

Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais¹

Josué Alfredo Pellegrini²

Esta nota trata do uso das reservas internacionais. Recentemente, a discussão sobre o assunto explicitou três posições: usar parte das reservas no resgate da dívida pública, usar parte das reservas no financiamento de investimentos e não usar as reservas de modo algum. A intenção aqui é discutir os impactos fiscais imediatos de cada uma dessas opções. Antes, porém, comenta-se a estreita relação entre acúmulo de reservas e endividamento público.

I – Acúmulo de reservas internacionais com endividamento

As reservas internacionais subiram de US\$ 56,6 bilhões em abril de 2006 para US\$ 374,3 bilhões em abril de 2012, portanto, um expressivo aumento de 6,6 vezes³. Desde então, as reservas mantiveram-se basicamente nesse último patamar (US\$ 379,5 bilhões, em julho de 2018). Na ausência de superávits fiscais, a estupenda aquisição de reservas nesses anos foi financiada com endividamento.

Operacionalmente, o Banco Central atuou no mercado de câmbio para comprar os intensos fluxos de divisas que entravam no país, em um contexto de condições externas bastante favoráveis. A contrapartida da compra de reservas seria o aumento da liquidez da economia, já que as aquisições precisariam ser pagas em reais. Com o objetivo de evitar que o excesso de liquidez reduzisse a taxa Selic abaixo do nível considerado adequado para cumprir a meta de inflação, o Banco Central compensava a atuação no mercado de câmbio, retirando liquidez da economia por meio do aumento das operações compromissadas, o principal componente da dívida pública, depois da dívida mobiliária.

Algumas suposições e contas básicas permitem ver como evolui o processo descrito acima, de acúmulo de reservas com endividamento. Os dados relativos aos fatores de expansão e contração da base monetária informam o efeito monetário das operações externas dentre outros fatores, servindo como indicação aproximada do montante em real despendido (ou recebido) mês a mês com as compras (ou vendas, em alguns meses) de reservas pelo Banco Central, desde o início de 2006⁴. Considerando-se que esses montantes foram absorvidos por meio de operações compromissadas, corrigidas pela Selic, é possível saber como evoluiu a dívida pública resultante da compra de reservas.

A linha vermelha do Gráfico 1 mostra essa evolução. Em junho de 2018, o montante alcançou R\$ 1,28 trilhão. Nos primeiros anos, até 2012, o aumento se deveu sobretudo ao endividamento requerido para comprar os novos fluxos de divisas. Já nos anos seguintes, quando as compras líquidas já não ocorriam mais, o montante continuou subindo, agora por conta da incidência cumulativa da Selic na dívida pública.

Além de informar a evolução da dívida pública que financiou o acúmulo de reservas internacionais, o Gráfico 1 informa também a evolução do valor em real das reservas acumuladas. Esse cálculo, retratado na linha azul, inclui apenas as reservas adquiridas a partir de 2006, acrescidas da remuneração advinda da aplicação no sistema financeiro

¹ Esta nota enquadra-se na Resolução nº 42/2016, Artigo 1º, Inciso III, que fixa como uma das funções da IFI mensurar o impacto de eventos fiscais relevantes, especialmente os decorrentes de decisões dos Poderes da República, incluindo os custos das políticas monetária, creditícia e cambial.

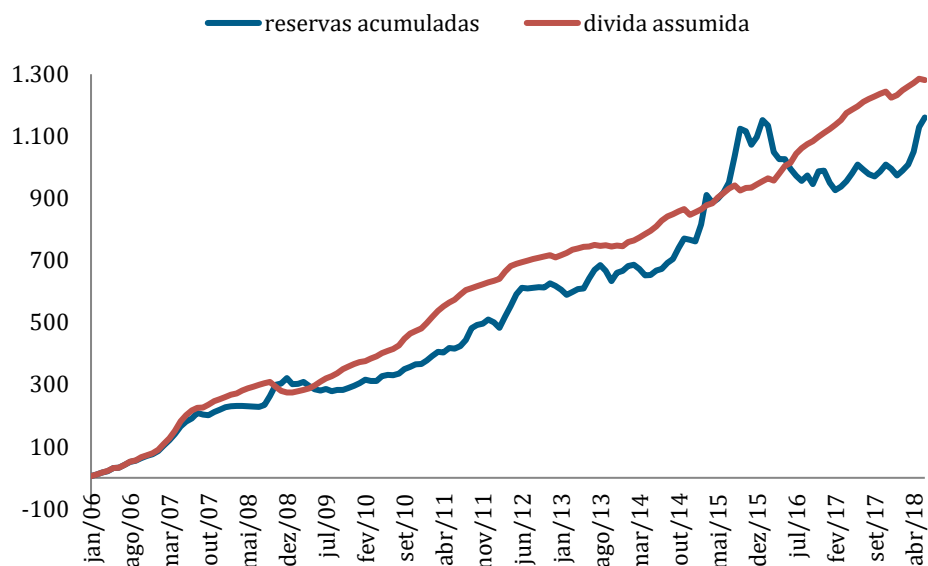
² Analista da IFI e Consultor Legislativo do Senado Federal.

³ Trata-se do conceito de caixa. A série pode ser encontrada na página eletrônica do Banco Central (<https://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehistresint.asp>).

⁴ Os fatores de expansão e contração da base monetária podem ser encontrados na página eletrônica do Banco Central (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

internacional⁵. Em junho de 2018, o montante alcançou R\$ 1,16 trilhão⁶. A evolução desse montante no período coberto permite ver o acúmulo de reservas advindo das compras feitas na primeira fase, ainda que a valorização cambial então verificada tenha diminuído o valor em real dessas reservas. Já de 2012 em diante, as compras caíram bastante, mas o valor em real das reservas continuou subindo diante da forte desvalorização cambial, ainda que tenha havido oscilações, notadamente no biênio 2015-2016.

GRÁFICO 1. RESERVAS ACUMULADAS E DÍVIDA ASSUMIDA PARA ADQUIRI-LAS – R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A comparação entre as duas linhas permite ver em cada momento se o valor das reservas (remuneração, inclusive) é inferior ou superior à dívida gerada para adquiri-la (Selic, inclusive). O Gráfico 2 mostra a diferença entre as duas variáveis. A dívida ficou quase o tempo todo acima das reservas, à exceção de alguns períodos marcados por forte desvalorização cambial, como na virada de 2008-2009, com a crise financeira internacional, e em 2015, com a crise política. Em junho de 2018, a dívida superou as reservas em R\$ 120,7 bilhões. É difícil antever se esse valor diminuirá ou aumentará. Mantido o montante de reservas, a projeção depende em grande medida da evolução futura da Selic e, sobretudo, da taxa de câmbio. Observe-se como a desvalorização cambial ocorrida entre abril e junho deste ano diminuiu a diferença para quase a metade.

⁵ O valor encontrado não corresponde à pura e simples conversão ao real do saldo das reservas internacionais existente em cada período. Foi calculado a partir do impacto monetário das operações externas feitas pelo Banco Central desde 2006, somado ao retorno das aplicações das reservas no mercado internacional. Esse retorno foi obtido com base no demonstrativo de variação das reservas internacionais divulgado pelo Banco Central. Inclui remuneração, variação por preço e variação por paridade. O demonstrativo pode ser obtido na página eletrônica do Banco Central, mesmo endereço indicado na nota de rodapé nº 1.

⁶ No mesmo mês, o saldo das operações compromissadas estava em R\$ 1,14 trilhão. Isso não quer dizer que o acúmulo de reservas foi o único responsável pelo saldo atual dessas operações. Esse saldo resulta dos efeitos gerados ao longo do tempo por um conjunto de fatores que atuaram tanto para aumentar, como para reduzir as compromissadas. Destaque para as variações do saldo da conta única do Tesouro, as operações com títulos públicos, os depósitos compulsórios, as operações com swaps cambiais e a demanda da economia por moeda. Ver, a propósito dos fatores determinantes das compromissadas, o Estudo Especial da IFI nº 2, disponível em nossa página eletrônica (<https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-estudos-especiais>).

GRÁFICO 2. DIFERENÇA ENTRE DÍVIDA ASSUMIDA E RESERVAS ACUMULADAS - R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A análise feita nessa seção procurou mostrar que o extraordinário acúmulo de reservas internacionais no período 2006-2012 foi financiado com dívida pública. Nos anos seguintes, mesmo com a redução das compras, a dívida passou a subir por conta da incidência da Selic. O valor atual em real das reservas adquiridas desde 2006 só não é muito inferior a essa dívida por conta da desvalorização cambial observada desde meados de 2011, curiosamente, já na fase final do período de acúmulo de reservas.

É preciso ter presente esse histórico quando se analisa o uso mais adequado das reservas. Elas custaram muito caro ao país, custo esse retratado pelo enorme impacto produzido sobre a dívida pública. Essa, por sua vez, alcançou o inédito montante de 77,2% do PIB, em junho de 2018 (Dívida Bruta do Governo Geral) e sobe mês a mês em função dos elevados déficits primários do governo central⁷. Embora a sustentabilidade da dívida não possa ser obtida sem a redução dos déficits, a existência de bons ativos (liquidez, retorno e adimplência) pode dar importante contribuição para o ajuste requerido.

II - Uso das reservas internacionais

Algumas sugestões a respeito do uso das reservas internacionais estão sendo apresentadas, em particular o uso no abatimento da dívida pública e o uso para formar fundo destinado ao financiamento do investimento.

II.1 – Uso para abater a dívida

A primeira alternativa consiste simplesmente em seguir o caminho inverso ao que se observou no período de acumulação de reservas, de 2006 a 2012. Conforme visto, na prática, a compra de reservas levava ao aumento da liquidez da economia que era, então, enxugada por meio do aumento das operações compromissadas. A proposta de uso para abatimento da dívida pública consistiria em vender reservas excedentes e resgatar operações compromissadas para recolocar na

⁷ O Relatório de Acompanhamento Fiscal da IFI de agosto (pg. 33-41) atualizou a projeção para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). No cenário básico, ela alcançará o pico de 84,1% do PIB, em 2023. Já no cenário pessimista alcançará 100% em 2026, sem a indicação de queda no horizonte coberto (http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545483/RAF19_AGO2018.pdf).

economia a liquidez retirada pela venda de reservas. Algo similar tem sido feito por meio do resgate antecipado dos créditos do BNDES junto ao Tesouro, com a contrapartida de redução dos títulos públicos em poder do público e das operações compromissadas.

Há, entretanto, algumas dificuldades para o uso das reservas desse modo. A primeira delas é a importância das reservas como seguro contra instabilidade cambial, causada por eventos externos e/ou internos. Além de servir para ajudar a debelar a instabilidade eventualmente presente, a existência das reservas reduz as chances de que a instabilidade ocorra. Com isso, garante-se um desempenho mais estável para a economia doméstica. Existem métricas que se propõem a informar o chamado nível adequado de reservas, vale dizer, o montante mínimo que o país precisa ter para que possa estar suficientemente seguro contra instabilidade. De acordo com algumas métricas mais conhecidas, parece haver de fato algum excedente no Brasil, o qual varia em função da métrica utilizada⁸.

A segunda dificuldade são os efeitos sobre a taxa de câmbio. Após alcançado um patamar satisfatório, as reservas foram acumuladas no período 2006-2012, em boa medida para evitar a forte valorização do real que ocorreria na ausência de intervenção no mercado de câmbio. Utilizá-las agora poderia gerar o mesmo problema. Por isso, se houvesse a opção pela venda de reservas, ela teria que ser feita de modo gradual e programado, sempre aproveitando janelas de oportunidade nas quais a existência de demanda extra por dólares absorvesse a oferta extra de dólares.

Essas janelas podem surgir por bons ou maus motivos. A retomada do crescimento econômico, por exemplo, traria essa demanda extra por dólares (aumento das importações, por exemplo); o aumento da incerteza econômica, também. O problema nesse último caso é desfazer-se de reservas em um momento de fragilidade da economia. O uso das reservas teria que ser feito com parcimônia, atuando juntamente com outros instrumentos que combatam a volatilidade, como os swaps cambiais. Nesse caso, o abatimento da dívida seria praticamente o efeito colateral benéfico da atuação do Banco Central no mercado de câmbio em períodos de incerteza econômica. A harmonia entre as políticas cambial e monetária seria facilitada pela existência de uma única autoridade responsável por essas duas políticas

A terceira dificuldade é a impossibilidade de se saber ao certo o melhor momento de vender reservas do ponto de vista estritamente fiscal. Conforme visto, as reservas trazem ganhos em períodos de desvalorização cambial que acabam mais do que compensando os custos de carregamento dessas reservas, dados pela Selic, remuneração das compromissadas. Basta ver o Gráfico 2 acima. O pior momento para venda seria aquele com a maior diferença positiva entre a dívida assumida e o valor em real das reservas acumuladas, enquanto o melhor momento seria o de maior diferença negativa. A venda, por exemplo, em meados de 2011 não seria interessante, pois o valor em real das reservas subiu bastante pelo menos até os meses finais de 2015. Já a venda ao final de 2015, teria sido mais interessante do ponto de vista fiscal.

Portanto, não é possível saber se, em determinado momento, os ganhos com a posse de reservas ficarão acima ou baixo dos custos no período seguinte, dificultando a decisão a respeito de venda. A dívida bruta com certeza diminuiria como efeito da redução das compromissadas, mas o efeito sobre a dívida líquida seria incerto. Como esse indicador de endividamento deduz as reservas, ele cai quando há desvalorização cambial e sobe em caso de valorização cambial.

Enfim, existe um conjunto de restrições que embora não impeça o uso das reservas para o abatimento da dívida, recomenda o uso criterioso, pelo menos enquanto a economia brasileira estiver frágil. A redução dos déficits primários, por exemplo, seria decisiva para diminuir as incertezas da economia brasileira, o que abriria espaço para a venda de reservas, seja pela menor necessidade de seguro contra crises cambiais por parte do governo, seja pelo estímulo ao crescimento econômico, em geral acompanhado de demanda extra por dólares.

⁸ O nível adequado indicado varia bastante em função do grau de conservadorismo embutido na fórmula de cada métrica. A do FMI, por exemplo, a chamada ARA (Assessing Reserve Adequacy), informa que as reservas estariam 50% acima do nível adequado (US\$ 128,5 bilhões acima), tomando-se os dados de março de 2018, último mês com informações disponíveis. Entretanto, o próprio Fundo trabalha com margem que vai de 100% a 150% da ARA. Considerando-se esse último percentual, as reservas estariam praticamente no nível adequado (US\$ 3 bilhões acima). Algum número intermediário pode ser uma boa referência. A respeito dessas métricas e do custo de carregamento das reservas ver o Estudo Especial da IFI nº 1 (http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1).

II.2 – Uso para financiar investimentos

O outro uso sugerido para as reservas internacionais é a concessão de empréstimos para que as empresas façam investimentos. Embora a proposta não tenha sido detalhada, a ideia, em linha gerais, parece ser a criação de um fundo para financiamento de investimentos, restritos ou não à infraestrutura, de propriedade da União, constituído com as reservas excedentes (acima do nível considerado adequado). As reservas seriam então progressivamente convertidas em reais no mercado de câmbio, e os recursos assim obtidos utilizados na concessão de empréstimos por via contratual ou então pela aquisição de papéis emitidos pelo setor privado.

Uma primeira questão suscitada pela proposta diz respeito à sua implementação, mais exatamente, à transferência das reservas ao Tesouro, já que elas estão no Banco Central. Desconsiderando-se a hipótese de expropriação ou de deixar a cargo do próprio Banco Central a concessão dos empréstimos, as reservas teriam que ser *compradas* pelo Tesouro Nacional, de algum modo. Entre as opções de pagamento estariam o saque da conta única do Tesouro no Banco Central, a transferência de títulos federais para a carteira do Banco Central ou a venda de títulos federais pelo Tesouro Nacional junto ao público e uso dos recursos captados para pagar o Banco Central.

Dessas três alternativas, apenas a primeira parece viável, com uma restrição importante. Grande parte do saldo da conta única não pode ser utilizado livremente, pois é proveniente de fontes com destino certo, não importando se esses recursos tiveram ou não o destino especificado no exercício em que ingressaram nos cofres públicos. Entre os destinos estabelecidos estão várias áreas de atuação do governo federal e o abatimento da dívida pública. O resultado positivo do Banco Central, por exemplo, depositado na conta única por força da Lei nº 11.803, de 2008, só pode ser utilizado no abatimento da dívida pública (art. 3º e § 3º do art. 6º). A remuneração da conta única, por sua vez, pode ser utilizada livremente.

Já a opção pela compra das reservas por meio da transferência de títulos públicos para a carteira do Banco Central parece ferir o art. 164 da Constituição Federal. Esse dispositivo veda o financiamento direto ou indireto do Tesouro pelo Banco Central. No caso em pauta, o Banco Central estaria financiando a aquisição de divisas pelo Tesouro. Seria como se o Banco Central, em vez de adquirir diretamente as reservas com recursos vindos do aumento das operações compromissadas, emprestasse esses recursos ao Tesouro para que esse comprasse as divisas no mercado de câmbio.

Quanto à opção da emissão de títulos públicos junto ao mercado, embora possa ser utilizada sem restrição, não faz muito sentido. Se o Tesouro estivesse disposto a se endividar para adquirir reservas que, em seguida, seriam vendidas para utilizar os recursos na concessão de financiamento, então seria mais prático utilizar os recursos obtidos com o endividamento, diretamente na concessão dos empréstimos, sem mexer com as reservas. Seria um procedimento muito similar ao utilizado com o BNDES de 2009 a 2014, que recebeu créditos do Tesouro na forma de títulos públicos (endividamento, portanto), e os vendia, em seguida, para obter os recursos utilizados na concessão de empréstimos a setores beneficiados.

Com base nos comentários acima, considere-se então a opção pelo saque da parcela do saldo da conta única de uso livre. Qual seriam os efeitos imediatos do emprego dessa opção para pagar o Banco Central? A primeira metade do Quadro 1 (situação sem recomposição de reservas) ajuda a responder essa pergunta. Na primeira coluna estão as denominações das contas movimentadas, enquanto as duas colunas seguintes informam se o saldo dessas contas no Tesouro e no Banco Central aumentaria ou diminuiria.

Em relação ao Banco Central, haveria redução das reservas pelo lado do ativo e diminuição do saldo da conta única pelo lado do passivo. Já quanto ao Tesouro, haveria troca de ativos: cairia o saldo da conta única e subiriam as disponibilidades em moeda estrangeira (a denominação *reservas internacionais* se restringe às divisas em posse do Banco Central). Não haveria impacto sobre a dívida bruta, nem sobre a dívida líquida, já que o resultado final líquido seria apenas a mudança de lugar das reservas.

Efetuada a transferência de parte das reservas ao Tesouro, a passagem destes recursos da União para o fundo não traria dificuldades, pois os recursos persistiriam como disponibilidades, só que em poder do fundo, de propriedade da União, e

não diretamente com a União. A mudança mais relevante ocorreria à medida que o fundo vendesse as divisas no mercado de câmbio e os recursos fossem utilizados na concessão dos empréstimos. Nesse caso, a alteração imediata seria a substituição de ativos do fundo (Tesouro, indiretamente) de disponibilidades por empréstimos concedidos, daí esses dois ativos estarem posicionados juntos na primeira coluna do Quadro 1. A venda das disponibilidades em moeda estrangeira e os empréstimos não afetariam imediatamente o Banco Central, nem a dívida bruta e a dívida líquida.

QUADRO I: SITUAÇÕES POSSÍVEIS EM CASO DE USO DE RESERVAS PARA FINANCIAR INVESTIMENTOS

	Tesouro	Banco Central	Dívida bruta	Dívida líquida
Situação sem recomposição de reservas			não muda	não muda
Conta única	diminui	diminui		
Disponibilidades/empréstimos	aumenta			
Reservas internacionais		diminui		
Operações compromissadas				
Situação com recomposição de reservas			aumenta	não muda
Conta única	diminui	diminui		
Disponibilidades/empréstimos	aumenta			
Reservas internacionais		não muda		
Operações compromissadas		aumenta		

Elaboração: IFI.

Quais as dificuldades a serem enfrentadas para que o fundo apresentasse os resultados esperados? A primeira, já discutida no caso de uso das reservas para abater dívida, refere-se aos efeitos sobre a taxa de câmbio da venda de reservas junto ao mercado. Se não fosse feita em períodos com demanda extra por divisas para acomodar a oferta extra, o Banco Central teria que readquirir essas divisas para evitar o impacto sobre a taxa de câmbio. Em uma situação extrema, as reservas seriam recompostas ao nível existente inicialmente, só que, agora, com aumento das operações compromissadas, em vista da necessidade de compensar o aumento da liquidez advindo da compra de reservas. Tanto as compromissadas, como as reservas voltariam ao montante existente antes da implementação da proposta.

Essa situação com recomposição de reservas está representada na metade de baixo do Quadro I. Em relação ao fundo (ou o Tesouro) nada mudaria, conforme se vê na respectiva coluna. Permaneceria com suas disponibilidades, agora já convertidas de dólar para real, ou empréstimos se os recursos já tivessem sido utilizados. Quanto ao Banco Central, as reservas voltariam para o nível em que estavam inicialmente (ou seja, não mudariam em relação à situação inicial), mas as compromissadas aumentariam. Tudo se passa como se as compromissadas tivessem financiado as disponibilidades do Tesouro. Vale dizer, a dívida líquida não mudaria (por enquanto, como se verá), mas a dívida bruta subiria na dimensão do aumento das compromissadas.

Enfim, se o Banco Central tivesse que recompor as reservas para evitar os efeitos sobre a taxa de câmbio, o resultado final também seria similar ao obtido quando o Tesouro concedeu créditos ao BNDES: aumento de ativos, financiados com endividamento. Só que agora, em vez de créditos junto ao BNDES, o ativo seria os empréstimos concedidos pelo fundo; e, em vez de dívida mobiliária junto ao público, o passivo seria compromissadas.

Em sendo esse o resultado final, não haveria necessidade de envolver as reservas internacionais, bastando recorrer ao procedimento já exercitado pelo menos desde 2009 com o BNDES. Não se está afirmando que o retorno desse tipo de relação com o Banco seria benéfico, o que exigiria avaliar em que medida essa estratégia foi bem-sucedida em alavancar os investimentos do país. A intenção aqui é mostrar que o objetivo inicialmente pretendido talvez pudesse ser melhor alcançado sem o envolvimento das reservas internacionais.

É preciso reforçar que o efeito da venda de divisas sobre a taxa de câmbio também estaria presente no caso da opção pela venda para uso no abatimento da dívida pública. Entretanto, nesse caso, a harmonia entre as políticas monetária e cambial seria alcançada com mais facilidade, pois a gestão da venda de reservas estaria a cargo do próprio Banco Central, responsável pelas duas políticas. Já no caso da gestão feita pelo fundo, a venda se daria em função da demanda por empréstimos, sem levar em conta os efeitos sobre a taxa de câmbio.

Em síntese, o possível efeito sobre a dívida bruta dependeria da necessidade de recomposição de reservas pelo Banco Central. Entretanto, haveria um outro possível canal de efeito sobre a dívida bruta e também sobre a dívida líquida. Trata-se do possível aumento dos juros líquidos devidos pela União se, ao longo dos anos, o retorno dos empréstimos concedidos não compensasse o retorno das reservas (caso sem recomposição das reservas), ou não compensasse a Selic, o custo das compromissadas (caso com recomposição de reservas). O aumento dos juros líquidos devidos eleva o déficit público e, dada a necessidade de financia-lo, eleva também a dívida bruta. Ademais, como o puro e simples pagamento de juros não resulta em novos ativos, a dívida líquida também sobe.

Na situação sem recomposição de reservas, a que compara empréstimos e reservas, há o retorno propriamente dito de cada ativo, mas, em relação às reservas, opera também o efeito da taxa de câmbio. O retorno em real advindo das reservas foi certamente muito baixo até meados de 2011, quando havia tendência de valorização cambial. Entretanto, essa situação deixou de ocorrer desde então, especialmente a partir do final de 2014, quando a taxa de câmbio passou a subir de modo acentuado, ainda que a correção tenha sido acompanhada de fortes oscilações⁹.

Mantida essa tendência de desvalorização cambial, ainda que menos intensamente, o retorno das reservas em real certamente superaria o retorno dos empréstimos, vale dizer, a troca de reservas por empréstimos elevaria os juros líquidos devidos pela União. Há que se considerar, por certo, que as reservas internacionais renderam muito pouco em dólar desde a década passada, fruto de taxas internacionais de juros em patamar ineditamente baixo. Entretanto, a tendência atual parece ser a de elevação dessas taxas nos próximos anos.

Outra variável importante a ser analisada é o retorno dos empréstimos concedidos. Os juros cobrados por esses empréstimos dependeriam das diretrizes da política pública que orientasse a atuação do fundo. Parece improvável, entretanto, que esses juros chegassem ao nível cobrado pelo mercado. Esse já disponibiliza, por exemplo, debêntures com remuneração adequada (CDI ou IPCA mais juro real) para o financiamento da infraestrutura, inclusive as incentivadas, com isenção de imposto de renda. Qual seria o sentido de oferecer empréstimos nas mesmas condições, seja com o uso das reservas, seja por meio do conhecido caminho do BNDES? Portanto, o mais provável é que a arquitetura final do fundo previsse condições mais favoráveis que as de mercado, implicando algum tipo de subsídio, a exemplo do que ocorre com boa parte dos ativos da União.

Há também a questão da inadimplência, fator decisivo na determinação do retorno do fundo. Não seria plausível esperar que o risco de perdas do fundo fosse equivalente ao das reservas, em grande parte aplicadas em títulos de governos e depósitos em bancos centrais¹⁰. A menos que as empresas financiadas fossem escolhidas entre as melhores, mas, nesse caso, a criação do fundo perderia parte do sentido, pois contemplaria empresas que provavelmente já seriam atendidas pelo mercado. Portanto, aqui novamente, é possível que, na estruturação final do fundo, o acesso aos seus recursos fosse estendido a um grupo maior de empresas, eventualmente as menos aptas a captar recursos por meio do mercado. Ainda

⁹ Considerando-se o período de janeiro de 2006 a junho de 2018, a Selic acumulada chegou a 272,1%, enquanto a desvalorização cambial foi de apenas 65,1%. Entretanto, a defasagem foi integralmente estabelecida de janeiro de 2006 a junho de 2011, pois de julho de 2011 a junho de 2018, a desvalorização cambial foi de 137,8%, contra 101,8% da Selic acumulada. Nos últimos dois meses, essa diferença deve ter se acentuado.

¹⁰ De acordo com o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais, março de 2018, pgs. 16-18, divulgado na página eletrônica do Banco Central, ao fim de 2017, 87,6% das reservas estavam em títulos governamentais e 8,5% em depósitos em bancos centrais e organismos supranacionais (https://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2018/03/relatorio_anual_reservas_internacionais_2018.pdf).

que existisse um fundo garantidor destinado a compensar as eventuais perdas, de nada adiantaria se os recursos desse outro fundo fossem provenientes majoritariamente da própria União.

Assim, conjugando-se os fatores acima considerados (desvalorização cambial, juros facilitados e inadimplência), o mais provável seria que a criação do fundo elevasse os juros líquidos devidos pela União ao longo dos anos e, por consequência, o déficit público, a dívida bruta e a dívida líquida. Em caso de recomposição de reservas pelo Banco Central, a criação do fundo trocaria ativos na forma de reservas internacionais corrigidas pela taxa de câmbio e com baixa ou ausência de inadimplência, por ativos na forma de empréstimos concedidos, com retorno abaixo da Selic e certo grau de inadimplência. Caso houvesse a recomposição de reservas, a comparação seria entre ativos na forma de empréstimos concedidos e passivos na forma de compromissadas. Nesse caso, a comparação seria mais direta, pois ambos os lados estariam em reais, mas novamente desfavorável aos empréstimos, por conta do baixo retorno e presença de inadimplência.

Essa experiência é bastante conhecida da União, pois existem vários tipos de fundos e programas financiados com aumento de endividamento (ou com recursos que poderiam reduzir o endividamento) e que pressionam continuamente o déficit nominal e novamente o endividamento. Os empréstimos concedidos pelo fundo proposto fariam companhia a uma série de outros fundos e programas que oferecem recursos em condições favorecidas, de acordo com critérios previstos nas respectivas políticas públicas. Entre eles, os fundos de desenvolvimento regional, os créditos concedidos pelo Tesouro ao BNDES, o passivo dos estados e municípios junto à União, o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES), o Fundo da Marinha Mercante e o Programa Minha Casa Minha Vida. No balanço da União, o saldo dos empréstimos e financiamentos concedidos chegou a R\$ 1,5 trilhão, ao fim de 2017.

Enfim, a implementação da proposta resultaria em aumento da dívida bruta na proporção da recomposição das reservas internacionais feita pelo Banco Central. Já a possível diferença entre o retorno dos empréstimos concedidos e o retorno das reservas ou o custo das compromissadas levaria ao aumento dos juros líquidos devidos pela União, acompanhado de acréscimos sucessivos da dívida líquida e novamente da dívida bruta. O resultado é similar ao que se observou com a política do Tesouro de concessão de créditos ao BNDES, financiados com endividamento. Sem entrar no mérito dessa política, se for para elevar ativos com endividamento, uma vez mais, que seja sem envolver as reservas internacionais.

É preciso que se observe, por fim, que mesmo que a proposta não resultasse em aumento da dívida bruta e líquida, os agentes econômicos provavelmente não avaliariam, do mesmo modo, ativos na forma de reservas internacionais e ativos na forma de empréstimos de longo prazo. Em que pese as dificuldades em se alienar montante mais relevante de reservas sem afetar a taxa de câmbio de modo significativo, a flexibilidade conferida à União pela posse de reservas seria superior à existente no caso de empréstimos de longo prazo. Aliás, o continuado e intenso aumento dos ativos ao longo dos anos foi um dos fatores que levaram à crescente importância do indicador de dívida bruta, em detrimento do indicador de dívida líquida, na avaliação da situação patrimonial da União.