

Dívida pública e risco fiscal

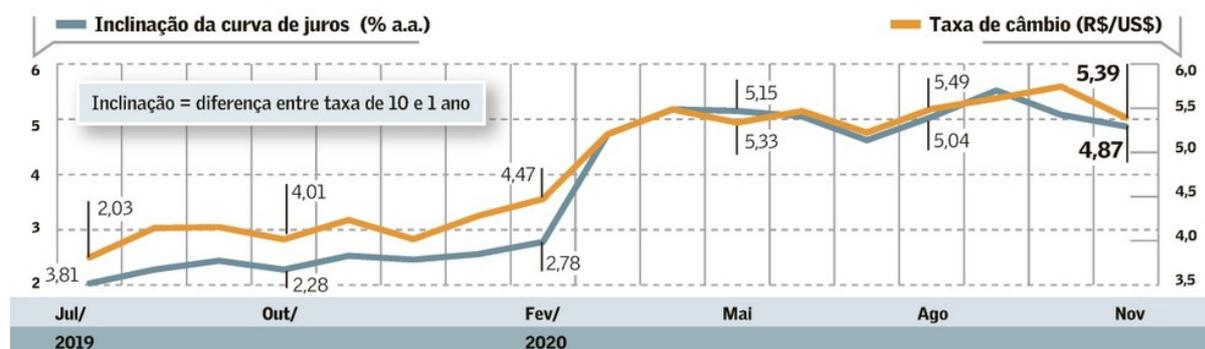
Márcio Garcia

O melhor a fazer é centrar no essencial, o orçamento de 2021

Valor, 13/11/2020

Difícil administração

Inclinação da curva de juros e taxa de câmbio



Fonte: Reuters

Nos últimos meses, o Tesouro Nacional (TN) tem enfrentado dificuldades na administração da dívida pública, por conta de elevados e crescentes volumes de títulos que têm que ser vendidos ao mercado devido ao aumento do déficit público para fazer frente à pandemia e ao encurtamento da dívida pública que vem ocorrendo há mais tempo.

Nos últimos meses, à medida que o Banco Central (BC) reduziu substancialmente a Selic para impulsionar a economia, as taxas de juros de mais longo prazo se elevaram. Ou seja, aumentou a inclinação da curva de juros (medida, por exemplo, pela diferença entre a taxa de um empréstimo de 10 anos e a taxa de um empréstimo de um ano).

Nesse ambiente, tornou-se menos custoso para o TN emitir títulos curtos, que pagavam juros menores. O problema é que tal estratégia exigiu rolagens mais frequentes, que se traduziram em volumes mais expressivos nos leilões de títulos do TN.

Para atenuar a inclinação da curva de juros, alguns analistas vêm sugerindo que o BC faça compras de títulos longos conjugadas com vendas de dívida curta. Esta operação twist, entortaria a curva de juros, tornando-a menos inclinada, e abriria espaço para o TN voltar a colocar títulos mais longos a juros mais baixos. Deveria o BC dar ouvidos a tais conselhos?

No gráfico, vemos duas séries mensais, de julho/19 a outubro/20. Para o último dia de cada mês, registramos a inclinação da curva de juros e a taxa de câmbio. Fica clara a elevação das duas medidas de risco ao longo do período, sendo que há uma substancial mudança de patamar no início da pandemia (março/20).

O aumento dos dois indicadores de risco foi ocasionado pela pandemia e pelo maior risco fiscal. O risco fiscal mais alto adveio não só do brutal aumento de gastos que se fez necessário para atenuar os desdobramentos socioeconômicos da pandemia, mas sobretudo do temor de que tal aumento de gastos não seja reversível.

O ideal seria conseguir que, no gráfico, as séries voltassem ao patamar de antes da pandemia. Movimento que exigiria bem mais do que o empenho isolado do BC, pois

envolveria redução substancial do risco fiscal, que foge ao controle das autoridades monetárias.

O que poderia ocorrer se o BC decidisse se engajar na tentativa de reduzir a inclinação da curva de juros? Aqui usaremos a conjectura de que intervenções que não lidam com o cerne do problema do risco fiscal apenas redistribuem tal risco entre diferentes ativos.

No gráfico, tal conjectura significa que a tentativa de o BC reduzir uma das curvas implica a elevação da outra. Ou seja, se o BC intervier para reduzir a inclinação da curva, ocasionará uma depreciação do câmbio, e vice-versa. Por exemplo, se o BC comprar títulos longos, aumentando seu preço e reduzindo seu rendimento, os investidores que os venderem, na falta de alternativa mais atraente e dado o elevado risco fiscal, podem optar por comprar dólar para investir fora do Brasil, contribuindo para depreciar o real.

A conveniência de o BC intervir ou não depende de análise custo-benefício. Se a intervenção do BC, comprando títulos longos, produzir grande redução da taxa de juros longa, sem provocar grande depreciação cambial, talvez valesse a pena. Mas, dado que o risco fiscal permanece elevado, a intervenção tenderia a encontrar um custo-benefício muito menos favorável. Melhor é centrar no essencial, o orçamento de 2021 e a redução da razão dívida/PIB nos anos seguintes, e deixar o BC só intervir em casos de mau funcionamento dos mercados.