

## Os efeitos fiscais da redução da Selic

Felipe Scudeler Salto<sup>1</sup> e Josué Alfredo Pellegrini<sup>2</sup>

*A redução da Selic, desde outubro do ano passado, já produziu efeitos importantes sobre a dinâmica da dívida pública. Juros menores reduzem os custos do financiamento do déficit público e do refinanciamento da dívida vincenda, em benefício do processo de reequilíbrio das contas do governo. Nesta nota, apresentamos uma simulação dos efeitos diretos decorrentes da redução dos juros sobre a dívida pública. Segundo os cálculos expostos, a economia derivada da queda da Selic já atingiu R\$ 51,9 bilhões no acumulado até setembro de 2017.*

### As relações entre a política fiscal e a política monetária

A Resolução do Senado Federal nº 42, de 2016, prevê, entre as atribuições da Instituição Fiscal Independente (IFI), estimar os efeitos fiscais das políticas monetária, creditícia e cambial. Esse tipo de análise tem por objetivo avaliar também os gastos financeiros, um tanto negligenciados, no Brasil, em razão do foco nos gastos primários. Para ter claro: as despesas com juros chegaram a R\$ 415,1 bilhões ou 6,4% do PIB, entre outubro de 2016 e setembro de 2017. Trata-se da segunda maior despesa pública, depois dos gastos previdenciários, e que só poderá ser reduzida, de maneira perene, como resultado de programas de ajuste fiscal consistentes ao longo do tempo.

O elo entre a política fiscal e a política monetária, no Brasil, é a Selic. O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central define a meta para a Selic com o intuito de alcançar a meta para a inflação, estabelecida, por sua vez, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Ao determinar um nível maior ou menor de juros, o Banco Central afeta diretamente o custo da dívida pública e, assim, os pagamentos que o setor público faz ao setor privado. A lógica de sua atuação está bem descrita no Estudo Especial número 3, publicado pela IFI<sup>3</sup>.

Resumidamente, a autoridade monetária fixa uma meta para a taxa Selic. A garantia de que as taxas praticadas pelo mercado não ficarão acima ou abaixo da meta estipulada está no elevado poder de atuação do Banco Central. Quando a liquidez da economia está elevada, a tendência da Selic é cair abaixo da meta. Para evitar isso, o Banco Central toma emprestado o excedente de liquidez junto ao mercado, com a garantia dos títulos públicos da sua carteira. Como a remuneração pelo empréstimo é dada pela própria meta para a Selic, ninguém emprestará a uma taxa inferior a essa meta. Em caso de falta de liquidez na economia e, por consequência, pressão para que a Selic fique acima da meta, o Banco Central empresta ao mercado recursos ao custo dado pela meta para a Selic, e ninguém precisará tomar recursos a uma taxa superior a essa. Portanto, em qualquer situação, o Banco Central logrará manter a Selic vigente no mercado bastante próxima de sua meta, por meio de suas operações de empréstimos com garantia de títulos públicos, as chamadas operações compromissadas.

No Brasil, parte expressiva da dívida pública é corrigida pela Selic. Quando se considera a dívida líquida do setor público, esse percentual chega a 70%. No caso da dívida bruta do governo geral, o outro principal indicador da dívida pública, o percentual é de 46%. Esse peso é dado pelas operações compromissadas que, conforme visto, são remuneradas pela Selic e pelos títulos da dívida pública corrigidos por essa taxa, as Letras do Financeiras do Tesouro (LFTs)<sup>4</sup>. Assim, boa parte dos gastos com juros é afetada diretamente pelo aumento ou queda da Selic.

Outra parcela dos títulos públicos, composta por papéis atrelados à inflação, como as Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), ou prefixados, a exemplo das Letras do Tesouro Nacional (LTNs), também é afetada indiretamente pela

<sup>1</sup> É diretor-executivo da IFI.

<sup>2</sup> É analista da IFI.

<sup>3</sup> Trata-se do Estudo denominado “As operações compromissadas do Banco Central”. Link:

[http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo\\_OpCompromissadas.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf)

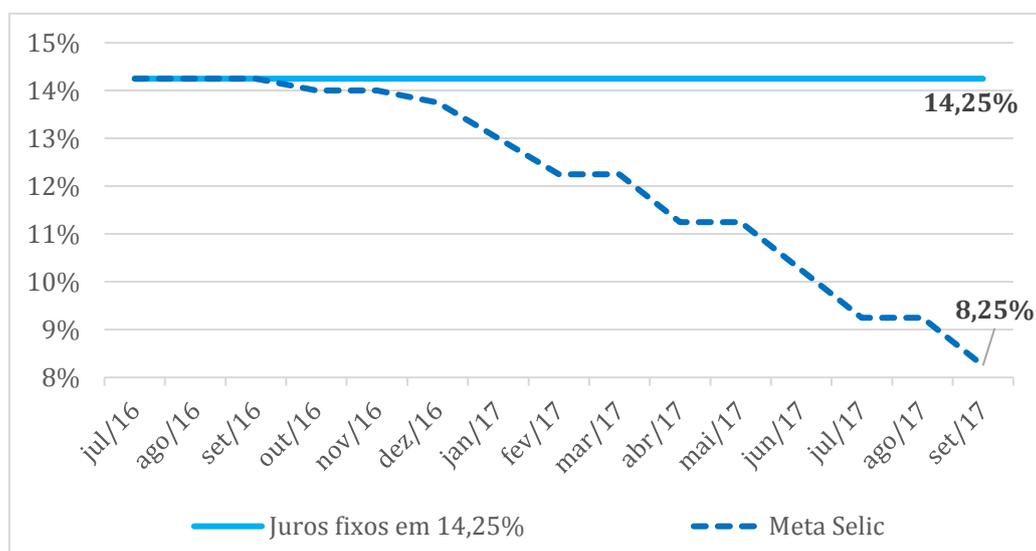
<sup>4</sup> Os dados relativos à dívida líquida do setor público e à dívida bruta do governo geral podem ser vistos nas Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, divulgadas na página eletrônica do Banco Central.

política monetária. Contudo, esta nota técnica se atém apenas aos efeitos diretos advindos da mudança da Selic.<sup>5</sup> Na próxima seção, apresentaremos um exercício para avaliar os ganhos fiscais decorrentes da redução dos juros adotada pelo Banco Central a partir de outubro de 2016.

### Simulação dos efeitos da redução de juros relativos à dívida corrigida pela Selic

O Banco Central reduziu a meta Selic, entre setembro de 2016 e outubro de 2017, de 14,25% para 7,50% ao ano. Ao final de setembro, último mês considerado nesta nota, em vista da disponibilidade de informações, a Selic estava em 8,25% ao ano. Esta seção apresenta uma simulação dos efeitos fiscais decorrentes desse ciclo de afrouxamento monetário, comparando-se a série de pagamento de juros divulgada pelo Banco Central com uma série calculada com base em uma taxa Selic hipotética, fixada em 14,25% ao ano, desde setembro de 2016. No gráfico 1, a seguir, é possível observar a diferença entre as taxas consideradas: meta para a Selic versus juros fixos em 14,25% ao ano.

GRÁFICO 1: META SELIC E SELIC DE 14,25% (% AO ANO)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

O exercício proposto utiliza as séries de dados do Banco Central para a dívida líquida do setor público indexada à Selic e para o pagamento de juros referente a essa dívida. O **primeiro passo** do exercício é obter uma equação que permita calcular com maior precisão possível a série do pagamento de juros divulgada pelo Banco Central. O **segundo passo** é utilizar a equação encontrada para simular quais teriam sido os pagamentos caso o atual ciclo de redução de juros não tivesse ocorrido.

#### Primeiro passo

Quanto ao primeiro passo, apresentamos quatro métodos com o objetivo de obter a série que melhor reproduza os dados divulgados pelo Banco Central para o pagamento de juros da dívida selicada. O primeiro cálculo resulta da aplicação da fórmula contida no Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central<sup>6</sup>, cuja dedução pode ser vista no anexo desta nota. Essa fórmula define o pagamento de juros como sendo a variação da dívida entre o mês atual e o anterior, subtraída das novas emissões de títulos ocorridas no mês atual, contabilizados os juros devidos sobre essas novas emissões. A equação

<sup>5</sup> Estimativas preliminares feitas pela IFI para a dívida pública total apontam efeitos superiores aos que apresentamos na presente nota. Posteriormente, voltaremos ao tema com cálculos que alcançam outras fatias da dívida.

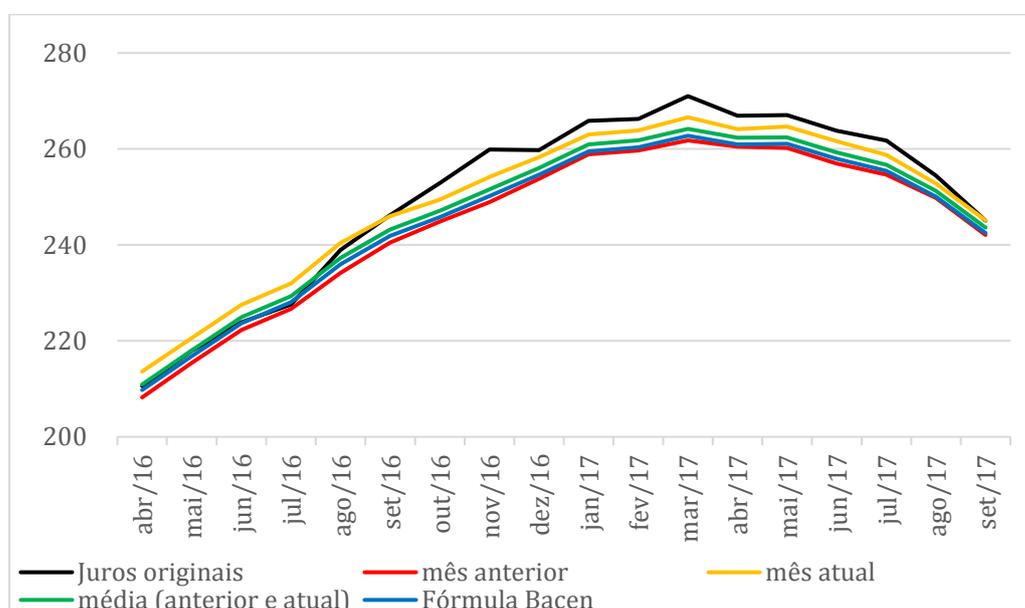
<sup>6</sup> O Manual pode ser encontrado na página eletrônica do Banco Central – (<http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>).

considera que as novas emissões ocorrem sempre em meados do mês. O segundo cálculo é a mera aplicação da Selic sobre o estoque da dívida no mês atual. Na terceira alternativa, aplica-se a Selic sobre o estoque do mês anterior e, na quarta, sobre a média do estoque do mês atual e do anterior.

Aplicando-se a fórmula do Banco Central sobre o estoque da dívida selicada, obtivemos uma série de pagamento de juros próxima daquela oficialmente divulgada pelo Banco Central, quando as séries são acumuladas em doze meses. No mês a mês, contudo, as séries apresentam discrepâncias, atribuídas ao fato de que vencimentos de títulos e novas emissões podem ocorrer ao longo dos 30 dias do mês, e não apenas em meados do período. Contudo, é possível que outros fatores metodológicos também expliquem essas diferenças mensais. Como os acumulados em 12 meses das duas séries ficaram próximos, preferimos deixar a exploração dessas discrepâncias para avaliações futuras.

As outras três abordagens também resultaram em séries bastante próximas da série divulgada pelo Banco Central, no acumulado em doze meses. No período mais recente, a série que mais se aproximou da série divulgada é a oriunda do método do “mês atual”, seguida da série obtida a partir da “média do mês atual e do mês anterior”. Já a série advinda da aplicação da fórmula do Banco Central ficou em terceiro lugar e, por último, a série feita com base no método do “mês anterior”. A seguir, o gráfico 2 apresenta a série oficial de pagamento de juros acompanhada das quatro novas séries, todas no acumulado dos últimos doze meses.

**GRÁFICO 2: PAGAMENTO DE JUROS SOBRE A DÍVIDA SELICADA – DADOS OFICIAIS E SÉRIES CALCULADAS PELA IFI  
(R\$ BILHÕES – ACUMULADO EM DOZE MESES)**



Fonte: Banco Central do Brasil e IFI. Elaboração: IFI.

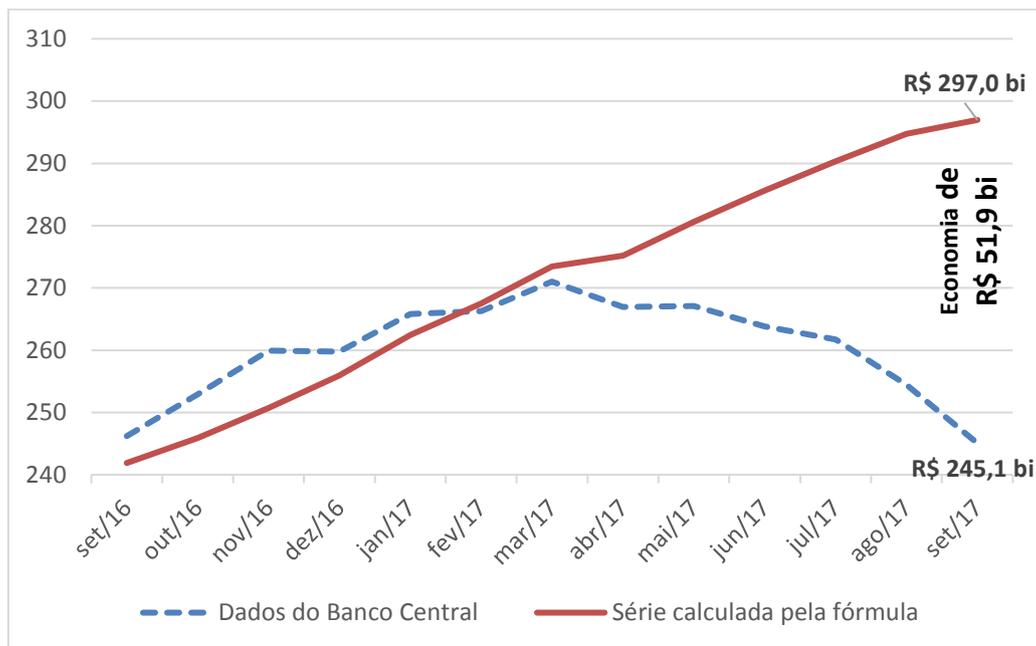
### Segundo passo

A partir da aplicação dos quatro métodos, recalculamos o pagamento de juros, desde outubro de 2016, supondo-se Selic em 14,25% ao ano, taxa vigente antes do início do ciclo de afrouxamento monetário. O cálculo foi ainda ajustado de modo a contemplar o número de dias úteis de cada mês. O resultado obtido foi uma nova série de pagamento de juros para cada um dos quatro métodos, com valores mais elevados do que os observados na série divulgada pelo Banco Central.

A soma das diferenças, mês a mês, entre a série divulgada pelo Banco Central e a série calculada por cada método representa o ganho fiscal direto decorrente da redução da Selic, de 14,25% para 8,25% ao ano, no acumulado do período considerado. Vale lembrar que a atual taxa, de 7,50% ao ano, foi fixada pelo Copom apenas em outubro de 2017. O

resultado do exercício de simulação com base na fórmula do Banco Central pode ser visto no gráfico 3. A opção justifica-se por se tratar do método definido no manual do Banco Central, ainda que o melhor ajuste, conforme exposto, tenha sido produzido pela aplicação do método do “mês atual”. No acumulado do período outubro de 2016 a setembro de 2017, o ganho fiscal em termos de redução dos juros devidos foi de R\$ 51,9 bilhões, ganho esse, conforme alertado, relativo apenas ao impacto direto e à dívida pública corrigida pela Selic.

**GRÁFICO 3: JUROS DIVULGADOS PELO BANCO CENTRAL E CALCULADOS PELA IFI - APLICAÇÃO DA FÓRMULA DO MANUAL DO BANCO CENTRAL, COM JUROS FIXOS EM 14,25% AO ANO – (R\$ BILHÕES – ACUMULADOS EM 12 MESES)**



Fonte: Banco Central do Brasil e IFI. Elaboração – IFI.

Os métodos alternativos produziram resultados semelhantes, dentro de um intervalo de R\$ 51,8 bilhões a R\$ 55,3 bilhões. Como já mencionado, as diferenças serão exploradas em avaliações futuras, mas o essencial é que os quatro métodos produziram resultados próximos, evidenciando o ganho fiscal direto proporcionado pela redução dos juros básicos da economia.

### Conclusão

A taxa de juros é um vetor importante para a dinâmica da dívida pública. Sua redução, quando sustentável, beneficia a política fiscal, ao permitir que, todos os demais fatores mantidos constantes, uma mesma trajetória para a dívida/PIB possa ser atingida com menor superávit primário. Os efeitos mais diretos da redução dos juros sobre as contas públicas podem ser identificados pelos pagamentos de juros relativos à dívida atrelada à Selic.

A presente nota contextualizou a importância do estudo das relações entre a política fiscal e monetária e apresentou quatro formas de calcular o pagamento de juros sobre a dívida selicada. Em seguida, estimou, para cada método, os juros devidos que adviriam da manutenção da Selic em 14,25% ao ano no período outubro de 2016 a setembro de 2017.

Considerando-se o método oriundo da aplicação da fórmula do Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, se a Selic tivesse sido mantida no referido patamar, desde o início do atual ciclo de redução dos juros, os gastos com juros estariam atualmente mais altos em R\$ 51,9 bilhões. Para um PIB estimado pela IFI da ordem de R\$ 6,5 trilhões, em 2017, o ganho representaria cerca de 0,8% do PIB. Um efeito relevante sobre a dívida pública, atualmente em 73,7% do PIB, no caso da dívida bruta do governo geral.

Finalmente, cabe observar que os efeitos da queda da Selic só serão duradouros, com impactos favoráveis sobre a dinâmica da dívida pública, se a política econômica conseguir manter as expectativas de mercado ancoradas, o que depende da execução de um amplo programa de ajuste das contas públicas.

### ANEXO METODOLÓGICO

**Dedução da equação utilizada no Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central para o cálculo dos juros nominais (JN), equivalentes ao que denominados juros pagos no texto:**

$$JN = JP + JE \quad (1)$$

$$JN = D_{t+1} - D_t - E \quad (2)$$

$$JE = E * [(1 + i)^{1/2} - 1] \quad (3)$$

$$JP = D_t * i \quad (4)$$

**Onde:**

**JN:** juros nominais

**t:** mês anterior

**JE:** juros nominais sobre as novas emissões

**JP:** juros nominais sobre a dívida do mês t

**D<sub>t</sub>:** dívida pública no mês t

**E:** novas emissões, ocorridas, por hipótese, em meados do mês atual

**i:** Selic

**De (1), (3) e (4), temos:**

$$JN = D_t * i + E * [(1 + i)^{1/2} - 1] \quad (1)'$$

**De (2) e (1)', temos:**

$$D_{t+1} - D_t - E = D_t * i + E * [(1 + i)^{1/2} - 1]$$

$$D_{t+1} - D_t - D_t * i = E + E * [(1 + i)^{1/2} - 1]$$

$$D_{t+1} - D_t - D_t * i = E * [1 + (1 + i)^{1/2} - 1]$$

$$D_{t+1} - D_t - D_t * i = E * (1 + i)^{1/2}$$

$$\frac{D_{t+1} - D_t - D_t * i}{(1 + i)^{1/2}} = E$$

$$E = \frac{D_{t+1} - D_t * (1 + i)}{(1 + i)^{1/2}} \quad (5)$$

**De (5) e (2), temos:**

$$JN = D_{t+1} - D_t - \frac{D_{t+1} - D_t * (1 + i)}{(1 + i)^{1/2}} \quad (6) \text{ (Equação do Manual do Banco Central)}$$