

CARREGO: JUROS OU PRIMÁRIO?¹

Edmar Bacha²

PREÂMBULO

Em *Inflação e crises: o papel da moeda* (Elsevier, 2015), Affonso Celso Pastore analisa os principais episódios da economia brasileira ligados à inflação e enfrentamento de crises, desde o PAEG em 1964 até a reação à crise internacional de 2008. Em “Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica” (Em: E. Bacha (org.), *A crise fiscal e monetária brasileira* (Civilização, 2016: 431-448)), Pastore estende a análise dessas questões até 2016, com foco na sustentabilidade da dívida pública. São dois marcos que confirmam a dominância de Pastore na análise dos problemas macroeconômicos do país.

Em nome de uma amizade que data do início da década de 1970 no instituto de pesquisas do IPEA, homenagem Pastore com uma reavaliação dos papéis dos juros e do déficit primário na composição do déficit nominal do setor público brasileiro.

MOTIVAÇÃO

O déficit nominal do setor público foi de 7,1% do PIB em 2018. Destes, 1,6% se deveu ao déficit primário e 5,5% aos juros.

Caso seja aplicada a proposta deste texto para uma contabilização alternativa do carregamento dos ativos do setor público, o quadro muda de figura:

- A conta de juros cai de 5,5% para 3,7% do PIB
- E o déficit primário sobe de 1,6% para 3,4% do PIB

Ou seja, em vez de a conta de juros ser 3,5 vezes o déficit primário, na alternativa proposta a conta de juros seria apenas 9% superior ao déficit primário.

¹ Preparado para seminário em homenagem aos 80 anos de Affonso Celso Pastore, no Centro de Debates de Políticas Públicas (CDPP), São Paulo, 6 de junho de 2019. Sem implicá-los nos resultados, agradeço comentários e sugestões de Alkimar Moura, Arminio Fraga, Carlos Kawall, Carlos Viana, Eduardo Loyo, Ilan Goldfajn, Marcos Mendes, Pedro Malan, Persio Arida, Rogerio Werneck e muito especialmente de Fernando Rocha, Joailson Santos e Luiz Queiróz.

² Sócio Fundador e Diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças.

Reduz-se, assim, o foco na redução da taxa Selic por motivos fiscais e coloca-se o foco na redução do carregamento dos ativos governamentais, internos e externos.

EXPLICAÇÃO

O carregamento ou custo de carregamento dos ativos do setor público refere-se à diferença entre os juros recebidos pelo governo por esses ativos e os juros que ele economizaria caso os vendesse e usasse os recursos para reduzir a dívida pública.

Por exemplo, o carregamento dos empréstimos do Tesouro ao Bndes é a diferença entre os juros que o Tesouro recebe do Bndes por esses empréstimos e os juros que ele paga na dívida pública que “lastreia” esses empréstimos.

O carregamento das reservas internacionais do Banco Central é a diferença entre os juros que o Bacen recebe pelas reservas (excluída a variação cambial, que é computada à parte) e os juros da dívida pública que “lastreia” essas reservas.

Associado ao carregamento das reservas internacionais está o resultado das operações de swap cambial do Banco Central, o qual pode ser positivo ou negativo – e também faz parte da conta de juros líquidos do setor público.

Nas estatísticas do déficit público do Bacen (com a exceção que se discute mais adiante) o carregamento pertence à conta de juros. Na proposta deste texto, ele passaria a constar do déficit primário.

JUSTIFICATIVA

A remoção do carregamento da conta de juros e sua adição ao déficit primário reconhece que uma coisa é o papel da taxa Selic e da correspondente estrutura a termo da taxa de juros no déficit público, outra coisa é o custo do carregamento dos ativos do governo. Com certa liberdade semântica, abrangemos no conceito de custo de carregamento de ativos também o resultado das operações de swap cambial.

Dito de outro modo, uma coisa é o excesso de gastos sobre a arrecadação que resulta – ou deveria resultar – do processo orçamentário, e outra coisa é a conta de juros que resulta da interação entre o estoque de dívida e a política monetária.

A estatística oficial sugere a necessidade de um esforço extraordinário da política monetária para reduzir o peso dos juros no déficit público. Mas a realidade é distinta. O problema que requer atenção é de natureza parafiscal.

Trata-se dos custos da manutenção de empréstimos ao BNDES e das reservas internacionais, entre outros ativos, os quais poderiam ser abrandados por uma redução da taxa Selic mas que em princípio deveriam ser tratados em seus próprios méritos.

Para caracterizar estatisticamente essa realidade, a proposta é retirar o carregamento da conta de juros e adicioná-lo ao déficit primário, pois se trata ou de subsídios a empréstimos internos ou de prêmios de seguros contra crises externas, que são da mesma natureza que outros itens no orçamento.

DIGRESSÃO ANALÍTICA

A proposta explicita o custo do carregamento, mas obviamente não altera a sensibilidade do déficit nominal a variações na taxa de juros da dívida. Em bom economês, a derivada parcial do déficit nominal (como proporção do PIB) em relação à taxa de juros da dívida continua sendo o valor da dívida bruta (em relação ao PIB). No final de 2018, a dívida bruta do setor público foi igual a 89,4% do PIB, como se vê na Tabela 1. Isso quer dizer que cada ponto percentual de redução da taxa de juros da dívida reduz o déficit nominal como proporção do PIB em aproximadamente 0,9 ponto percentual. Esse valor não se altera quando o carregamento é transferido da conta de juros para o primário.

Para deixar isso claro, seja N o déficit nominal, P o primário tradicional, J a conta de juros tradicional. Então:

$$N = P + J$$

A conta de juros tradicional é igual a soma dos juros pagos pela dívida menos os juros recebidos pelos ativos³:

$$J = j.D - i.A$$

onde i é a taxa de juros sobre a dívida; D , o valor da dívida; i , a taxa de juros sobre os ativos; e A , o valor dos ativos.

Logo, na estatística tradicional:

$$N = P + [j.D - i.A]$$

onde a conta de juros está entre colchetes.

A proposta em consideração consiste em remover o carregamento, definido como $(j-i).A$, da conta de juros e adicioná-lo ao primário. Resulta então:

³ Para simplificar, excluimos o resultado dos swaps cambiais dessa conta.

$$N = [P + (j-i).A] + j.L$$

onde $L = D - A$ é a dívida líquida, e onde o novo primário está entre colchetes. A nova conta de juros se resume ao produto da taxa de juros sobre a dívida bruta pelo valor da dívida líquida.

Na formulação tradicional, a derivada parcial de N em relação a j é igual a D . Na formulação alternativa, essa derivada é $A+L$, que é igual a D .

SITUAÇÃO ATUAL

Atualmente, o Bacen computa o déficit primário nele incluindo parte do carregamento dos ativos domésticos. Mais precisamente, a diferença entre a TJLP e a taxa subsidiada dos empréstimos do Tesouro já é parte do déficit primário.

Admitindo que esse procedimento se aplique ao conjunto dos ativos domésticos com taxas subsidiadas, a proposta aqui veiculada estaria satisfeita no que se refere aos ativos domésticos fazendo-se a substituição da TJLP pela TLP, que reflete o custo médio da dívida pública.

De acordo com informações gentilmente fornecidas pelo Departamento de Estatística do Bacen, dos 14,4% do PIB de ativos domésticos do setor público, resumidos na Tabela 1, ativos no valor de 12,3% do PIB beneficiam-se de taxas subsidiadas, os restantes 2,1% do PIB sendo remunerados a taxas próximas de mercado⁴.

A mudança proposta deveria abranger todos os ativos vinculados a políticas governamentais, tais como FAT, Fundos Constitucionais e outros fundos e programas (fundos de desenvolvimento, FIES etc.), além dos empréstimos diretos aos bancos oficiais.

Restaria a aplicação de procedimento similar ao carregamento das reservas internacionais e ao resultado das operações de swap cambial.

IMPACTO NAS ESTATÍSTICAS DO DÉFICIT EM 2018

Nos termos da digressão analítica, e continuando a ignorar os swaps, com as complicações introduzidas na seção sobre a situação atual o déficit nominal do setor público pode ser escrito como:

$$N = [D + A'(T) - i_d] + [A'(j - T)] + A''(j - i_r) + j.L$$

⁴ São remunerados a taxas próximas de mercado aplicações do FAT em títulos públicos; ativos do governo junto ao BNDES remunerados à taxa Selic; demais ativos do governo federal aplicados em títulos públicos; e parte dos ativos de governos regionais (disponibilidades) aplicados no sistema financeiro.

onde, além da notação já introduzida, A' são os ativos domésticos subsidiados, i_d a taxa subsidiada desses empréstimos, $TJ = TJLP$, A'' são as reservas internacionais, e i_r a taxa de juros sobre essas reservas (excluída a variação cambial).

O primeiro termo entre colchetes é o déficit primário como calculado pelo Bacen, e o segundo termo entre colchetes (mais o resultado dos swaps) é o valor a ser adicionado a esse déficit primário, na proposta deste texto.

Nas estatísticas do déficit público de 2018, a proposta consiste em retirar da conta de juros e agregar ao déficit primário:

- i. a diferença entre a taxa de juros da dívida e a TJLP multiplicada pelo valor dos ativos domésticos subsidiados, mais:
- ii. a diferença entre a taxa de juros da dívida e a taxa de juros sobre as reservas internacionais multiplicada pelo valor dessas reservas, mais:
- iii. o resultado das operações de swap cambial do Banco Central (adicionado ao déficit primário, se negativo; e dele subtraído, se positivo)

Utilizamos os seguintes parâmetros:

- $TJLP = 6,7\%$
- Taxa de juros da dívida = taxa implícita de juros sobre a dívida do setor público = $8,1\%$
- Taxa de juros sobre as reservas internacionais = $1,17\%^5$
- Valor dos ativos domésticos subsidiados = $12,3\%$ PIB
- Valor das reservas internacionais = 21% PIB
- Resultado das operações de swap cambial = $-0,2\%$ do PIB

Conclui-se que o ajuste a ser feito é igual a:

$$\begin{aligned} & (0,081 - 0,067) \times 12,3 + (0,081 - 0,0117) \times 21,0 + 0,21 = \\ & = 0,17 + 1,46 + 0,21 = 1,8\% \text{ do PIB} \end{aligned}$$

⁵ De acordo com o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais de março de 2019: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS201903-relatorio_anual_reservas_internacionais_2019.pdf

A TJLP é a média anual das taxas trimestrais divulgadas pelo Bndes. A taxa implícita de juros sobre a dívida bruta do setor público é valor gentilmente calculado pelo Departamento de Estatísticas do Bacen. Trata-se de taxa um pouco inferior à taxa implícita de juros sobre a dívida do governo geral (divulgada pelo Bacen), que foi de 8,3%, devido principalmente à dívida do setor público incluir a base monetária, que não é parte da dívida do governo geral. O governo geral inclui a União, os Estados e os Municípios. O setor público a eles adiciona o Banco Central e as empresas estatais (exceto Petrobrás e Eletrobrás).

Os valores dos ativos domésticos e das reservas internacionais são retirados das estatísticas do Bacen, conforme sumariadas na Tabela 1 (em que se suprimem os ativos/passivos intergovernamentais). De acordo com as estatísticas do banco, em 2018 o resultado dos swaps foi negativo para o Bacen em R\$14,3 bilhões, equivalentes a 0,21% do PIB do ano.

As estatísticas do Bacen informam que, em 2018, o déficit nominal do setor público foi 7,1% do PIB, dos quais 1,6% se deveu ao déficit primário e 5,5% se deveram à conta de juros.

Na alternativa aqui proposta o déficit primário passaria de 1,6% para 3,4% ($= 1,6 + 1,8$) do PIB, enquanto a conta de juros se reduziria de 5,5% para 3,7% ($= 5,5 - 1,8$) do PIB – mantido o déficit nominal em 7,1% do PIB.

O grosso do ajuste deve-se ao custo de manutenção das reservas internacionais, não só por o valor dessas reservas superar o dos ativos internos, como também porque parte do ajuste referente ao carregamento dos ativos internos supõe-se que já seja feita nas estatísticas de déficit primário calculadas pelo Banco Central.

O custo de manutenção das reservas nas estatísticas do déficit público não inclui o impacto das variações cambiais sobre essas reservas. Em 2018, quando houve uma forte desvalorização do real em relação ao dólar, esse impacto foi significativamente positivo, cerca de R\$ 171 bilhões ou 2,5% do PIB⁶. Esse valor contribuiu para a redução da dívida líquida do setor público (na conta de “ajustes patrimoniais”) mas não reduz o déficit, cujo cálculo é feito pelo critério de caixa e não de competência.

⁶ Calculado a partir dos fatores condicionantes da evolução da dívida líquida do setor público, publicados pelo Banco Central.

Em vez de os juros parecerem ser responsáveis por 77% do déficit nominal, como nas estatísticas oficiais, na alternativa proposta essa responsabilidade cairia para 52%.

Trata-se de estimativa preliminar, com dados agregados e algumas suposições sobre a natureza dos procedimentos estatísticos do Bacen. Exercícios futuros, com acesso aos dados mensais e à metodologia do Bacen, deveriam tornar mais precisos os valores aqui apresentados.

IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA

No caso do carregamento dos ativos internos, a substituição da TJLP pela TLP nos cálculos do déficit primário pelo Bacen, e sua aplicação a todos ativos internos do governo, resolveria o problema aqui apontado, pois a TLP é uma boa aproximação à taxa implícita de juros sobre a dívida bruta do governo.

Trata-se, entretanto, de uma medida apenas contábil – o problema concreto seria resolvido apenas se a TLP fosse de fato cobrada sem descontos nos empréstimos ora subsidiados pelo governo ou caso se reduzisse o volume dos ativos subjacentes de forma expressiva.

Quanto à contabilização do carregamento das reservas internacionais e do resultado dos swaps, cabe apenas uma decisão de implementar a mudança aqui proposta.

Parece haver uma certa resistência a explicitar no déficit primário esses custos, aparentemente porque o ganho do governo com a valorização das reservas em reais, quando há uma depreciação do real em relação ao dólar, não é abatido do déficit nominal do governo – sendo contabilizado à parte, como ajuste patrimonial. Argui-se que, ao longo dos anos, esses ganhos patrimoniais equivaleram aos custos de carregamento das reservas mais as perdas com os swaps.

O ponto é relevante para o cálculo do custo total de manutenção das reservas, mas não é pertinente para o cálculo do déficit público, o qual, como assinalado, é feito no critério de caixa e não no de competência. E se fosse feito pelo critério de caixa, a proposta deveria se aplicar diretamente à conta de juros, computando-se a variação cambial como parte dos juros recebidos sobre as reservas. Trata-se de tema para uma discussão futura mais aprofundada sobre a contabilidade do setor público.

O argumento deste texto é que tanto o custo de carregamento das reservas internacionais como as perdas com os swaps devam ser tratados como

prêmios de seguros que o governo se dispõe a pagar para diminuir os riscos de crises de balanço de pagamentos e de corridas contra o real. E, como prêmios de seguros, deveriam pertencer ao primário e não à conta de juros.

Quanto à redução propriamente dita do carregamento dos ativos externos, o acesso do Brasil à OECD poderia dar oportunidade para duas medidas de maior vulto:

- Uma seria a proposta há tempos veiculada por Persio Arida, de dar plena conversibilidade ao Real⁷.
- Outra seria o acesso do Brasil às linhas de swaps entre os principais bancos centrais do mundo, criada em 2011 e tornada permanente em 2013⁸. Além do acesso à OECD, a disponibilização para o Brasil dessas linhas de swaps provavelmente estaria condicionada a um ajuste fiscal relevante, pois mesmo no auge da crise de 2008 houve resistência do Fed à extensão desses swaps ao Brasil.

Ambas medidas em princípio reduziriam a necessidade de manter reservas internacionais elevadas como as atuais.

Pode-se também pensar em reduzir o volume atual das reservas à medida em que o ajuste fiscal em curso, associado a uma retomada do nível de atividade, promova uma progressiva redução da relação dívida/PIB, assim diminuindo o risco de “paradas súbitas” no fluxo de capitais externos para o país.

⁷ Cf. Persio Arida, “Por uma moeda plenamente conversível” e “Ainda sobre a conversibilidade”, *Revista de Economia Política* 91, 23(3), jul-set/2003: 151-154 e 135-142.

⁸ A extensão do acesso às linhas de swaps dos principais bancos centrais aos maiores mercados emergentes e aos menores países industriais, que passem em teste de pré-qualificação associado ao acesso à Linha de Crédito Flexível (FCL) do FMI, é proposta em Beatrice Weder di Mauro e Jeromin Zettelmeyer, “The new global financial safety net: struggling for governance in a multipolar system”, *CIGI Essays in International Finance*, 4, janeiro 2017.

TABELA 1
DÍVIDA BRUTA E ATIVOS DO SETOR PÚBLICO, DEZ. 2018 (% PIB)

DISCRIMINAÇÃO	DÍVIDAS	ATIVOS
SETOR PÚBLICO	89,4	35,4
GOVERNO FEDERAL	56,8	13,1
Dívida mobiliária em mercado	48,6	
Dívidas securitizadas e TODA	0,1	
Dívida bancária federal	0,2	
Dívida externa líquida gov. federal	7,9	
Depósitos a vista e arrecadação a recolher		0
Recursos do FAT		4,5
Créditos a inst. financ. oficiais		5
Aplicações em fundos e programas		3,2
Outros créditos do Governo Federal		0,4
BANCO CENTRAL DO BRASIL	26,9	21,4
Base monetária	4,4	
Operações compromissadas	16,5	
Depósitos no Bacen	6	
Demais contas do BCB (+-)		0
Reservas internacionais líquidas		21
Créditos do Bacen a Inst. Financeiras		0,4
GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS	4,8	0,7
Dívida bancária estadual	2,2	
Outros débitos	0,3	
Dívida bancária municipal	0,4	
Dívidas externas líquidas	1,9	
Depósitos à vista e arrecadação a recolher		0,1
Outros créditos dos governos estaduais		0,6
EMPRESAS ESTATAIS	0,9	0,2
Dívida interna	0,7	
Dívida externa líquida	0,2	
Ativos internos		0,2

Fonte: Adaptado de Bacen, Dívida líquida do setor público, disponível no site do banco.