não tem a pretensão de resolver o desequilíbrio das contas públicas brasileiras. Mais do que uma questão de estoques, nosso desajuste fiscal é um problema de fluxo. De nada adiantará ajustar as estatísticas de dívida pública se o País não começar a registrar superávits primários e a aumentar sua taxa de crescimento econômico. Para isso serão necessárias reformas estruturais que possibilitem a redução das despesas obrigatórias como proporção do PIB, melhorem a eficácia e a eficiência de nosso sistema tributário, promovam maior

COMENTÁRIO MACRO

justiça social, estimulem os investimentos, reduzam o desemprego e promovam a elevação da produtividade da economia.” (Trecho do relatório do PL 3.877/20).

O triste episódio da destruição da nossa antiga âncora fiscal, a LRF, e a disseminação da contabilidade criativa e pedaladas que ocorreram entre 2010-2016 não precisaram do depósito remunerado para ocorrerem. E desde o impeachment, avançamos no aperfeiçoamento da institucionalidade fiscal, notadamente via teto de gastos e uma postura mais ativa dos órgãos de controle.

E, nesse sentido, criar o DVR conjuntamente com a aprovação da autonomia do BC reduz o risco de que seu uso pudesse estar associado à contabilidade criativa. E o DVR é instrumento que aumenta a autonomia do BC, permitindo que ele possa administrar a liquidez sem a dependência da existência de títulos públicos para tanto. É sempre bom lembrar que no passado recente tivemos um governo que, não obstante ter patrocinado fortíssimo aumento do endividamento para sustentar o gasto público descontrolado, cogitou não fornecer ao BC títulos públicos suficientes para gerir a liquidez via compromissadas, ameaçando a gestão da taxa básica de juros e o regime de metas de inflação.

O mesmo governo, de modo sistemático, também realizou resgates líquidos de títulos públicos, ano a ano. A diferença foi coberta com títulos públicos emitidos para a carteira do BC, que serviam de lastro para operações compromissadas, caracterizando financiamento indireto ao TN, em flagrante violação da Constituição. O BC nunca será realmente independente do Tesouro sem poder acolher o DVR. E o financiamento indireto do BC ao TN nunca poderá ser plenamente coibido se as compromissadas são a forma preferencial de administração da liquidez.

Até que ponto é possível diminuir as operações compromissadas e usar o DVR? Conceitualmente, o BC deveria usar o novo instrumento no manejo da política cambial ou de administração da liquidez. Se o BC vende reservas internacionais, deveria compensar a contração de liquidez via DVR, evitando o impacto de redução da dívida bruta. Se quer reduzir compulsórios, com o uso do DVR poderá evitar o efeito expansionista sobre a dívida.

Do ponto de vista operacional, há também que se considerar efeitos junto aos intermediários financeiros. Grande parte da liquidez da economia (e dos ativos financeiros) está concentrada nos fundos de investimento, e não nos bancos. Estes últimos são os únicos que são contrapartes do BC (com conta reserva bancária) e com ele realizam as operações compromissadas. Em grande parte, contudo, estas envolvem enxugar, indiretamente, liquidez junto aos fundos: esta é repassada aos bancos em troca do título público recebido do BC, com este recebendo do banco a reserva excedente que este recebeu do fundo.

Para os fundos, o título público é garantia de risco de crédito, é útil na sua gestão de liquidez e pode ser utilizado também como garantia de margem junto à bolsa. Não é trivial, assim, que passem a entregar seu caixa aos bancos sem o recebimento do lastro, caso as compromissadas fossem em grande parte substituídas pelo DVR. Assim, o espaço para que haja a substituição da compromissada pelo DVR seria limitado.

COMENTÁRIO MACRO

Contudo, ter o BC como principal fornecedor de lastro para que a indústria de fundos maneje sua liquidez de modo mais eficiente é mais uma jabuticaba brasileira que decorre da distorção criada pelo próprio volume excessivo das compromissadas, que em outros países têm proporção muito menor no passivo dos BCs. Quem deve ter o papel de suprir os investidores de títulos públicos é o próprio emissor, o Tesouro Nacional (TN), e não o BC, especialmente se este for independente.

O volume crescente de operações compromissadas no Brasil (hoje em R\$ 1,6 trilhão, ou 22,4% do PIB) levou o Banco Central ao longo do tempo a elevar a oferta de compromissadas mais longas, chegando até prazos de 9 meses. Com isso, ficou menos complexo manejar a liquidez diariamente para calibrar a taxa Selic na meta definida pelo Copom, o pilar do regime de metas de inflação. Recentemente, no contexto de encurtamento de prazos da dívida pública trazido pela incerteza fiscal, o BC limitou esse prazo para 3 meses.

Já nos EUA, o saldo das operações compromissadas é infinitamente menor (US\$ 232 bilhões ao final de setembro, pouco mais de 1% do PIB) e feitas tipicamente com prazo de um dia, como intuito de manejo da “Fed Funds rate”. Já o depósito remunerado é o maior passivo do Fed (cerca de US\$ 2,8 trilhões, ou 13,3% do PIB). Em 2013, o Fed autorizou que um grupo de cerca de 30 grandes fundos de “money market” (MMF) se tornassem suas contrapartes em “reverse repos” (compromissadas), de modo a tornar mais eficiente o processo de redução de seu balanço. Nos anos seguintes, esse grupo de fundos chegou a deter valores acima de US\$ 400 bilhões de “reverse repos” com o Fed. Mas foi expediente temporário, com gradual redução a partir de 2018 até perder relevância. Voltou a ser utilizado de maneira mais substancial em março deste ano, com a elevação do ambiente de aversão a risco após o início da pandemia da Covid19, mas voltando a zero com a normalização dos mercados nos meses seguintes.

Mesmo com o Fed tendo um volume de compromissadas no mercado relativamente pequeno, o mercado de “repos” nos EUA é gigantesco. Somente os MMF possuem cerca de US\$ 1,0 trilhão de repos, o que representa cerca de 20% dos ativos totais (US\$ 5,0 trilhões ao final de agosto último). Adicionalmente, possuem cerca de US\$ 2,4 trilhões em títulos públicos. O prazo médio dos ativos é de cerca de 90 dias.

Com o Fed tendo papel muito pequeno no mercado de repos (basicamente “overnight”), o Tesouro norte-americano oferta títulos bem curtos (as T-Bills), com prazos de até um ano (4 a 52 semanas), muito menores do que as LTN curtas ofertadas pelo TN no Brasil. O Tesouro lá é o grande supridor de lastro para o mercado monetário e não o Fed.

É possível pensar em um novo arranjo em que o TN passasse a emitir papéis mais curtos, passando a crescentemente ser o supridor de ativos de curto prazo para a indústria de fundos. Ao emitir mais, o TN elevaria o seu colchão de liquidez na conta única junto ao BC, tendo como contrapartida a redução das compromissadas, mantendo a dívida pública inalterada. Para tanto, teríamos que nos livrar de mais uma jabuticaba: o prazo mínimo dos fundos de renda fixa para fins tributários, medida absolutamente inócua na linha do “me engana que eu gosto”.

COMENTÁRIO MACRO

A redução das compromissadas, assim, não seria movimento artificial em que o BC atuaria meramente substituindo o estoque existente, transformando-o em DVR. Ao mesmo tempo, o BC continuaria a manejar a taxa Selic via compromissadas e usaria o DVR para neutralizar movimentos de política cambial ou reduções de compulsórios (ainda muito elevados no Brasil), otimizando os dois instrumentos.

Haveria, inevitavelmente, encurtamento do prazo médio da dívida pública em mercado, mas apenas refletindo a realidade. Hoje o prazo médio (46 meses) é viesado para cima, pois não inclui as operações compromissadas, que já respondem por cerca de um quarto da dívida bruta, com prazo médio de cerca de 14 dias. Caso estas fossem computadas, o prazo médio cairia para 34 meses. Ao longo do tempo, o aumento de caixa do TN poderia inclusive ser usado para reduzir a carteira de títulos do BC, melhorando nossos indicadores da dívida bruta no conceito do FMI, já que este computa toda a carteira de títulos públicos detidos pelo BC e não somente os que servem de lastro para as compromissadas.

Como resultado, teríamos uma estrutura da dívida pública mais curta, mas com maior participação da parcela junto ao mercado e diminuição da parcela detida pelo BC, com um retrato mais fiel à realidade, sem gerar questionamentos de financiamento monetário da dívida pública. O passivo do BC poderia gradativamente se concentrar no depósito remunerado, com as compromissadas passando a ter um papel paulatinamente menor, sem artificialismos. As operações compromissadas seriam crescentemente operacionalizadas pelo mercado, com o BC deixando de ter o peso que hoje tem nesse mercado.

O que ganhamos com isso? Sem dúvida não uma redução artificial da dívida pública, como pensou o PT ao propor o DVR ao mesmo tempo em que foi contra o teto de gasto e a própria autonomia do BC. Teríamos um BC mais autônomo para gerir a liquidez, sem depender de títulos públicos para tanto; uma dívida pública mais concentrada no mercado (e não no balanço do BC) e com perfil mais realista; e uma administração da política cambial e de compulsórios sem vieses perniciosos a depender de seu impacto na dívida pública.

Descontaminaríamos as decisões do BC de seus impactos na política fiscal, e evitaríamos a tentação de usar o BC para, indiretamente, financiar o TN. Um arcabouço que fortaleceria a separação entre as políticas monetária e cambial, a cargo do BC autônomo, de um lado, e a política fiscal e de dívida pública, gerida pelo TN, de outro. Muita coisa importante para um projeto de lei de apenas três artigos. Tomara que a Câmara dos Deputados aprove esse projeto, e a autonomia do BC, o quanto antes.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Leonardo Costa

Economista

Acesse asainvestments.com