

Juros, outra vez e novamente

O “nó górdio” da questão fiscal que o governo Lula terá de desatar é controlar o gasto catastrófico com juros

Por Luís Carlos de Magalhães

Valor, 01/02/2023

Em artigo recente, André Lara Rezende (**Valor**, 26/12) defende que existe uma despesa pública “ausente” no debate fiscal brasileiro: o serviço de juros e seu impacto na trajetória da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). No final de 2022, essa métrica da dívida pública - que expressa o estoque de títulos federais em mercado - respondia por 69,57% da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Por sua vez, a DBGG é o indicador de endividamento público adotado pelo mercado financeiro para monitorar a sustentabilidade da dívida pública.

Portanto, é importante analisar, ainda que brevemente, os determinantes da dinâmica DPMFi para compreender que um ajuste fiscal baseado somente na compressão dos gastos primário é insuficiente - se não for considerado o componente financeiro decorrente do serviço de juros. Por prudência, optamos por examinar a evolução da DPMFi entre 2011 e 2019, em razão das diversas medidas fiscais implementadas a partir de 2020 para combater efeitos econômicos da pandemia de covid-19. Como se sabe, as finanças públicas são pródigas em apresentar “esqueletos” inesperados.

Os Relatórios da Dívida Pública do Tesouro Nacional apontam um aumento contínuo do estoque da DPMFi, passando de R\$ 1,603,9 para R\$ 3,728 bilhões entre 2011 e 2019. Isso representa, em termos nominais, uma variação de 132,6% - contra uma inflação acumulada de 66,4% no período, medida pelo IPCA. Vale destacar que o estoque da DPMFi cresceu mesmo nos anos em que houve maior montante de resgates do que emissões de títulos. A razão disso é que o serviço de juros da DPMFi sempre superou o saldo positivo de resgates menos emissões. O acréscimo de R\$ 2,125 bilhões no estoque da DPMFi decorreu do saldo líquido dos juros apropriados - juros reais e correção monetária - pelo carregamento de títulos federais em carteira no mercado.

Países que passaram por sérios problemas fiscais por causa da crise de 2008 tiveram gasto com juros muito menor

Desse modo, a dinâmica de crescimento da DPMFi ocorreu pela incorporação do serviço de juros nominais, inclusive quando se apurou superávit primário corrente no período. É evidente que a reversão dos superávits primários, a partir de 2014, impactou negativamente a dinâmica de crescimento da DPMFi. No entanto, mesmo com déficit primário, foi possível observar resgate líquido positivo com uso dos recursos da Conta Única em 2016 e 2018.

Na análise dos relatórios do Tesouro Nacional, chama atenção o crescimento quase ininterrupto das disponibilidades da Conta Única, entre 2011 e 2019 (com exceção de 2014).

Os depósitos passam de R\$ 475,6 milhões para R\$ 1,438 bilhão, o que significa um crescimento nominal de 202% no mesmo período, muito superior à variação do IPCA e mesmo da DPMFi. A Conta Única se expandiu, inclusive, nos anos em que se apurou déficit primário. E a questão que se coloca é: por que não se utilizou maior volume de recursos da Conta Única para acelerar o resgate de títulos?

A explicação plausível é que acelerar o resgate de títulos implica aumentar a liquidez da economia. A expansão da liquidez dificulta atingir a taxa Selic necessária para as expectativas convergirem para a meta de inflação, em um contexto de relativa ineficiência da política monetária e da convenção conservadora sobre os juros que vigora no mercado financeiro. Portanto, o resgate de uma quantidade maior de títulos da DPMFi resulta na expansão das operações compromissadas, que têm prazo médio mais curto e remuneração praticamente idêntica a uma Letra Financeira do Tesouro (LFT), título indexado pela taxa Selic.

Como consequência, temos que a gestão da liquidez - na presença de uma taxa Selic estruturalmente elevada - representa uma trava para uma política mais agressiva de resgates de títulos da DPMFi, pois dificulta a gestão das reservas bancárias por parte do Banco Central. Isso ocasiona problemas adicionais, no caso brasileiro, de coordenação entre a política monetária e fiscal, em razão do trade-off entre os custos financeiros e o encurtamento de prazos no resgate da dívida pública, por meio da expansão das operações compromissadas. De qualquer forma, o aspecto relevante é que esses fatores condicionantes do crescimento da DPMFi - e, portanto, da DBGG - não têm a ver com a evolução das despesas primárias.

Sempre se pode argumentar que o componente financeiro do problema fiscal brasileiro decorre do próprio crescimento descontrolado das despesas primárias. Essa “gastança” exigiria o pagamento de juros maiores para os agentes privados que financiam a DPMFi. Entretanto, esse argumento é questionável, pois houve períodos em que se observou, superávits primários sistemáticos - ainda assim a taxa Selic permaneceu suficientemente elevada para o serviço de juros continuar pressionando o crescimento da DBGG.

Ademais, países que passaram por sérios problemas fiscais por causa da crise de 2008 apresentaram serviço de juros muito menor. A Grécia, por exemplo, incorria num serviço de juros líquidos de 2,74% para uma DBGG de 185,61% do PIB em 2019. Para o Brasil, os mesmos indicadores eram de 4,27 % e de 88,94%, respectivamente, no mesmo ano. O que surpreende ainda mais é que a taxa Selic média atingiu 4,4% ao ano em 2019, o menor valor da série histórica, e mesmo assim o serviço de juros continuou pesando desproporcionalmente mais no Brasil.

Enfim, o serviço de juros da dívida pública brasileira continua sendo uma anomalia, fora do padrão internacional. E esse é o “nó górdio” da questão fiscal que o recém-instalado governo Lula vai ter que desatar: controlar o gasto catastrófico com juros. Essa tarefa vai exigir uma agenda de reformas complicadas - em razão dos grupos de interesse envolvidos - que altere o arranjo institucional da gestão da dívida pública e sua governança. Mas é inadiável que essa agenda de reformas esteja presente no debate público, pois são necessárias para que o Brasil escape da armadilha do baixo de crescimento.

Luís Carlos G. de Magalhães é técnico de Pesquisa e Planejamento do Ipea. As opiniões expressas aqui não representam a da instituição que o autor é filiado.

