

## **Aspectos Fiscais da Redução de Juros**

Rubens Penha Cysne

Fevereiro de 2009

Com a crise financeira e recessão mundial, modificaram-se os parâmetros macroeconômicos com base nos quais se exercita a prática macroeconômica. Em particular, modificaram-se os parâmetros da reação de demanda à taxa de juros Selic, base da política de metas de inflação brasileira. Em função disto alguns admitem hoje em dia, face à queda de demanda ditada pela crise, que se possa obter a mesma taxa de inflação com juros menos elevados.

Este artigo não pretende discutir este último ponto (se a inflação ficaria ou não dentro da meta prevista com juros mais baixos). Mas apenas expor alguns cálculos rudimentares da queda do pagamento de juros sobre a dívida líquida do setor público nos próximos 12 meses, caso o Banco Central perseguisse imediatamente uma política fortemente reducionista dos mesmos.

Para estender-se o cálculo da esfera federal para o setor público como um todo se assume, muito toscamente, que as dívidas das esferas estadual e municipal, bem como de autarquias federais, sigam (no que diz respeito a sua remuneração) parâmetros semelhantes àqueles da dívida mobiliária federal.

Qualquer variação nos juros evidentemente não se refletiria imediatamente sobre todo o estoque da dívida, mas apenas sobre a dívida nova a ser emitida, bem como sobre a parcela da dívida cuja remuneração se atrela à taxa de juros vigente a cada momento (ou seja, aquela indexada à Selic).

Um cálculo macroeconômico apurado exigiria avaliações da evolução dos juros reais incidentes sobre os diferentes passivos e ativos do setor público, de preferência incluindo as três esferas e autarquias e diferenciando entre diferentes indexadores e moedas com base nos quais tais ativos e passivos são denominados.

Um cálculo rudimentar (que tende a superestimar os ganhos com a possível queda de juros) basear-se-ia apenas nos passivos do setor público. Procedendo desta forma e muito grosso modo, em particular sem distinguir entre juros nominais e reais, trabalharemos aqui com a taxa de juros implícita na dívida interna líquida entre maio e novembro de 2008, que girou em torno de 13%; e utilizaremos apenas dados da dívida mobiliária federal, a extensão à dívida líquida do setor público como um todo se obtendo por simples extrapolação.

Relativamente à dívida mobiliária federal, aproximadamente 38% são indexados à Selic, e em torno de 24% do total vencerão nos próximos 12 meses. É importante observar, contudo, que tais vencimentos se dão ao longo do ano, e não concentrados ao início do período de redução de juros (por exemplo, março). Assumindo-se um perfil linear de vencimentos, pode-se trabalhar, para efeito de cálculo de economia de juros, como se

aproximadamente 13% da dívida vencesse ao início do programa de redução dos mesmos<sup>1</sup>. Isto nos dá algo em torno de 46% da dívida ( $0,38+0,62*0,13$ ) sujeita a modificações no pagamento de juros pelo período de 12 meses<sup>2</sup>.

O pagamento total de juros nominais reportado nas contas consolidadas do setor público (três esferas mais autarquias) foi de 5,48% do PIB. Podem-se avaliar cenários nos quais o custo médio da dívida cai dos 13% vigentes em 2008 para, respectivamente, 7%, 9% e 11%. Chamaremos estes três cenários de positivo, médio e negativo.

A economia máxima de juros daí decorrente parte do total seria de 5,48% do PIB pago em 2008 e subtrai do mesmo reduções de juros (respectivamente, de 6/13; 4/13 e 2/13) incidindo sobre 46% do estoque da dívida ao início do período de 12 meses. Tem-se, respectivamente, uma economia de 1,16% do PIB no cenário positivo; 0,78% do PIB no cenário médio; e 0,39% do PIB no cenário negativo<sup>3</sup>.

Deve-se ter em mente, entretanto, que tais números, além de toscamente calculados, refletem em cada caso apenas tetos para a economia de juros, e não seu valor médio esperado.

---

<sup>1</sup> Assumindo vencimentos lineares no tempo, divida a dívida vincenda em 12 partes iguais. A primeira parcela usufrui dos novos juros por 12/12 anos; a segunda por 11/12 anos; a terceira por 10/12 anos e assim por diante, até 1/12 anos (esta última correspondendo à parcela de 1/12 avos vencendo no décimo primeiro mês após o início da redução dos juros). Isto nos dá, quando se pensa em uma redução de juros pelos próximos 12 meses, uma parcela que se reduz de 24% para apenas 13% ( $0,24*soma(1:12)/144$ ) do total considerado.

<sup>2</sup> Assume-se aqui implicitamente que o percentual de 24% de vencimento se dê não apenas em relação ao total, mas também com relação a cada parcela que se obtém quando se consideram as diferentes formas de correção da dívida (preços, Selic, câmbio, pré-fixada, TR e outras). Isto porque o número 0,62 usado no cálculo acima deve referir-se apenas à fração da dívida não indexada à Selic, e não à dívida como um todo.

<sup>3</sup> Tais números foram obtidos calculando-se a expressão  $0,0548*(1-(0,46*x/13+0,54))$ , onde x assume os valores 7, 9 e 11, respectivamente, nos cenários negativo, médio e positivo.