

# Dívida Pública e Administração de Liquidez

*O caixa do Tesouro é uma boa arma contra soluços de mercado, mas não serve para blindar a economia contra crises.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

7 de julho, 2005

É excelente a administração fiscal que vem sendo feita pelo Tesouro Nacional desde o final de 1998, quando se iniciou o esforço de geração de superávits primários que perdura até hoje. Esta postura fiscal tem viabilizado a queda da razão dívida pública líquida/PIB, hoje pouco superior a 50%. Aliado à melhora de outros indicadores macroeconômicos, como os significativos saldos dos balanços comercial e em conta-corrente do balanço de pagamentos, além da queda do endividamento externo (público e privado), a atuação firme do Tesouro Nacional tem permitido o fortalecimento de nossos fundamentos macroeconômicos. Isto tem robustecido nossa economia, tornando-a muito menos vulnerável a crises.

É freqüente encontrarem-se referências a um outro fator que pretensamente tornaria nossa economia menos sujeita a crises: o colchão de liquidez da dívida pública<sup>2</sup>, também chamado de “caixa do Tesouro”. Por exemplo, quando há poucas semanas teme-se que a crise política que então começava a eclodir viesse a contaminar a economia, um dos argumentos levantados para negar tal possibilidade foi o de que o Tesouro teria caixa superior a R\$150 bilhões, o que lhe permitiria manter-se por um longo tempo sem rolar a dívida pública.

Tais argumentos parecem fazer implicitamente analogia entre o Tesouro e uma empresa. De fato, se uma empresa endividada, mas disposta de um gordo caixa, vier a ter dificuldades em rolar sua dívida, ela pode simplesmente resgatar os títulos vencidos via a diminuição de seu caixa. O que é diferente no caso do Tesouro?

A resposta tem a ver com a administração de liquidez da economia, que é executada pelo Banco Central. Se, por conta de uma crise, o Tesouro se vir na contingência de só receber propostas muito desvantajosas nos leilões de seus títulos, ele pode, de fato, optar por resgatar os títulos vencidos. Ao fazê-lo, contudo, provocará aumento da base monetária. Isto ocorre porque a conta-única do Tesouro está localizada no Banco Central. Assim, quando o Tesouro resgata um título (ou faz qualquer pagamento), o Banco Central transfere os fundos da conta-única do Tesouro (que não faz parte da base monetária) para a conta do proprietário do título em algum banco. O crédito das reservas bancárias referentes ao resgate do título no banco onde o investidor tem conta aumenta a base monetária, o que pressiona a taxa de juros Selic para baixo.

Se o valor resgatado pelo Tesouro for grande em relação à base monetária<sup>3</sup>, a taxa Selic pode cair muito, colocando em risco a execução da política monetária, que, como se sabe, é realizada

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

<sup>2</sup> O “Informe Dívida”, publicado pelo Tesouro em dezembro de 2003, define o Colchão de Liquidez da Dívida Pública, parte da Conta-única do Tesouro Nacional, e analisa suas vantagens e funcionamento (vide [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes\\_da\\_Divida/informe\\_colchao.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/informe_colchao.pdf)).

<sup>3</sup> Como ilustração das proporções envolvidas, na terça-feira p.p., o Tesouro leiloou R\$ 10,7 bilhões, enquanto a base monetária tem oscilado em torno de R\$ 80 bilhões. Ou seja, o leilão desta semana montou a mais de 13% da base monetária, uma fração significativa.

via a fixação da taxa básica de juros, a taxa Selic. Pode parecer estranho que o BC tenha que intervir nesse caso para evitar a queda da taxa Selic, mas é fácil de entender. Supostamente, estaríamos em meio a uma crise, com os investidores muito avessos a rolarem a dívida pública. Se, nesse cenário, o BC deixasse a taxa de juros despencar, estaria jogando gasolina no incêndio, ao invés de tentar apagá-lo, como é sua função.

Ou seja, o BC se veria obrigado a “enxugar” a liquidez que o resgate dos títulos da dívida pública adicionou ao mercado. Isto é feito através de operações de curto-prazo, nas quais os bancos emprestam recursos ao BC lastreados em títulos da dívida pública. Normalmente, o BC provê remuneração próxima à taxa Selic para tais empréstimos que os bancos lhe concedem.

Portanto, se considerarmos o agregado BC + Tesouro, o que afinal ocorre é bem diferente do caso da empresa. Tal como a empresa, o agregado BC + Tesouro resgatou a dívida vincenda. Mas, bem diferente da empresa, o agregado BC + Tesouro voltou rapidamente à cena oferecendo aplicações de curto-prazo para impedir que a taxa Selic caísse. No final, o que o agregado BC + Tesouro fez foi trocar uma aplicação vincenda de prazo mais longo por aplicações no *overnight*.

Esta mudança pode ser até muito interessante. O documento do Tesouro já citado faz alusão “... à primeira semana de agosto de 2003, quando, devido às incertezas no processo de votação das reformas constitucionais, houve um aumento temporário nas taxas de juros futuras, que, a rigor, formam o preço de novas emissões do Tesouro Nacional. Novamente, em uma atitude prudente e elogiada por analistas de mercado, o Tesouro lançou mão de recursos do colchão, evitando, ao cancelar o leilão daquela semana, aumentar o custo de captação do Governo, em razão da simples volatilidade do mercado”.

Nos casos de soluços do mercado, como o acima mencionado, o colchão de liquidez é arma eficaz para evitar que o Governo pague juros ainda mais altos. No caso de crises de confiança, entretanto, a história poderia ser bem diferente. Para entender por que, consideremos de novo o agregado BC + Tesouro. O argumento de que o colchão de liquidez poderia tornar a economia mais robusta às crises não faz sentido para o agregado BC + Tesouro, uma vez que o BC sempre pode, salvo restrições legais, comprar toda a dívida pública via emissão monetária. Saber que a dívida pública pode ser monetizada não ajudaria a estancar uma eventual crise de confiança.

Em resumo, o colchão de liquidez é arma eficaz para a administração da dívida pública federal em condições normais de mercado. Sua grande utilidade é enfrentar a volatilidade normal dos mercados, evitando que o Tesouro se sujeite a pagar taxas de juros muito elevadas, o que ocorreria se não pudesse cancelar leilões desfavoráveis. Sempre que o Tesouro cancela um leilão, deixando de rolar a dívida vincenda, ele monetiza a economia e obriga o BC a enxugar a liquidez adicional.

A grande utilidade do colchão de liquidez não deve, contudo, ser exagerada, conferindo-lhe a capacidade de tornar a economia mais robusta a eventuais crises de confiança. Tudo que o colchão de liquidez pode fazer é suavizar a trajetória dos juros da dívida, mas não pode evitar um aumento brusco dos juros para fazer frente a uma crise de confiança. Para aumentar a blindagem contra crises não há outro caminho senão melhorar ainda mais nossos fundamentos econômicos.

Ao leitor que conseguiu chegar até aqui apesar da aridez do tema, agradeço, e prometo tentar voltar a tópico menos técnico da próxima vez.