

08/06/2015 - 05:00

## Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento

Por **Felipe Salto e Leonardo Ribeiro**

Há coisas que só existem no Brasil e têm o doce sabor da jabuticaba e do samba. Já outras, como as chamadas operações compromissadas, têm o gosto amargo do subdesenvolvimento. A lógica da Selic elevada não se explica apenas pelo desajuste das contas primárias do setor público. Ela é também um resultado direto da má gestão da dívida pública total. Ela resulta da predominância de um equilíbrio ruim. Não é, como se imagina, um corolário do modelo de controle da inflação.

Em debate organizado na última segunda-feira (1º de junho), na FGV/EESP, discutimos os desafios do ajuste fiscal. Ficou claro que as despesas com juros também precisam ser atacadas tanto quanto o descalabro das contas primárias.

A taxa de juros nada mais é do que o preço pago pela liquidez, como ensinou Keynes na "Teoria geral do emprego, do juro e da moeda". Quanto mais altos os juros ofertados pelo Banco Central nas suas operações com títulos públicos, mais custoso fica manter dinheiro no bolso. Esse instrumento utilizado para controlar a quantidade de moeda na economia é a operação compromissada. É por meio dela que se garante o cumprimento da meta Selic.

### ***Mudança depende do aumento do superávit primário, mas também de melhor gestão da dívida do Tesouro e BC***

Depois de dois anos da promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em maio de 2000, o BC ficou proibido de emitir títulos próprios. Tal proibição pretendia evitar que a autoridade monetária financiasse o Tesouro, isto é, que emitisse títulos para enxugar uma expansão de liquidez decorrente de uma expansão fiscal.

Por essa razão, a política monetária tem de lastrear suas operações em títulos emitidos pelo próprio Tesouro, que compõem a chamada "carteira do BC". As operações compromissadas são realizadas com instituições financeiras, que ganham juros pré-fixados (com prazos que podem variar de 1 a 180 dias). Em abril de 2015, pelos dados da última nota de política fiscal do BC, sua carteira total era composta por R\$ 1,1 trilhão (19,9% do PIB) em títulos do Tesouro, dos quais R\$ 849,8 bilhões (15,1% do PIB) constituíam operações compromissadas com prazo médio de 27 dias. Ora, qual a explicação para uma dívida tão custosa e curta? Não é apenas o desajuste fiscal primário. É evidente: estamos diante de um equilíbrio ruim.

Essa dívida de 15,1% do PIB soma-se à dívida do Tesouro vincenda em 12 meses, da ordem de R\$ 559,5 bilhões (ou 10% do PIB) compondo um montante de 25,1% do PIB (ou 40,7% da dívida bruta). O efeito contágio desse perfil de dívida sobre a política monetária é brutal.

Fernando de Holanda Barbosa, em seu artigo "The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience", abordou essa questão de maneira direta: o mercado exige um prêmio de risco tão elevado para comprar os papéis do governo, que a taxa nominal de juros de curto prazo acaba ficando completamente descolada da taxa livre de risco somada à expectativa de inflação.

No palco internacional, também há operações compromissadas, que são conhecidas como "securities repurchase agreement" ou "Repo". De acordo com o Manual de Estatísticas de Finanças Públicas do FMI, essas operações correspondem à venda de títulos a um preço determinado com o compromisso de recompra.



Contudo, o montante de dívida nestas condições não encontra paralelo no resto do mundo nas proporções observadas no Brasil. Ao comparar alguns países da OCDE com o Brasil, vemos que suas dívidas compõem-se majoritariamente de papéis de prazo mais longo.

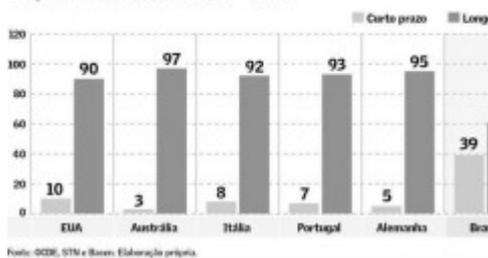
É fato que a participação das LFTs na dívida mobiliária federal caiu de 35,4%, ao final de 2006, para 20,1%, em abril de 2015. Contudo, quando incluímos as compromissadas nessa conta, vemos que a dívida atrelada à taxa Selic aumentou de 39,2% para 40,7% da dívida total no mesmo período. A verdade

é que o mercado se ajustou e foi buscar no "guichê" da autoridade monetária as taxas e o prazo que não encontrou no Tesouro. É seu dever enxugar o excesso de liquidez, mas a que custo? É possível tornar esse processo mais eficiente e justo economicamente, para dizer o mínimo.

O professor Yoshiaki Nakano escreveu, em artigo publicado no **Valor** ao final do ano passado: "O setor público está vivendo uma situação como se nós estivéssemos próximos a uma hiperinflação, pois mais de 40% da dívida pública mobiliária federal está sendo financiada diariamente no mercado de moeda e não no mercado de poupança, como deveria ser". Desde então, esse quadro só se agravou.

### Composição da dívida pública

Em países selecionados (2013) - em %



A mudança depende do aumento do resultado primário, mas também de uma melhor gestão da dívida do Tesouro e da dívida do BC. É verdade que, no instante inicial, o alongamento dos prazos das operações compromissadas e das LFTs representaria um aumento dos juros. Em um segundo momento, entretanto, as taxas mais baixas seriam aceitas pelo mercado, desde que um bom programa de ajuste fiscal primário fosse empreendido.

É preciso entender que há uma taxa de juros que satisfaz o mercado de títulos e outra que garante o controle da inflação. Enquanto o governo continuar a

oferecer juros elevados, seja com as LFTs seja nas compromissadas, o primeiro equilíbrio seguirá contagiando o segundo, isto é, os juros continuarão figurando em níveis excessivamente elevados. Com isso, não estamos negando a óbvia relevância dos juros para o controle da inflação. Defendemos, sim, a urgente ampliação de sua eficácia.

Não haverá crescimento enquanto o custo de oportunidade do investimento permanecer em 13,25% ao ano, ao lado da Rússia e da Ucrânia. Esse equilíbrio ruim não mudará se a lógica da Selic não for alterada, com o enfrentamento certo das onerosas operações compromissadas. Como diz a música de Noel Rosa: "Coisa nossa, coisa nossa".

**Felipe Salto é economista com mestrado em administração pública e governo e professor dos cursos lato sensu da FGV/EESP.**

**Leonardo Ribeiro é economista especializado em orçamento e finanças públicas.**