

# Possibilidade de juros reais neutros mais baixos descortina novos cenários fiscais

Luiz Guilherme Schymura

Pesquisador da FGV IBRE e doutor em economia pela FGV EPGE

Desde 2015, o Brasil vive sob o signo de uma crise fiscal latente, que se interpõe entre o momento presente e uma trajetória de crescimento sustentável de médio e longo prazo. No final de 2015 e início de 2016, o quadro se tornou agudo, desestabilizando preços fundamentais da economia, como câmbio e juros. De lá para cá, os mercados se acalmaram e a economia recentemente retomou o crescimento. Ainda assim, há praticamente um consenso de que, sem equacionamento do desequilíbrio fiscal estrutural, em algum momento o país novamente será engolfado por crises econômicas.

A razão para esse diagnóstico é simples. Desde 2011, o resultado primário do setor público consolidado caiu 4,6 pontos percentuais (p.p.) do PIB, de superávit de 2,94% em 2011 para déficit de 1,69% em 2017 (o déficit atingiu 2,49% do PIB em 2016). A grande recessão de 2014 a 2016 é, naturalmente, responsável por parte dessa deterioração. Com

a retomada, espera-se que seja recuperada parcela do que se perdeu em termos de resultado primário (e já há indicações do início deste processo).

Contudo, ficou claro nos últimos anos que o arcabouço institucional por trás das despesas obrigatórias ou rígidas da União condiciona um aumento do gasto bem acima do PIB em condições normais de temperatura e pressão. A receita tributária, por sua vez, também cresceu acima do produto durante o *boom* de *commodities*, camuflando o desequilíbrio estrutural, mas claramente esta fase acabou. Assim, as estimativas dos analistas apontam uma trajetória explosiva de crescimento da dívida bruta como percentual do PIB, que já saiu de 51% em 2011 para 75% em fevereiro de 2018. As estimativas são de que siga crescendo, se drásticas medidas fiscais não forem tomadas, e de que se aproxime de 90% do PIB em alguns anos.

A emenda do teto dos gastos em tese interromperia essa expansão e



colocaria a relação dívida/PIB numa trilha descendente. O problema, porém, é que ninguém vê como a regra possa ser mantida nos próximos anos sem mudanças drásticas nos gastos obrigatórios e rígidos, das quais, por enquanto, não há nem sinais. Tudo somado, a visão predominante é de que há uma bomba-relógio fiscal ticando enquanto a economia brasileira prossegue funcionando num ambiente de frágil estabilidade.

Existe, entretanto, uma variável da equação fiscal que pode estar mudando de forma significativa, e para melhor: os juros reais da economia brasileira, que impactam o custo financeiro da rolagem da dívida pública. Como se sabe, o Brasil há décadas exibe taxas reais de juros extremamente elevadas, quando se tomam comparações internacionais. A chamada taxa real neutra é uma variável não observável, mas ao longo dos últimos anos trabalhou-se com a ideia de que ela estaria em pelo menos algo como 5% a 6% ao ano.

Num cálculo extremamente simplificado, juros reais de 6% sobre uma dívida de 70% do PIB geram uma despesa de 4,2% do PIB. Supondo-se que o PIB cresça 2% ao ano em termos potenciais, é preciso um superávit primário de pelo menos 2% do PIB, aproximadamente, para estabilizar a dívida como proporção do produto. Como hoje se projeta um déficit primário em torno de 2% do PIB para 2018, há uma distância de 4 p.p. do produto a percorrer, entre cortes de gastos e aumentos de receitas, para frear a dinâmica explosiva da dívida pública.

A novidade recente é que se enxerga a possibilidade de uma queda dos juros reais neutros no Brasil, que pode já estar ocorrendo. Hoje, os juros reais medidos pelas operações de *swap* de um ano encontram-se em torno de 2,5%, mas há consenso de que este nível está claramente abaixo do patamar neutro. Assim, a economia está sendo estimulada pela política monetária, com a Selic já tendo sido reduzida a 6,5%.

Quão estimuladora – e, portanto, quão abaixo do neutro estão os atuais juros – já é uma questão mais aberta ao debate. É fato que a economia brasileira está em recuperação, e que a política monetária é um dos fatores deste processo. Por outro lado, a retomada ainda é muito gradual, e alguns cálculos indicam que a liberação do FGTS no ano passado respondeu por uma parcela significativa do estímulo à demanda. Será possível que o nível atual dos juros

---

A chamada taxa real  
neutra é uma variável  
não observável, mas ao  
longo dos últimos anos  
trabalhou-se com a ideia  
de que seria de pelo menos  
algo como 5% a 6% ao ano

---

reais esteja menos distante do neutro do que crê a análise convencional? Esta é uma questão em aberto.

O fato é que, se, num exercício hipotético, se supuser que os juros reais neutros brasileiros estejam se aproximando do nível de 3% a 3,5%, por exemplo, a equação da sustentabilidade da dívida pública muda de figura. Neste caso, talvez um pequeno superávit primário, algo de até 1% do PIB, já seja sufi-





ciente para estancar o crescimento da relação dívida/PIB. Neste cenário, o “gap” de resultado primário poderia estar em torno de 2% do PIB, ou pouco mais, algo que poderia ser preenchido quase que plenamente pelo simples processo de recuperação cíclica da economia e da receita tributária.

Bráulio Borges, pesquisador associado da FGV IBRE, fez cálculos que indicam que o resultado primário que estabiliza a relação entre a dívida bruta

---

Se, em exercício hipotético, se supuser que juros reais neutros do Brasil vão para 3% a 3,5%, por exemplo, a equação da sustentabilidade da dívida muda de figura

---

ta do governo geral e o PIB guarda uma relação aproximada de um para um com o diferencial, em p.p. do PIB, entre a Selic real *ex-post* (deflacionada pelo IPCA) e o crescimento em volume do PIB. Assim, para um mesmo crescimento do PIB, a redução em 1 p.p. do PIB da Selic real significa uma redução do superávit primário estabilizador igualmente de 1 p.p. do PIB.

Existe, evidentemente, enorme incerteza quanto ao nível exato dos

juros neutros no Brasil. Uma questão associada a essa é do hiato do produto. Se a variável, também não observável, estiver no extremo negativo das projeções, de 8% do PIB, os juros abaixo do nível neutro podem durar mais tempo, comparado à hipótese de que o hiato esteja mais perto de 3%, como quer a corrente de analistas na outra ponta do intervalo de estimativas. Isto, evidentemente, também impacta a dinâmica da dívida pública. Porém, enquanto a diferença do hiato do produto num ou no outro extremo do intervalo de projeções é a de garantir um ou dois anos a mais (ou a menos) de juros abaixo do nível neutro, juros reais neutros mais baixos podem produzir uma redução do custo financeiro de rolar a dívida pública muito mais duradoura.

Mas quais fatores poderiam estar levando a uma redução de longa duração, ou até permanente, dos juros reais neutros no Brasil? José Júlio Senna, pesquisador associado da FGV IBRE, destaca o cenário internacional de baixos juros e elevado apetite por risco, que levou a uma queda generalizada de prêmios de risco de países emergentes, incluindo o Brasil. Ele nota adicionalmente que os salários e a inflação têm reagido pouco à queda do desemprego no mundo desenvolvido, o que pode estar ligado a fatores tecnológicos e às expectativas de inflação muito baixas (inferiores às metas dos principais bancos centrais). Sem inflação, não há razão para que os juros internacionais subam de forma mais firme. Avanço tecnológico e espec-

tativas inflacionárias reduzidas são fenômenos que podem ser bastante duradouros – conseqüentemente, a pressão baixista nos prêmios de risco dos emergentes também pode ser de longa duração, condizente com juros reais neutros brasileiros em níveis mais baixos por prazo bastante dilatado.

Samuel Pessôa, pesquisador associado da FGV IBRE, destaca um fator interno que também pode comprimir os juros reais neutros por bastante tempo. A partir do início da década passada, o Brasil viveu um longo período em que fatores fiscais, parafiscais e creditícios criaram uma permanente pressão expansionista na economia brasileira, contrabalançada por juros reais altos para segurar a inflação. De um lado, o arcabouço institucional e o bom momento econômico faziam o gasto público crescer aceleradamente acima do PIB. Por outro, reformas nos instrumentos de garantias no primeiro mandato de Lula deflagraram um *boom* de crédito privado. Posteriormente, o governo conduziu uma forte expansão de crédito pelo BNDES e outros bancos públicos.

A partir da grande recessão de 2014 a 2016, o regime descrito acima mudou radicalmente. A política fiscal e parafiscal tornou-se necessariamente contracionista, devido ao retorno de sérios problemas de solvência relativos à trajetória da dívida pública como proporção do PIB. O *boom* de crédito, por outro lado, foi eliminado pela recessão, sendo substituído por uma fase de desala-

vancagem e restrições ao crédito tanto do lado da demanda de famílias e empresas quanto por parte da oferta dos bancos. O *mix* fiscal, parafiscal e de crédito, portanto, tornou-se contracionista a partir de 2015, e pode condicionar uma fase relativamente longa de juros reais neutros mais baixos – imaginando-se que vai demorar até que haja condições para uma política fiscal e parafiscal expansionista e um novo *boom* de crédito privado.


---

Combinação de fatores  
externos e internos  
pressionando juros reais  
neutros no médio prazo  
levaria à visão mais  
benigna das perspectivas  
econômicas brasileiras

---

A combinação entre fatores externos e internos pressionando os juros reais neutros no médio prazo, descrita acima, leva a uma visão mais benigna das perspectivas econômicas brasileiras. Há mais tempo para reconstituir o equilíbrio fiscal de longo prazo, ao mesmo tempo em que esta tarefa pode ser mais fácil e exigir reformas menos drásticas. Ao mesmo tempo, juros reais neutros mais baixos de forma duradoura podem

mudar para melhor o funcionamento da economia nacional, liberando potencialidades e proporcionando um ritmo de crescimento mais forte – o que também é positivo para a relação dívida/PIB, numa espécie de círculo virtuoso.

É aconselhável temperar esse otimismo, entretanto, por diversas razões. Tanto Senna quanto Pessôa notam que os juros reais de prazo muito longo das NTN-Bs resistem em níveis em torno de 5%, num sinal de que os mercados ainda esperam que a bomba-relógio do desequilíbrio fiscal estrutural seja desativada antes de retirar do cenário o risco de solvência do Brasil. Fernando Veloso, pesquisador da FGV IBRE, é particularmente cético quanto a contar com juros reais neutros baixos como uma variável provável nos anos à frente. Para ele, é provável que o prosseguimento da expansão global sincronizada reative pressões inflacionárias e nos juros nos países ricos, assim como as incertezas eleitorais no Brasil podem recolocar no tabuleiro pressões sobre o risco país e a taxa de câmbio. Nesta visão, contar com o bônus de juros reais neutros substancialmente mais baixos é um risco que não vale a pena correr quando se pensa numa estratégia de política econômica para o Brasil de hoje. 

---

O texto é resultado de reflexões apresentadas em reunião por pesquisadores do IBRE. Dada a pluralidade de visões expostas, o documento traduz minhas percepções sobre o tema. Dessa feita, pode não representar a opinião de parte, ou da maioria, dos que contribuíram para a confecção deste artigo.