

## **ESPECIAL: 'FANTASMA' DA VOLTA DO OVERNIGHT ENTRA NO RADAR COM DETERIORAÇÃO FISCAL**

Por Ernani Fagundes

São Paulo, 19/11/2020 - Atualmente, o chamado Overnight via Operações Compromissadas é um instrumento operado entre o Banco Central e os grandes bancos, imperceptível para a pessoa física. Ele serve para que o BC retire liquidez do mercado, e girou R\$ 1,39 trilhão em outubro. Mas em tempos de incertezas fiscais, ele volta ao radar como forma de rolar a dívida pública, que fica maior e com prazo menor.

No passado, o cenário de hiperinflação criava condições para que aplicações que hoje seriam vistas como exóticas tivessem alta demanda. Até 1991, o overnight fazia parte desse rol, ao corrigir, literalmente do dia para a noite, as aplicações dos investidores para alta dos preços - era uma forma de proteger o dinheiro do descontrole inflacionário. O Plano Collor II, que pôs fim à correção monetária da poupança, também deu fim ao overnight nestes moldes.

No entanto, a dívida pública brasileira próxima a 100% do PIB, nível alto para um país emergente, faz com que especialistas ponderem a chance de uma "volta" do chamado 'over'. Até setembro de 2021, 26% dos títulos do Tesouro hoje em aberto vão vencer, com volume financeiro de mais de R\$ 1 trilhão. O prazo médio da dívida pública interna encurtou de 4 anos em dezembro de 2019 para 3,63 anos em setembro último. O overnight seria uma maneira de 'rolar' essa dívida, ou seja, trocar os prazos de vencimento sem reduzir o montante devido.

"O Paulo Guedes outro dia exagerou um pouquinho ao falar da volta da hiperinflação, mas se você substituir a palavra por Overnight faz todo o sentido", diz o economista e analista independente da Ohm Research, Roberto Dumas, que é professor de MBA do Ibmec e da FIA e tem passagem pelo Itaú BBA. "O ministro da economia está falando do risco fiscal, avisando que se não tomarmos cuidado, com a dívida do Tesouro encurtando a cada dia, tudo vai acabar no Overnight, e voltamos para a ciranda financeira das décadas de 80 e 90 do século passado."

Dumas acredita que essa volta é pouco provável, mas que a chance existe. O BC, segundo ele, tem instrumentos para evitá-la, embora isso não dependa só da autoridade monetária. "O problema é a política, não é economia. Se furar o teto de gastos, todo mundo pode ir para o dólar, que pressionará as expectativas de inflação. O BC já deveria ter subido os juros, a Selic está fora do lugar. Mas ao subir os juros, o BC já sabe que o País não vai crescer em 2021", aponta.

O professor acredita que o País já vive a chamada "dominância fiscal", em que as contas públicas desajustadas apagam os esforços de política monetária para estabilizar a moeda. Para Dumas, este cenário pode existir mesmo que o Banco Central eleve os juros. "A alta dos juros pode assustar ainda mais os investidores, que acabam indo para o dólar e retroalimentando a

inflação. E se não subir os juros, diminui o interesse de comprar títulos públicos e o investidor também vai para o dólar", alerta.

Na avaliação de Mauro Morelli, estrategista da Davos Investimentos, não há risco de inflação alta, mas a volta do Overnight é uma possibilidade a partir do momento em que a dívida romper a barreira psicológica de 100% do PIB. "O Overnight é um sintoma do descontrole fiscal, da mesma forma que a hiperinflação era outro sintoma de um descontrole fiscal sério no passado", diz.

Mas Morelli acredita que após o segundo turno das eleições municipais, o Congresso deve ser chamado a encontrar soluções para as contas públicas. "Com o segundo turno das eleições municipais, deputados e senadores ainda estão em suas bases, mas terminado o primeiro turno, já começa a ter alguma movimentação no Congresso", argumenta.

Na opinião dele, a cada dia o cenário fiscal "piora um pouquinho" mais. "O Congresso só encontra saída diminuindo despesas ou aumentando a receita, ou fazendo os dois ao mesmo tempo, corte de gastos e aumento dos impostos. Não há saída fácil", afirma.

Sem uma solução fiscal para o Orçamento de 2021, Morelli diz que a elevação dos juros é certa. "Nesse cenário, o investidor mais conservador vai buscar ativos atrelados à inflação para ter algum ganho em juros reais, mas não vai ter muita liquidez. Já para outros investidores, propensos ao risco, vai se buscar algum tipo de proteção em dólar ou derivativos, ou em fundos internacionais com ações nos Estados Unidos e na Europa", diz.

#### Contraponto

Para o economista-chefe da gestora Galápagos Capital, Gino Olivares, o cenário mais provável não é de volta da inflação, mas do crescimento baixo. Na visão dele, o BC deve retirar o "Forward Guidance" na reunião de janeiro do Comitê de Política Monetária (Copom) caso o Congresso não tome medidas para controlar os gastos. A alta da Selic viria depois.

"Quando o BC aumentar os juros, a curva vai abrir, colocar prêmio (para os investidores). Daí o risco não é de inflação alta, é de o crescimento do País colapsar e entrarmos em depressão", aponta.

Olivares considera, porém, que o risco de uma inflação de dois dígitos no Brasil é muito baixo diante do cenário internacional. "São crises de baixo crescimento. No mundo, a inflação é zero. O cenário externo é uma grande âncora desinflacionária", pondera ele. "O risco muito mais tangível é esse País (o Brasil) crescer ainda menos. A depressão seria o principal problema."