

O BC manda na curva de juros?

Márcio G. P. Garcia¹ e Renan M. Cardoso²

Instigante artigo publicado no Valor de 8/3/23, *Culpa do Banco Central ou das expectativas?*, defende a ideia de que, no que tange aos custos da dívida pública, curta ou longa, “(...) o mercado acompanha o Banco Central.” Ou seja, caso queira, o BC pode reduzir o custo da dívida pública simplesmente reduzindo a taxa Selic.

A evidência apresentada para respaldar tal afirmação foi um gráfico³ extraído do site do Tesouro Nacional (TN) mostrando que os movimentos do custo da dívida pública seguem os da taxa Selic. Seria isso evidência suficiente para se crer que o BC pode mandar no custo da dívida e na curva de juros?

É bem sabido, pelo menos desde o clássico artigo de Litterman e Scheinkman,⁴ publicado há mais de três décadas, que as taxas básicas fixadas pelos bancos centrais ao redor do mundo influenciam toda a estrutura a termo das taxas de juros, mesmo as taxas mais longas. Isso é muito distinto de dizer que os bancos centrais controlam as taxas mais longas. E não há evidências de que este seja o caso geral.

Ainda assim, vale explorar o raciocínio desenvolvido no artigo, fazendo melhor uso das excelentes estatísticas publicadas pelo Tesouro Nacional (TN). Primeiro, é preciso desagregar a dívida mobiliária. A maior parte da dívida (42,13% em janeiro de 2023) é composta por títulos que rendem a taxa Selic, as LFTs. Portanto, quando a Selic cai, reduz-se o custo das LFTs. Há que se olhar as demais componentes da dívida pública, que podem ser diferentes da Selic. Considerável parte é também composta por NTN-Bs (31,50% em janeiro de 2023), indexadas ao IPCA, que exibem rendimentos totais (inflação + taxa real) menores em momentos de inflação baixa, nos quais o BC tende a reduzir a taxa Selic e vice-versa. Dessa forma, o custo de pagamento de juros com NTN-Bs acompanha a inflação e, indiretamente, a Selic. Isso reforça a correlação positiva entre Selic e custo (ex post) da dívida. Além disso, os dados do gráfico do Tesouro utilizado no artigo são de médias móveis de 12 meses. É melhor usar dados dos leilões da dívida pública, que melhor refletem os custos de cada momento.

O importante é ter em conta os momentos nos quais o BC reduziu significativamente os juros, para ver se de fato ele tem o poder de mandar na curva. Os melhores títulos para se observar se tal efeito existe ou não são os títulos nominais, que permitem comparação direta com a Selic.

¹ Professor Titular, Cátedra Vinci Partners, Departamento de Economia da PUC-Rio, e Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

² Aluno do programa de pós-graduação em economia, PUC-Rio.

³ O gráfico contém séries de médias móveis de 12 meses do custo médio do estoque, do custo médio de emissão da dívida pública interna (DPMFi) e da taxa Selic.

⁴ LITTERMAN, Robert; SCHEINKMAN, Jose. Common factors affecting bond returns. **Journal of fixed income**, v. 1, n. 1, p. 54-61, 1991.

Usamos no gráfico dados dos leilões das LTNs de médio prazo (4 anos) e as NTN-Fs, com prazo de 10 anos. O período coberto no gráfico é o da redução mais recente dos juros, feita durante a pandemia, de 6,5%, em julho de 2019, para 2%, taxa mantida até março de 2021, quando o BC começa a elevar a Selic até os níveis atuais. As datas no gráfico são as datas dos leilões do TN.

O gráfico deixa claro que os custos da dívida prefixada do TN, de médio e longo prazos, não seguiram a redução da Selic, que se mostrou *a posteriori* excessiva. Em particular, o custo da dívida longa, as NTN-Fs, exhibe nesse período correlação negativa e alta com a taxa Selic (-46,3%), indicando que o mercado não segue o BC aonde ele for, independentemente da taxa Selic por ele fixada.

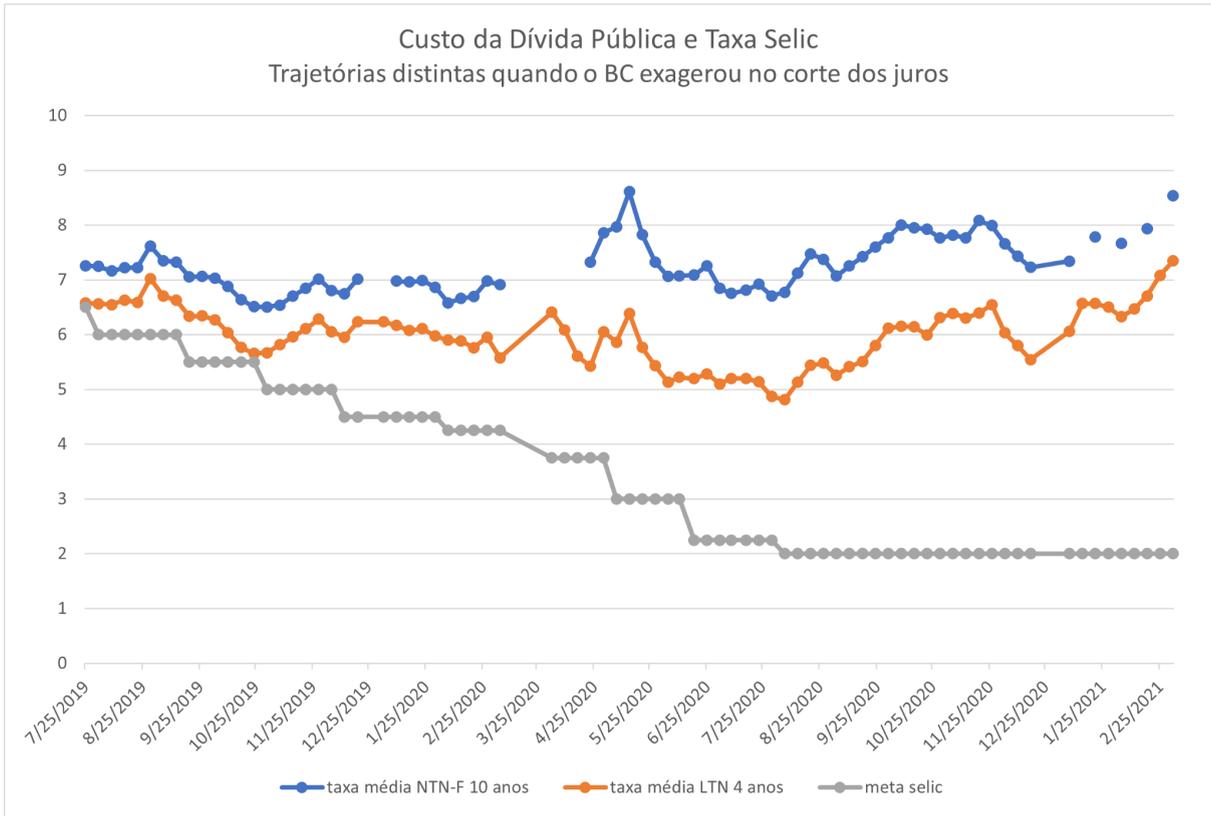
Nesse período, apesar de diversos analistas terem defendido que a Selic deveria cair abaixo de 2%, o mercado não parece ter acreditado que a redução duraria muito tempo, previsão que, de fato, veio a se mostrar verdadeira. A Selic muito baixa causou diversas anomalias no mercado de dívida pública. O TN enfrentou dificuldades em colocar dívida, com insuficiência de demanda por agentes que estivessem dispostos a comprar LFTs com retornos reais negativos, gerando estresse em vários leilões no período. As LTNs passaram a requerer significativo prêmio, levando o TN a encurtar os títulos ofertados. Finalmente, registrou-se grande aumento das operações compromissadas do BC, para enxugar a dívida que o TN não conseguiu rolar.

A mensagem é clara, caso o BC se aventure a reduzir a taxa Selic para patamares muito baixos, causará sérios problemas para a administração da dívida pública. O custo da dívida pública reflete os riscos envolvidos em detê-la, e estes hoje estão em alta, pelas incertezas internacionais e pela incerteza fiscal associada ao arcabouço fiscal do novo governo.

Acreditar que país que emite dívida em sua própria moeda não pode ter crise de dívida é muito perigoso. Além dos inúmeros casos concretos de calote em dívida interna, o bom senso leva à negação de tal falácia. Caso o retorno de se deter dívida em moeda nacional torne-se muito baixo, investidores redirecionarão seus investimentos para outros ativos. Em especial, se e quando começar a haver deslocamentos significativos para ativos reais (imóveis, metais preciosos) ou moeda estrangeira, o resultado será inflação elevada. E é bem sabido que inflação alta é uma forma de calote. E afeta mais pesadamente os mais pobres.

A eventual perda do controle da inflação aumentaria diretamente os custos com NTN-Bs e o prêmio de risco e a inflação implícita em prefixados, bem como reduziria o retorno real de LFTs, gerando dificuldades de rolagem. Dessa forma, a redução da Selic sem a ancoragem da inflação aumentaria os custos e dificultaria a rolagem da dívida, em um cenário no qual o BC se veria obrigado a aumentar novamente a Selic. Não faz sentido falar em reduzir a Selic para baixar o custo da dívida se a inflação não puder ser mantida sob controle. E não é hora de brincar com a inflação.

A queda dos juros no Brasil depende fundamentalmente da redução dos riscos, sobretudo do risco fiscal. Baixar a Selic na marra não é o atalho que vai resolver o grave problema dos juros altos.



Fonte: Elaboração própria com dados do Tesouro Nacional e BCB.