

CARREGO: JUROS OU PRIMÁRIO?

Edmar Bacha

Seminário em Homenagem a Affonso Celso Pastore.

São Paulo: CDPP, 6 de junho de 2019

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 é apenas um pouco maior do que o déficit primário
- 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 dessas reservas, que é computada à parte) e os juros da dívida pública que “lastreia” essas reservas. Associa-se a esse carregamento o resultado das operações de swap
- 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, o carregamento 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
- 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 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 essa realidade, a proposta é retirar o carregamento da conta de juros e adicioná-lo ao déficit primário, pois se trata ou de subsídios ou de prêmios de seguros contra crises externas, que são da mesma natureza que outros itens no orçamento

ESCLARECIMENTO

- A proposta explicita o custo do carregamento, mas 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. 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

CORREÇÃO JÁ É PARCIALMENTE FEITA

- 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
- 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

EXEMPLO PARA 2018

- O ajuste nas estatísticas do déficit público de 2018 consiste em retirar da conta de juros e agregar ao déficit primário:
 - a diferença entre a taxa de juros da dívida e a TJLP multiplicada pelo valor dos ativos domésticos subsidiados
 - a diferença entre a taxa de juros da dívida e a taxa de juros sobre as reservas internacionais multiplicada pelo valor dessas reservas
 - o resultado negativo das operações de swap cambial
- Utilizamos os seguintes parâmetros:
 - TJLP = 6,7%
 - Taxa de juros da dívida = taxa implícita de juros sobre a dívida do setor público = 8,1%
 - Valor dos ativos domésticos subsidiados = 12,3% PIB
 - Valor das reservas internacionais = 21% PIB
 - Taxa de juros sobre as reservas internacionais = 1,17%
 - Resultado das operações de swap = -0,21% do PIB
- O ajuste a ser feito é igual a:

$$\begin{aligned} & (0,081 - 0,067) \times 12,3 + (0,081 - 0,117) \times 21 + 0,21 = \\ & = 0,17 + 1,46 + 0,21 = 1,8\% \text{ do PIB} \end{aligned}$$

IMPLICAÇÕES NUMÉRICAS

- As estatísticas oficiais 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 que 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
- Ou seja, em vez de a conta de juros parecer ser responsável por 77% do déficit primário como nas estatísticas oficiais, na alternativa proposta essa responsabilidade cairia para 52%
- Note-se que o custo de manutenção das reservas 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 bastante positivo, igual a 2,5% do PIB. Esse valor contribui para a redução da dívida líquida do setor público mas não afeta o cálculo do déficit, que é feito pelo critério de caixa e não de competência

PARA REDUZIR O CARREGO DOS ATIVOS DOMÉSTICOS

- 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 os ativos internos subsidiados 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 se se reduzisse o volume dos ativos subjacentes de forma expressiva

PARA REDUZIR O CARREGO DOS ATIVOS EXTERNOS-I

- Há uma certa resistência à contabilização do carregamento das reservas internacionais e do resultado dos swaps como parte do déficit primário
- Isso, 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 válido, mas para ser levado em consideração seria necessário que a contabilidade do déficit público fosse feita pelo critério de competência e não de caixa. E, nesse caso, a mudança deveria se aplicar diretamente à conta de juros, computando-se a variação cambial como parte dos juros recebidos sobre as reservas. Essa discussão fica para o futuro.
- O argumento deste texto é que tanto o custo de manutenção das reservas como as perdas com os swaps devem 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
- Como prêmios de seguros, pertencem ao primário e não à conta de juros

PARA REDUZIR O CARREGO DOS ATIVOS EXTERNOS-II

- No que se refere à redução propriamente dita do carregamento das reservas internacionais, o acesso do país 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 Real
 - Outra seria o acesso do Brasil às linhas de swaps entre os principais bancos centrais do mundo, criada em 2011 e tornada permanente em 2013. Além do acesso à OECD a disponibilização para o Brasil dessas linhas de swaps provavelmente estaria condicionada a um ajuste fiscal relevante
- Ambas medidas em princípio dispensariam 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.

PARABÉNS PELOS OITENTINTINHAS,
PASTORE!