

NOTA TÉCNICA

FONTES (REMANEJADAS) E USOS (RETARDADOS) DE RECURSOS FEDERAIS AO FINAL DE 2015

José Roberto R. Afonso
Marcos J. Mendes
Leonardo C. Ribeiro
Felipe S. Salto
Marcos A. Köhler

Fevereiro de 2016

FONTES (REMANEJADAS) E USOS (RETARDADOS) DE RECURSOS FEDERAIS AO FINAL DE 2015 *

JOSÉ ROBERTO R. AFONSO¹

MARCOS J. MENDES²

LEONARDO C. RIBEIRO³

FELIPE S. SALTO⁴

MARCOS A. KÖHLER⁵

RESUMO

A prática da chamada *contabilidade criativa* pelo governo federal, até 2014, levou a uma importante deterioração do quadro das finanças públicas no Brasil. Uma das ações mais preocupantes ficou conhecida como “pedalada fiscal” e foi denunciada pelo TCU ao julgar as contas daquele exercício financeiro. Trata-se do financiamento de despesas do governo (subsídios creditícios) pelos bancos públicos, tendo como resultado a geração de um passivo para o erário. Ao final de 2015, o governo anunciou o pagamento desses débitos que até então acumulavam R\$ 72,4 bilhões. O presente trabalho aponta, na visão particular dos autores, os novos engenhosos mecanismos orçamentário e financeiro que o governo precisou lançar mão para viabilizar aqueles pagamentos. Apesar de registrar dos maiores déficits primários e nominal de sua história em 2015, e ainda pagar aquele volume expressivo de despesas e dívidas assumidas nos exercícios anteriores, o Tesouro Nacional conseguiu fechar o ano passado com um saldo de caixa superior, em mais de duas centenas de bilhões de reais, aquele em que abriu o exercício. Essa façanha financeira só foi possível porque o Tesouro recebeu receitas crescentes e expressivas do Banco Central, muito a título de ganhos com a valorização das reservas cambiais, além de aumentar também as emissões da dívida mobiliária. O aumento das receitas financeiras foi crucial para viabilizar o pagamento daqueles gastos correntes e primários realizados até 2014 mas não contabilizados e pagos. Também benefícios previdenciários foram pagos em 2015 a custa das mesmas manobras orçamentárias atípicas. À parte o pagamento das *pedaladas* e as manobras atípicas com as fontes de recursos na gestão financeira, é crucial uma melhor compreensão e debate público do relacionamento entre Tesouro e Banco Central pela dimensão que já assumiu os fluxos entre as duas instituições e os possíveis reflexos na qualidade da política fiscal e da monetária.

**As opiniões contidas neste artigo são exclusivas dos autores e não necessariamente das instituições a que pertencem.*

¹ Economista, contabilista, pesquisador do IBRE/FGV, professor do mestrado do IDP, doutor e mestre em Economia pela UNICAMP e pela UFRJ, respectivamente.

² Consultor legislativo do Senado Federal, doutor em Economia pela USP.

³ Economista, assessor do senador José Serra (PSDB-SP) e especialista em contas públicas.

⁴ Economista, professor dos cursos Master da FGV/EESP e assessor do senador José Serra.

⁵ Economista, consultor legislativo do Senado Federal e assessor do senador José Serra.

Sumário

1. Introdução
2. O Colchão de liquidez, sua finalidade e o uso para pagar as pedaladas
3. O Padrão contábil internacional e a inadequação da legislação brasileira
4. O impacto econômico da operação
5. Conclusão

1. Introdução

No final de 2015, o Poder Executivo Federal remanejou fontes de recursos para quitar R\$ 72,4 bilhões de passivos junto a bancos públicos (pedaladas fiscais) e R\$ 80,4 bilhões de despesas da previdência. Com a frustração de receitas previstas no orçamento do ano, o governo não teve saída e precisou usar recursos poupados de outros exercícios. Os atos publicados e os registros contábeis realizados em dezembro não deixam dúvida de que o resultado do Banco Central, que pela Lei 11.803/08 é regularmente transferido ao Tesouro, possibilitou o pagamento dessas despesas primárias sem que fosse comprometido o colchão de liquidez que o Tesouro Nacional mantém para pagar a dívida pública.

No final do ano passado, faltavam recursos do orçamento para pagar os compromissos da previdência e as pedaladas fiscais. O Ministério do Planejamento, então, publicou as portarias da Secretaria de Orçamento Federal (SOF) nº 130, nº 138 e nº 143 remanejando R\$ 54,6 bilhões de recursos obtidos mediante emissão de dívida em exercícios anteriores (o colchão de liquidez) para pagar aquelas despesas: R\$ 21,1 bilhões para pagar parte das pedaladas e R\$ 33,5 para cobrir despesas da previdência.

Com essa transferência de recursos, passou a faltar dinheiro para pagar a amortização e juros da dívida mobiliária vincenda, já que os recursos do colchão de liquidez e da remuneração da conta única estavam alocados para essa finalidade. Para cobrir essa lacuna, foram utilizados os recursos de resultado do BC. No mesmo mês de dezembro, o governo pagou R\$ 50 bilhões de encargos da dívida com recursos da fonte 52 – Resultado do Banco Central. Essa transação não deixa dúvida de que os recursos retirados do orçamento da dívida para pagar as pedaladas e despesas primárias (previdência) foram substituídos por dinheiro do resultado do Banco Central.

A rigor não se “usou” diretamente o dinheiro vindo do BC para pagar as pedaladas. As pedaladas foram pagas com o dinheiro que seria usado para saldar juros e dívida. E a dívida foi paga com o dinheiro vindo do BC. Mas como dinheiro

não tem carimbo, o efeito final é que o resultado do BC custeou o pagamento das pedaladas e dos benefícios da previdência.

2. O colchão liquidez, sua finalidade e o uso para pagar as pedaladas

Dos R\$ 54,6 bilhões retirados do orçamento inicialmente previsto para pagar despesas com serviços da dívida, o governo utilizou R\$ 42,9 bilhões do colchão de liquidez.

É importante entender o que é esse colchão de liquidez. É usual que o Tesouro, em alguns momentos, venda mais títulos do que aqueles que estão vencendo. Com isso, acumula um caixa (o “colchão”), cuja contrapartida é o aumento da dívida pública junto ao mercado.

Isso é feito para que o Tesouro tenha margem de manobra nos eventos futuros de rolagem da dívida pública. Por exemplo, se em algum momento no futuro coincidir de a data de vencimento de uma parcela dos títulos públicos ocorrer em um dia de agitação do mercado, os juros exigidos para comprar papéis naquela data poderiam acabar sendo muito altos. No pior cenário, simplesmente, poderia até haver uma recusa do mercado financiar a dívida naquele dia. Dispondo de um caixa extra (o colchão de liquidez), o Tesouro não ficaria refém do mercado: poderia rolar apenas uma parte da dívida vincenda, não tendo que pagar os juros altos pedidos no dia de crise. Também não correria o risco de não dispor de liquidez para honrar a dívida vincenda no caso de o mercado se recusar a rolar a dívida.

O “colchão de liquidez” é, portanto, uma espécie de seguro feito pelo Tesouro. Ele vende mais títulos que o necessário e, portanto, fica mais endividado e paga mais juros do que o necessário para a simples rolagem da dívida vincenda. Em contrapartida, ganha margem de manobra para gerir a dívida sem risco de inadimplência ou de enfrentar picos de juros.

Ocorre que o Tesouro usou o “colchão de liquidez” para pagar as pedaladas e as despesas da previdência. Isso significa que ficou sem tal reserva para enfrentar momentos futuros de turbulência no mercado de títulos. Mais, esses

recursos não estavam disponíveis para serem alocados no pagamento de pedaladas. Eles estavam, na verdade, alocados ao pagamento de dívida e juros, mas como não se trata de dinheiro vinculado, isto é, carimbado, o governo fez uma realocação dessa fonte de receitas para pagar as pedaladas.

Teria, então, que fazer uma nova emissão de títulos, para recompor tal reserva. E, nesse caso, ficaria explícito que a dívida pública aumentou para financiar as pedaladas. Mas o Secretário do Tesouro disse, em sua apresentação à imprensa, que não haveria “a necessidade de nova emissão de títulos para recompor o ‘colchão da dívida’, uma vez que o montante de recursos nele depositados se manterá, após o pagamento, acima do limite prudencial de três meses de vencimento da Dívida Pública Federal”.

Ora, se mesmo gastando R\$ 42,9 bilhões do colchão, este continuou em nível adequado, então se conclui que o colchão estava maior que o seu tamanho necessário para enfrentar as turbulências do mercado de dívida. Nesse caso, o Tesouro estaria pagando juros desnecessariamente para manter um colchão muito grande. Teria contratado um “seguro” de valor maior que o necessário. Em tempos de aguda crise fiscal, isso parece despropositado. A alta qualidade técnica da gestão da dívida não nos permite supor que fosse este o caso.

A hipótese alternativa é de que haja outra fonte de recursos que não a de emissão de títulos do Tesouro irrigando esse tal colchão. Daí porque não seria necessário colocar mais dívida em mercado para recompor a reserva. E é aí que entra uma nova modalidade de contabilidade criativa. Esses recursos viriam do lucro do Banco Central transferido ao Tesouro. Mais especificamente, da parcela do lucro chamada de “equalização cambial”.

A portaria do Ministério do Planejamento nº 576, de 11 de dezembro, incorporou R\$ 103,0 bilhões no orçamento para pagar despesas com serviços da dívida. Tais recursos vieram, justamente, do resultado do BC.

A Lei 11.803/2008 determina que os ganhos ou perdas decorrentes da valorização ou desvalorização das reservas cambiais, decorrentes da oscilação na taxa de câmbio, devem ser transferidos semestralmente pelo BC ao Tesouro, e este deve usar o dinheiro para pagamento de amortização e juros da dívida pública. O problema é que essa regra de transferência de lucro contraria os preceitos básicos de prudência utilizados em contabilidade. Fossem tais regras respeitadas, aqueles R\$ 103,0 bilhões não deveriam ter sido transferidos ao Tesouro.

Isso porque os ganhos decorrentes da valorização das reservas não foram realizados pelo BC (pois ele não as vendeu) e, portanto, não são definitivos, porque em um sistema de câmbio flutuante, o real pode voltar a se valorizar, provocando perdas ao Banco Central.

3. O padrão contábil internacional e a inadequação da legislação brasileira

Dada essa possibilidade de que o ganho de hoje seja compensado por uma perda amanhã, a regra utilizada pelos principais bancos centrais do mundo, e recomendada pelos organismos internacionais é de que ganhos patrimoniais não realizados não sejam transferidos imediatamente pelos bancos centrais aos seus tesouros. A recomendação é que esse tipo de lucro seja guardado em uma reserva do BC para compensar futuras perdas, e que as transferências do saldo entre ganhos e perdas se faça de forma parcial e parcelada, ao longo do tempo.

Vejamos o que diz Kenneth Sullivan(2002), economist do Monetary and Exchange Affairs Department, do FMI:

“[There] can be a significant timing mismatch between the recognition and realization of central bank profits, raising the risk of a reversal of the recognition before the realization occurs. This risks **caution against the distribution of unrealized profits as dividends and advises the creation of appropriate buffers to enable the central bank to meet future losses.**”(grifo nosso)

É exatamente dessa forma que são tratados os ganhos contábeis não realizados do Banco Central Europeu, conforme Schwarz et al (2014):

“(...) **unrealised revaluation gains should not be distributed**;(...) they should be ring-fenced from distribution in a transparent manner(...). If the ECB incurs a loss, the general reserve fund may be used to offset it.”(grifo nosso)

Peter Stella (1997), do FMI, lembra que o GAAP [Generally Accepted Accounting Principles], por uma questão de prudência, recomenda um tratamento assimétrico aos ganhos e perdas não realizados: os ganhos devem ser guardados como provisão para compensar perdas futuras, e as perdas devem ser imediatamente reconhecidas. Alerta, ainda, que a transferência de ganhos não realizados do BC para o Tesouro é considerada, pelo manual de estatísticas do FMI (GFS – Government Financial Statistics) como um financiamento do BC ao Tesouro:

“GAAP [Generally Accepted Accounting Principles] call for revaluation losses to be charged to the profit and loss account when identified, but **gains acknowledged only when realized**. (...) The IMF’s GFS [Government Financial Statistics] requires that only cash based profits be included in government non-tax revenue. The GFS is quite clear in stating that **the proportion of central bank profit resulting from noncash sources is to be treated as central bank financing of government**.”(grifo nosso)

Temos, portanto, uma legislação permissiva no que diz respeito a transferências de lucros do BC para o Tesouro Nacional. A integral transferência dos ganhos com equalização cambial, determinada pela Lei 11.803/2008, não apenas desrespeita as recomendações internacionais como também representa um financiamento indireto do BC ao Tesouro, o que fragiliza o nosso regime fiscal, ao ampliar a capacidade de gasto do Tesouro.

Em contraposição a esse argumento poder-se-ia dizer que a transferência ao Tesouro de ganhos não realizados com as reservas seriam compensadas por transferências em sentido contrário, do Tesouro ao BC, quando houvesse perdas. Nesse caso teríamos apenas um jogo de compensação: quando o BC tivesse lucro com as reservas ele mandaria dinheiro para o Tesouro, e quando o BC tivesse prejuízo com as reservas, o Tesouro mandaria o dinheiro de volta. Mas não é isso o que acontece. Pela Lei 11.803/2008, os lucros do BC são enviados em dinheiro para o Tesouro, mas os prejuízos do BC são cobertos pelo Tesouro com o envio de títulos públicos à autoridade monetária.

Ou seja, o dinheiro que vai para o Tesouro não volta para o BC. Em um contexto de oscilação do câmbio, em que ora as reservas dão lucro (vai dinheiro para o Tesouro), ora dão prejuízo (vai título para o BC) o que se tem, com o passar dos anos, é um acúmulo de dinheiro no Tesouro correspondendo a um acúmulo de títulos no BC: um engenhoso mecanismo de financiamento disfarçado do Tesouro pelo BC.

E é justamente esse dinheiro, que não deveria ter sido transferido ao Tesouro Nacional (e sim mantido como reserva do Banco Central) que substituiu o “colchão de liquidez” da dívida pública, quando este foi usado para pagar as pedaladas.

Aí fica fácil pagar as pedaladas: o dinheiro que seria guardado como um seguro para pagar a dívida pública em um momento de turbulência é usado para pagar as pedaladas. E o dinheiro que vem do Banco Central passa a ser alocado recompor o colchão de liquidez.

Com esse procedimento, o Tesouro pagou as pedaladas e despesas da previdência, não reduziu outros gastos primários e preservou o colchão de liquidez. Tudo graças ao bilionário e indevido lucro que recebe do BC. Mais uma vez não se pode afirmar que o resultado do BC pagou diretamente as despesas primárias, mas a essência econômica da operação revela que o governo pode pagar despesas primárias sem comprometer o colchão de liquidez porque o dinheiro do BC estava “sentado no banco de reservas”, pronto para entrar em

campo no momento em que faltassem recursos para pagar amortização e juros da dívida pública.

Deve-se registrar que não é inédita a prática de amortizar dívida e pagar juros junto ao mercado com essa receita vinda do BC: de 2009 a 2015 o Tesouro Nacional usou intensamente esse expediente. A preços de 2015, foram utilizados no período R\$ 692,8 bilhões. Ao longo de 2015, mesmo com o Ministério da Fazenda sob nova direção, a prática não foi interrompida. Basta dizer que foram R\$ 123,0 bilhões, dos quais R\$ 50,0 bilhões em dezembro, conforme explicado anteriormente.

4. O impacto econômico da operação

O uso do resultado do BC para pagar as pedaladas ou outras despesas primárias é viabilizado pela Lei 11.803/2008. O procedimento adotado, portanto, não é ilegal, pois está sustentado na referida lei. Há, contudo, que se avaliar as consequências econômicas dessa prática.

Para tanto, pensemos na situação hipotética em que o Tesouro não tivesse em sua conta o dinheiro vindo do Banco Central. Nesse caso, para pagar as pedaladas de uma só vez, ele teria que emitir títulos da dívida mobiliária. Isso ficaria refletido imediatamente na estatística da Dívida Pública Mobiliária Federal. Emissão tão vultosa de títulos, em momento de incerteza econômica, só se viabilizaria se o Tesouro oferecesse ao mercado títulos de curto prazo e indexados à Selic. Portanto, a dívida não só aumentaria, como sofreria uma deterioração em seu perfil. Ficaria claro e transparente que a situação das contas do Tesouro se deteriorou em decorrência de descontrole das despesas primárias.

Passemos, agora, ao cenário em que o Tesouro usa o resultado do BC para quitar as contas pendentes. As estatísticas da Dívida Pública Mobiliária Federal não se alteram, nem no tamanho, nem no perfil. Mas ao pagar em dinheiro os débitos das pedaladas, o Tesouro injeta liquidez na economia. Como o Banco Central opera em regime de meta de inflação, buscando regular a liquidez para atingir a taxa meta da Selic definida pelo Copom, a autoridade monetária terá que ir ao mercado para retirar a liquidez injetada pelo Tesouro. Do contrário, o excesso de liquidez fará a taxa de juros cair abaixo da meta da Selic.

Para retirar a liquidez, o BC faz operações de curto prazo com o mercado, vendendo títulos públicos de sua carteira, com compromisso de recompra (as chamadas “operações compromissadas”). Ao fazê-lo, o volume de títulos públicos em mãos do mercado aumentará, elevando o valor da Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui não só a dívida do Tesouro mas também as operações compromissadas do BC.

Ao constatar que a dívida bruta aumentou, alguns analistas acham que está tudo ok: um aumento do déficit público (pagamento das pedaladas) levou a um aumento da dívida bruta. Mas não é indiferente trocar aumento da dívida mobiliária do Tesouro (no caso em que este não tivesse acesso ao resultado do BC) por aumento da dívida bruta (no caso em que o Tesouro tem acesso ao dinheiro vindo do BC).

No primeiro caso, o Tesouro estaria submetido a uma restrição orçamentária forte. Sem o dinheiro do BC, ele teria que optar por emitir dívida, cortar outras despesas primárias e com isso financiar as pedaladas ou, ainda, por parcelar o pagamento das pedaladas em várias prestações.

No segundo caso, quando o Tesouro tem o “dinheiro fácil” do BC nas mãos, a opção óbvia é por gastá-lo. Sequer se cogita fazer ajuste fiscal. Vai-se direto para a opção de aumentar o endividamento. Ao BC não resta alternativa que não seja sancionar o aumento da dívida bruta, indo a mercado resgatar a liquidez injetada pelo Tesouro.

Um dos fatores que nos levaram à forte crise fiscal que hoje vivemos foi, justamente, os graus de liberdade que os diversos procedimentos de contabilidade criativa deram ao Tesouro para expandir seus gastos: despesas não contabilizadas, atrasos nos pagamentos, dividendos em excesso pagos pelas estatais, etc. Tudo isso permitiu ao Tesouro apresentar à sociedade um retrato da realidade fiscal mais róseo que a realidade. O uso do resultado do BC para pagar as pedaladas tem o mesmo efeito, ao jogar para o BC o trabalho sujo de elevar a dívida pública.

Como efeito colateral, cria-se a impressão de que é a política monetária que está errada, ao fazer a dívida bruta crescer tão rápido pela expansão das compromissadas. Na verdade, é a capacidade do Tesouro em se financiar com

dinheiro vindo do BC que joga sobre a autoridade monetária a responsabilidade de enxugar a liquidez.

Por fim, vale registrar mais um efeito adverso. Ao fazer massivas operações compromissadas, o BC fica sem títulos em sua carteira. Por isso, precisa pedir ao Tesouro que faça uma espécie de aumento de capital do Banco, entregando-lhe títulos públicos, sem contrapartida financeira. Ao receber os títulos, o BC os registra em seu ativo, ao mesmo tempo em que lança um aumento no seu patrimônio líquido. Mas e se o Ministério da Fazenda se recusar a entregar tais títulos? O BC ficará sem instrumento para fazer política monetária. Isso, em tese, dá ao Ministério da Fazenda poder de pressão sobre o BC, minando a autonomia da gestão da política monetária.

5. Conclusão

A operação aqui analisada não é ilegal. Mas é inconveniente do ponto de vista da gestão econômica, ao aumentar o espaço do Tesouro para gastar.

A Lei 11.803/2008, que viabiliza esse tipo de operação, representou um retrocesso em relação aos aperfeiçoamentos das instituições fiscais feitos pelo país desde a década de 1980. Naquela época, foi muito importante separar as contas do Tesouro das contas do Banco Central. Para tanto, extinguiu-se a chamada “conta movimento”, através da qual o BC, por meio de emissão monetária, cobria todas as despesas públicas que o Banco do Brasil fazia em nome do Tesouro.

O que a Lei 11.803/2008 fez foi justamente andar na direção contrária à separação das contas de TN e BC. Ao intensificar a transferência de lucros não realizados do BC ao TN, a Lei tirou transparência das contas públicas e viabilizou um financiamento indireto do Tesouro pelo BC.

É preciso alterar a Lei 11.803/08 para rever as regras de transferência de lucros e prejuízos entre o Tesouro e a autoridade monetária. Isso vai diminuir o saldo de dinheiro à disposição do Tesouro para pagar a dívida e, com isso, será encurtada a margem de manobra para, através de um jogo de substituição de

fontes de recursos, expandir despesas que acabam sendo pagas por um resultado do BC que, pelos padrões internacionais de contabilidade, não deveria ser transferido ao Tesouro.

Do contrário, continuaremos em um sistema esdrúxulo em que uma política fiscal inadequada gera alto déficit público. Esse déficit leva à desvalorização da moeda. A desvalorização gera um lucro para o Banco Central. Esse lucro é usado para cobrir o déficit fiscal. Se este fosse um mecanismo legítimo, teríamos encontrado a fórmula do moto-perpétuo, e poderíamos gastar a vontade, sem qualquer consequência sobre a economia.

Na prática não é isso que acontece. O déficit do Tesouro e o seu financiamento pelo Banco Central pressionam a dívida bruta, deteriora as expectativas e mantém a economia presa em uma armadilha de alta inflação e baixo crescimento.

Não bastasse isso, o governo tem dado surpreendentes indicações de que pretende dar mais um giro na roda da fortuna. Considerando que os bancos públicos estão capitalizados e dispendo de liquidez, depois de receberem o pagamento das pedaladas, pretendem induzir esses bancos a ampliar o crédito. Afirmam as autoridades, em declarações à imprensa, que essa expansão de crédito não terá impacto fiscal, porque tal impacto já ocorreu com o pagamento das pedaladas.

Ora, a expansão do crédito na atual situação de estagflação somente irá colocar mais lenha na fogueira da inflação, aumentará o risco de inadimplência da carteira dos bancos públicos e forçará o BC a manter ou elevar os juros básicos. O impacto fiscal virá mais tarde, com a necessidade de capitalização dos bancos públicos, alvejados pela deterioração de suas carteiras de créditos.

5. Referências Bibliográficas

AFONSO, José Roberto R& Márcio Garcia. “Despedalar repedaland”. *Valor Econômico*. 2016.

FMI. “Government Financial Statistics Manual”. 2015.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/gfs.htm>

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. “Manual técnico do orçamento”. 2015.
http://www.orcamentofederal.gov.br/informacoes-orcamentarias/manual-tecnico/mto_2015_1a_edicao-150514.pdf

SCHWARZ, Claudia et al. (2014) “Why accounting matters: a central bank perspective”. European Central Bank. Occasional Papers 153.

STELLA, Peter (1997) “Do central banks need capital?”. IMF Working Paper 97/83.

_____ (2009) “The Federal reserve balance sheet: what happened and why it matters”. IMF Working Paper 09/120

SULLIVAN, Kenneth (2002) “Profits, dividends and capital: considerations for central banks”. LEG Seminar for Central Bank Lawyers



www.fgv.br/ibre

Rio de Janeiro

Rua Barão de Itambi, 60
22231-000 - Rio de Janeiro – RJ

São Paulo

Av. Paulista, 548 - 6º andar
01310-000 - São Paulo – SP