

Poupança e dívida pública: fazendo a coisa certa

José Luis Oreiro e Luiz Fernando de Paula

O ciclo recente de redução da taxa básica de juros, após três meses de queda abrupta do nível de atividade econômica, suscitou na opinião pública o receio de que a economia brasileira possua limites de natureza institucional à queda continuada da Selic. Argumenta-se que a existência de um dispositivo legal que fixa o rendimento da caderneta de poupança em 0,5% a.m acrescido da variação da TR (um retorno anual mínimo superior a 6%) tornaria a caderneta de poupança, uma aplicação financeira isenta de Imposto de Renda, muito atrativa com respeito aos fundos de investimento em renda fixa, compostos majoritariamente por títulos da dívida pública. Dessa forma, a continuidade do ciclo de queda da Selic poderia induzir uma migração maciça de recursos dos fundos de investimento para as cadernetas de poupança, pondo em risco o financiamento da dívida pública brasileira. No limite, o governo brasileiro seria obrigado a monetizar uma fração importante da dívida pública, podendo resultar, a médio prazo, em uma aceleração significativa da inflação. Um problema adicional está relacionado ao fato de que, por conta da inflexibilidade da queda da remuneração da poupança, a queda nas taxas de juros não permitiria a redução dos juros dos financiamentos imobiliários.

A história da evolução das cadernetas de poupança – criada em 1967 – está relacionada à própria evolução da aceleração inflacionária nos anos 70 e 80: começou com remuneração anual, passou para semestral, depois trimestral, e enfim mensal. Ela é hoje, junto com as LFTs, um ativo financeiro que sobrevive como herança do período de alta inflação no Brasil. Portanto, já é tempo de tornar o perfil da poupança compatível com um ambiente de baixa inflação e juros mais baixos do que os prevalecentes até meados de 2008. A questão, contudo, é complexa, já que historicamente um dos atrativos da caderneta de poupança é justamente sua segurança e, assim, mudanças mais radicais seriam vistos como sinais de confisco. Várias opções estão sendo consideradas para enfrentar a questão: alterar o cálculo do indexador da poupança (TR); criar um limite para saldo em novas contas (70% das contas têm saldo até R\$ 500,00); aumentar o prazo de carência das aplicações (para mais de um mês); instituir cobrança de Imposto de Renda sobre seus rendimentos; e indexar a remuneração da poupança a um percentual da Selic, acabando com o rendimento fixo de no mínimo 0,5% a.m. Algumas dessas opções não são excludentes entre si, mas nem todas são soluções “satisfatórias” do ponto de vista macroeconômico.

Considerando o problema do ponto de vista da gestão macroeconômica, devemos descartar a opção de indexação pela Selic. O motivo é simples: em uma futura nova rodada de elevação da taxa Selic a remuneração da caderneta de poupança se elevaria pari passu com a taxa básica de juros, gerando um efeito riqueza positivo que neutralizaria parte do efeito da política de juros sobre a demanda. Dessa forma, o controle da “inflação de demanda” irá requerer uma dosagem maior de aumento de taxa de juros, com consequências negativas sobre a taxa de investimento e sobre o crescimento de longo prazo. O IR sobre os rendimentos poderia ser instituído apenas para aqueles aplicadores que são obrigados a fazer IR, deixando de fora os

aplicadores de baixa renda. Aumentar o prazo de carência das aplicações – pelo menos terminando com a aplicação mensal com data de aniversário – é uma opção que deve ser considerada no sentido de alongar o perfil das captações, mas talvez não resolva todo o problema; criar um limite máximo para novas captações (R\$ 5.000,00?) gera um problema de mobilização de recursos para financiamento imobiliário, embora as contas de mais de R\$ 30.000,00 representem apenas 2% do total das contas, totalizam 54% do saldo do total das cadernetas. Por fim, alterar o cálculo do indexador da poupança – dos atuais 6% para 4% a.a. – poderia ser feito desde que acompanhado da redução nos juros do financiamento do SFH dos atuais 12% para 10% a.a.

Uma alternativa seria aumentar o redutor com relação à Taxa Básica Financeira (TBF), mas haveria o risco de mais a frente diminuir a rentabilidade da poupança em uma eventual elevação na taxa de juros. Quanto a questão da dívida pública, uma alternativa é enfrentar o problema dos limites a redução da Selic por intermédio da eliminação do instrumento financeiro que possibilita a “contaminação” da política monetária pela gestão da dívida pública, a saber: as Letras Financeiras do Tesouro. As LFTs, criadas durante o Plano Cruzado, continuam tendo até hoje uma participação expressiva na composição da dívida pública (aproximadamente 35%). A característica fundamental desses títulos é que os mesmos possuem “duration” próximo de zero. Isso decorre do fato de que o valor nominal do título é atualizado pela taxa Selic de tal forma que mudanças dessa taxa não têm nenhum impacto sobre o preço corrente do título em consideração. Assim sendo, as LFTs são um título financeiro com risco de perda de capital igual a zero, o que torna esses títulos um substituto perfeito, em termos de liquidez, para as reservas bancárias. Em equilíbrio, a taxa de juros prevalecente no mercado de reservas bancárias tem que ser igual a taxa de retorno das LFTs. Dessa forma, têm-se uma situação atípica na qual a taxa de juros anualizada para empréstimos de um dia iguala-se a taxa de retorno anual de títulos públicos de longo prazo. Assim, a existência das LFTs faz com que a curva de rendimentos prevalecente na economia brasileira seja praticamente horizontal, não havendo diferença significativa de taxa de remuneração para empréstimos com diferentes prazos de maturidade. Essa anomalia do sistema financeiro brasileiro faz com que qualquer mudança na política monetária se traduza, de forma instantânea, em mudanças nas condições de financiamento da dívida pública no Brasil.

Uma solução a considerar para o problema do limite à queda da Selic é a extinção dos títulos públicos pós-fixados por intermédio de uma única operação de troca compulsória desses títulos por títulos pré-fixados. Dado que os títulos pré-fixados têm menor liquidez do que os títulos pós-fixados, essa operação de troca de títulos só será possível se os novos títulos pré-fixados pagarem aos seus possuidores uma taxa de juros mais alta do que a atual Selic. Isso significa que haverá um custo fiscal significativo para o Tesouro Nacional, mas esse custo poderá ser claramente inferior aos benefícios de longo prazo que serão obtidos pela normalização da curva de rendimentos prevalecente na economia brasileira.

José Luis Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e membro da Associação Keynesiana Brasileira. jlcoreiro@terra.com.br.

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e vice-presidente da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: luizfpaula@terra.com.br.