



# **A AUTONOMIA DO BC E O DEPÓSITO VOLUNTÁRIO REMUNERADO**

**COMENTÁRIO MACRO**



A aprovação do projeto de lei que cria o Depósito Voluntário Remunerado (DVR) no Banco Central (BC), como alternativa ao manejo da liquidez, é um importante aperfeiçoamento institucional que coroa a autonomia da autoridade monetária do poder político, recém conquistada. O DVR torna o BC independente das emissões de títulos públicos para o manejo da liquidez, evitando constrangimentos já verificados no passado recente. Também dota o BC de um instrumento mais flexível do ponto de vista operacional, evitando ainda que movimentações nos compulsórios ou reservas internacionais tenham repercussão na dívida bruta. Tais aspectos são muito mais relevantes do que os efeitos que o seu uso possa a vir ter no nível da dívida bruta, os quais dependem de um conceito particular de mensuração. A melhora da nossa trajetória de endividamento público está atrelada às reformas estruturais e não a mudanças estatísticas.

# A AUTONOMIA DO BC E O DEPÓSITO VOLUNTÁRIO REMUNERADO

COMENTÁRIO MACRO



Na semana que passou, foi aprovado na Câmara dos Deputados o projeto de lei que institui a possibilidade de que o Banco Central (BC) acolha depósitos voluntários remunerados (DVR) dos bancos, com o projeto aguardando agora sanção presidencial e posterior regulamentação. Havíamos tratado do tema em comentário de 12/11/20, quando da aprovação pelo Senado, e julgamos oportuno abordá-lo novamente.

Entre a votação do Senado e a da semana passada, foi sancionada a autonomia do BC que torcemos seja mantida pelo STF. Com isso, teremos os diretores com mandatos fixos e com independência frente ao ciclo político. Queremos chamar atenção para a importância do DVR nesse contexto, já que ele complementa, sob a ótica operacional, a autonomia política recém aprovada. Esse aspecto é de longe mais importante do que um tema que tem sido tratado, a nosso ver, de forma inadequada e que é menos importante: o papel que o DVR teria na redução da dívida bruta. Vamos aos principais pontos.

**- Independência do BC frente ao Tesouro e ao financiamento da dívida pública:** No comentário acima citado, destacamos que o DVR garante a autonomia do BC na execução da política monetária frente à disponibilidade de títulos públicos, atualmente necessários para a administração diária da liquidez via operações compromissadas. No último governo do PT houve período em que o Tesouro Nacional ameaçou usar o não fornecimento tempestivo de títulos públicos ao BC, então regido por regra discricionária, como forma de pressionar a autoridade monetária a não praticar uma política monetária mais dura. Na ausência do título público como lastro, o BC não conseguiria calibrar a taxa Selic no nível da meta definida pelo Copom, levando a que a taxa efetiva ficasse abaixo do patamar definido pelo comitê, ameaçando o regime de metas de inflação.

Desde então houve um aperfeiçoamento legal importante. Com a lei 13.820/19, que mudou a forma de apuração e transferência do lucro do BC para o Tesouro, passou a haver obrigatoriedade de emissão tempestiva de lastro para a autoridade monetária sempre que sua carteira de títulos livres ficar em nível igual ou inferior a 4% do total. Contudo, sempre haveria o risco operacional a partir de uma mudança de legislação que alterasse tal obrigatoriedade, mostrando que a existência do DVR é a forma mais indicada para garantir uma gestão realmente independente da política monetária, mesmo após a autonomia política recém conquistada.

Ainda, a existência de uma grande carteira de títulos públicos no BC tornou possível, também no último governo do PT, o uso do financiamento monetário disfarçado do déficit público. Ao realizar emissões diretas de títulos para o BC, o Tesouro acabava tendo espaço para fazer emissões líquidas negativas para o mercado, deslocando posições em títulos públicos para as operações compromissadas, caracterizando o financiamento indireto do BC ao Tesouro. A enorme carteira de títulos públicos do BC gerou, assim, uma relação incestuosa entre a autoridade monetária e o Tesouro, em violação à proibição constitucional de que o BC financie o déficit público (A esse respeito, consultar o trabalho de Marcos Mendes “[Lei 11.803/2008 e a relação financeira Tesouro - Banco Central](#)”, IEPE/CdG, Texto para Discussão nº 32, fev/2016).

# A AUTONOMIA DO BC E O DEPÓSITO VOLUNTÁRIO REMUNERADO

COMENTÁRIO MACRO



No longo prazo, a situação ideal seria uma em que a carteira de títulos públicos do BC seja substancialmente menor do que é hoje, apenas contendo uma pequena posição para o ajuste fino da liquidez via compromissadas, com o excesso de liquidez estrutural sendo absorvido pelos depósitos bancários no BC via compulsório e, sobretudo, DVR. Estaria assim assegurada uma gestão da política monetária sem interferência do Tesouro, também impedindo este de se financiar indiretamente junto ao BC.

- **Independência na gestão das reservas internacionais:** Como também abordamos no comentário anteriormente citado, o uso da compromissada para calibrar a liquidez também gera incentivos errados do ponto de vista de gestão das reservas internacionais. Quando compramos reservas, a dívida bruta sobe; e ela se reduz quando as vendemos. O incentivo é então perverso: há viés para vender reservas internacionais pelo efeito de curto prazo de alívio nos números de endividamento, criando na prática situação em que se pode elevar gasto primário e, por meio da venda de reservas, evitar o impacto na dívida. A venda da reserva internacional financeira, indiretamente, a expansão do gasto (ou redução de impostos).

Na medida em que somente bancos podem comprar ou vender dólar spot nos leilões do BC, o DVR é o melhor instrumento para manejar as operações de esterilização ligadas ao manejo das reservas internacionais. Com isso, eliminam-se os incentivos errados na gestão desse importante seguro contra crises cambiais, assegurando novamente uma gestão mais autônoma para o BC, agora na política cambial.

- **Independência na gestão dos compulsórios:** De modo análogo, a decisão de alterar compulsórios bancários sempre foi constrangida pelos impactos no saldo das compromissadas e efeito consequente na DBGG. A redução de compulsórios é um dos pontos da agenda do BC e Febraban para a diminuição dos spreads bancários. Mas temos, ainda, compulsórios muito elevados (R\$ 439,9 bi ao final de abril/21, ou 5,7% do PIB). No caso do Federal Reserve, eles correspondiam a 1,0% do PIB ao final de 2019. E em março de 2020 o Federal Reserve optou em zerar a alíquota do compulsório, em troca de um manejo mais amplo da liquidez, seguindo diretriz que se iniciara em 2019, previamente à pandemia. O depósito compulsório, assim, é um anacronismo que deixa de ter sentido na presença do DVR.

No mesmo sentido descrito no caso das reservas internacionais, somente os bancos são sujeitos aos compulsórios. Uma nivelção dos nossos compulsórios aos padrões internacionais, ou mesmo a sua eliminação, teria na elevação do DVR uma contrapartida natural, novamente tornando tal medida independente de repercussões no saldo da DBGG.

- **Maior flexibilidade operacional:** Com o DVR, o BC ganharia um instrumento mais flexível e ágil para administrar a liquidez estrutural, com provável redução do custo. Isso também poderia envolver o uso do DVR com correção cambial em substituição ao swap. Hoje, os bancos entregam liquidez ao BC sendo remunerados pela Selic. Depois, eventualmente trocam essa remuneração pela correção cambial no leilão de swap. O DVR poderia simplificar esse processo com um depósito já referido à taxa cambial, com possível ganho de eficiência para o BC.

# A AUTONOMIA DO BC E O DEPÓSITO VOLUNTÁRIO REMUNERADO

COMENTÁRIO MACRO



- **Limites ao uso do DVR:** Se há boa parte das operações compromissadas que tem como contrapartida o caixa dos bancos, há uma parcela ainda mais expressiva delas que é detida, na prática, pela indústria de fundos de investimento. Os bancos que são “dealers” do BC repassam a ele caixa que recebem dos fundos (que tem os investidores finais como clientes) e o repassam ao BC. O título público em garantia é, então, repassado aos fundos que, na prática, são os tomadores finais da compromissada.

Para o fundo, ter um título público como garantia da operação mitiga o risco de crédito junto ao banco, além da possibilidade de sua utilização para cumprimento de margens junto à B3, entre outros usos. Dessa forma, não é óbvio que venham a se beneficiar da criação do DVR, o que poderia limitar o uso do instrumento. Não devemos, assim, imaginar que haverá uma rápida e intensa redução do saldo de compromissadas a favor do DVR.

Por fim, vale destacar a questão do impacto na DBGG do uso do DVR, o aspecto para nós que é o menos importante. Essa avaliação decorre do fato de que tal efeito só existe no conceito de DBGG utilizado no Brasil, uma vez que na nossa definição não há a contabilização integral da carteira de títulos públicos no ativo do BC, somente aquela que é contrapartida (lastro) das operações compromissadas (a esse propósito, consultar “O depósito voluntário no Banco Central e os diferentes conceitos de dívida pública”, nota técnica de Marcos Mendes feita para a XP Investimentos).

Em abril último, o BC detinha R\$ 1.963,7 bilhões (25,5% do PIB) em títulos públicos federais, valor muito superior aos R\$ 1.198,2 bilhões (15,6% do PIB) de operações compromissadas em seu passivo. A diferença de R\$ 765,5 bilhões (9,9% do PIB) é a chamada carteira livre do BC, que é excluída do conceito brasileiro de DBGG, mas não do FMI. Ou seja, no conceito FMI contabiliza-se toda a carteira de títulos do BC; no brasileiro, apenas aquela que lastreia as operações compromissadas.

**Tabela 1: Balanço do BCB - Abril/21 (R\$ Bilhões)**

Ativos		Passivos	
Reservas Internacionais	1,897.1	Compulsório	439.9
Títulos Públicos	1,963.7	Compromissada	1,198.2
Outros	641.7	Caixa Único do Tesouro	1,510.4
		Meio Circulante	339.9
		Outros	695.5
		PL	318.7
<b>Total</b>	<b>4,502.5</b>	<b>Total</b>	<b>4,502.5</b>

Fonte: BCB, ASA Investments

Operações que alteram a carteira livre do BC, como o manejo de reservas internacionais ou compulsórios, afetam o nível da DBGG no conceito Brasil, mas são indiferentes no caso da DBGG FMI. O mesmo ocorre com a variação do DVR se seu uso ocorrer em detrimento das compromissadas.

# A AUTONOMIA DO BC E O DEPÓSITO VOLUNTÁRIO REMUNERADO

COMENTÁRIO MACRO



No nosso entender, o uso crescente do DVR tornará superado o conceito Brasil de DBGG. Não fará sentido manter tal diferenciação frente ao padrão internacional. Nossa sugestão é que passemos a divulgar mensalmente a dívida bruta também no conceito FMI, permitindo que nos livremos de mais uma jabuticaba, o conceito DBGG Brasil.

Mas, com o DVR, por que manter uma carteira de títulos públicos tão grande no BC? Como dito acima, o desejável seria uma carteira muito menor, ligada apenas à operacionalização das compromissadas, que continuarão a existir. No caso do Federal Reserve, a posição de “reverse repos” (compromissadas) atinge atualmente cerca de US\$ 800 bilhões (3,7% do PIB ao fim de junho), contra US\$ 3,392 trilhões (15,7% do PIB ao final de maio) em “excess reserves”, o DVR deles. Se houvesse uma redução definitiva na carteira de títulos do BC teríamos uma efetiva redução da DBGG pelo conceito FMI.

Mas há uma limitação à redução da carteira de títulos do ativo do BC. Hoje, os títulos públicos na carteira do BC podem ser rolados automaticamente, inclusive os juros. Para que sua posição seja diminuída, o Tesouro teria que utilizar caixa para resgatá-los no vencimento, podendo ainda haver a alternativa de uma redução sem contrapartida financeira, reduzindo o PL do BC (alternativa prevista no art.8º da lei 13.820/19, mas até um limite mínimo em que o PL atinja 0,25% do ativo do BC).

A posição do caixa do TN é bastante expressiva (R\$ 1.510,4 bilhões em abril último, ou 19,6% do PIB), enquanto o patrimônio líquido do BC atingiu R\$ 318,7 bilhões (4,1% do PIB) na mesma data. Dada a limitação à redução do PL do BC, a maior parte da diminuição da carteira própria do BC exigiria uma conta única do TN de valor mais reduzido, o que remete aos motivos para o que o colchão da dívida, agora periodicamente divulgado, seja tão expressivo (R\$ 1.036 bilhões em maio). Para o mercado, essa posição de caixa robusta é garantia quanto às incertezas ligadas ao arcabouço fiscal e sustentabilidade da dívida pública.

Assim, a conclusão que queremos deixar é que o DVR deve ser lido como um importante instrumento de aperfeiçoamento da gestão da política monetária, cambial e creditícia, coroando a autonomia do BC frente ao TN e impedindo que este busque financiamento indireto junto à autoridade monetária. Mas os verdadeiros impactos na dívida pública, via redução da carteira de títulos do BC, só ocorrerão em contexto que a incerteza fiscal seja diminuída, via reformas estruturais e retorno dos superávits primários necessários para a estabilização e queda do endividamento. Não há mágica ou artifício contábil que possa substituir isso.



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Débora Nogueira**

Economista Internacional

**Leonardo Costa**

Economista

**Gabriel Braga**

Estagiário

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)